



CARNEGIE WORLDWIDE  
INVESTERINGSFORENINGEN



ÅRSRAPPORT  
2015



# Årsrapport 2015

## **Investeringsforeningen Carnegie WorldWide**

04	<b>Forord</b>
06	<b>Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere</b>
12	<b>Carnegie WorldWides interessenter</b>
14	<b>Ledelsesberetning – Beretning for alle afdelinger</b>
18	<b>Ledelsesberetning – Risiko og risikostyring</b>
20	<b>Ledelsesberetning – Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016</b>
24	<b>Ledelsespåtegning</b>
25	<b>Den uafhængige revisors erklæringer</b>
26	<b>Anvendt regnskabspraksis</b>
28	<b>Femårsoplysninger og nøgletal om risiko</b>
32	<b>Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Globale Aktier</b>
37	Resultatopgørelse
37	Balance
38	Noter
40	<b>Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak</b>
45	Resultatopgørelse
45	Balance
46	Noter
48	<b>Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil</b>
53	Resultatopgørelse
53	Balance
54	Noter
56	<b>Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Danske Aktier</b>
61	Resultatopgørelse
61	Balance
62	Noter
64	<b>Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Asien</b>
69	Resultatopgørelse
69	Balance
70	Noter
72	<b>Ledelsesberetning – Carnegie WorldWide/Emerging Markets</b>
77	Resultatopgørelse
77	Balance
78	Noter
80	<b>Ledelsesberetning – Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver</b>

# Forord

## Kære investor

### 25 år med holdbare investeringer

I 2015 fejrede Carnegie WorldWide 25 års jubilæum. Da afdeling Globale Aktier blev lanceret i 1990, fik danske investorer for første gang mulighed for at investere i en fokuseret global aktieportefølje. Fra begyndelsen har vores klare målsætning været at skabe holdbare afkast, der ligger over gennemsnittet på langt sigt.

Der er sket meget i løbet af de forgangne 25 år, blandt andet er fondsudbuddet på det danske marked blevet markant større, men det er de færreste, som står distancen i forhold til at levere holdbare resultater. I Danmark er der kun ni globale aktiefonde, som har eksisteret i 25 år med samme strategi. Afdeling Globale Aktier topper afkaststatistikken, og afdelingens investorer har fået tæt på det dobbelte i akkumuleret afkast i forhold til den næstbedste investeringsfond. Det er aktiv forvaltning, der betaler sig.

En vigtig ingrediens hertil er vores fokuserede virksomhedskultur, som fastholder og tiltrækker ambitiøse medarbejdere, som brænder for aktieinvestering. Endvidere har vi fulgt de samme grundlæggende investeringsprincipper. Dette har været et vigtigt holdepunkt gennem 25 til tider turbulente år. Vi har fået vigtig erfaring og investeringsindsigter med i bagagen. Disse fortæller vi om i perspektivet "Indsigter gennem 25 år", som du kan finde på vores hjemmeside under Nyhedscenter.

Vi fejrede foreningens 25 års jubilæum henover sommeren med en jubilæumskonkurrence for foreningens investorer, hvor vi udloddede en række eksklusive sponsorpræmier fra udvalgte selskaber, vi har investeret i: spiritusselskabet Diageo (25 års Whisky), fødevarerelskabet Nestlé (kurv med produkter) og tøjkæden ASOS (gavekort). Hovedpræmien var et rejsegavekort til Albatros Travel på 25.000 kr. og blev vundet af en af foreningens mangeårige investorer fra Brønderslev.

### Årets investeringsforening 2015

2015 blev et år med divergerende tendenser. Nogle områder er i vækst, mens andre er i recession. Modsætningsfyldte markeder giver gode muligheder for den fokuserede aktive investor. Det blev således et pænt år for investorerne i Carnegie WorldWide, hvor fem ud af seks afdelinger skabte markante merafkast i forhold til markedet – og afdeling Globale Aktier skabte hele 8 procentpoint i merafkast.

Disse resultater var bl.a. baggrunden for at Jyllandsposten og Dansk Aktie Analyse kårede Carnegie WorldWide som årets investeringsforening 2015. Anerkendelsen vidner om, at Carnegie WorldWide ligger i toppen af afkaststatistikkerne til gavn for vores medlemmer. Vi ser samtidigt kåringen som en indfrielse af vores ambition om, at investorerne skal have tryghed ved en investering i Carnegie WorldWide, og hvor fokus er på at skabe holdbare investeringsresultater.

Vi blev ligeledes kåret som den bedste formidler af investeringsindsigter. Dette prioriterer vi meget højt, hvorfor vi er ekstra glade for denne erkendelse. Gennem vores kommunikationsindsats ønsker vi at invitere vores medlemmer med på investeringsrejsen ved at dele vores indsigter via hjemmesiden, nyhedsbreve, kvartalsorienteringer

og den årlige investorkonference. Vi mener, at åbenhed om investeringerne er essentielt i forhold til skabe tryghed for vores investorer.

### Generelt gode afkast i 2015

Det danske aktiemarked blev igen et af verdens bedste markeder med afkast omkring 30 pct., mens emerging markets generelt oplevede kursfald. Verdensindekset steg 9,0 pct. målt i danske kroner, men dette var godt hjulpet en dollarkursstigning på ca. 10 pct.

Bestyrelsen finder årets resultater, hvor fem ud af seks afdelinger slår deres benchmark, meget tilfredsstillende. Afdelingernes resultater var, som det fremgår af tabellen, på mellem 5 pct. og 33 pct. dog med undtagelse af afdeling Emerging Markets, der som den eneste afdeling gav et negativt resultat på minus 0,5 pct. Dette afkast var dog væsentlig bedre end markedsafkastet på -5,0 pct.

Bestyrelsen ser med tilfredshed, at foreningens største afdeling, afdeling Globale Aktier, ligger helt i top i afkaststatistikkerne blandt globale aktieafdelinger i Danmark på såvel kort som langt sigt. Tilsvarende noterer bestyrelsen med tilfredshed, at afdeling Asien i foråret 2015 blev kåret til årets Asien-fond af Morningstar, og Lipper kårede afdelingen til Nordens bedste Asien-fond.

2015 var første hele kalenderår for de nye investeringsstrategier for afdeling Globale Aktier Stabil og afdeling Emerging Markets. Bestyrelsen ser med tilfredshed på den relative afkastudvikling i disse to afdelinger, men må samtidigt konstatere, at den absolutte afkastudvikling i afdeling Emerging Markets endnu ikke har været tilfredsstillende. Afdeling Globale Aktier - Akkumulerende blev lanceret i december 2015 og aflægger først regnskab pr. 31. december 2015.

### Resultat 2015

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier	17,1%	9,0%	8,1%
Globale Aktier Etik-ak	18,4%	9,0%	9,4%
Globale Aktier Stabil	14,1%	14,7%	-0,6%
Danske Aktier	33,2%	30,8%	2,4%
Asien	4,8%	1,4%	3,4%
Emerging Markets	-0,5%	-5,0%	4,5%

### Turbulent start på 2016

Efter snart syv år med kursstigninger drevet af en meget lempelig pengepolitik globalt, er 2016 startet med høj turbulens på aktiemarkederne og kursfald på ca. 10 pct. i løbet af januar og februar. Baggrunden for denne turbulens er usikkerhed om den økonomiske udvikling i Kina, et stort fald i olieprisen, som skaber usikkerhed om vækstudsigterne for den globale økonomi generelt samt stigende renter på markedet for kreditobligationer, som skaber usikkerhed om tab i banksektoren.

Usikkerheden vil formentlig fortsætte gennem første halvår 2016, men vi venter, at de globale aktiemarkeder vil stabiliseres, særligt da afkastet fra rentebærende instrumenter er så beskedent. Årsresultatet kan blive moderat positivt på muligvis 5 pct.

Du kan læse mere om vores forventninger i afsnittet på side 20, ligesom vi løbende på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk) fortæller om vores investeringsindsigter.

### Høje udbytter og akkumulerende udgave af afd. Globale Aktier

Som følge af årets høje afkast er der høje udbytter på op til 10 pct. i flere afdelinger. Udlodningsreglerne tilsiger, at de udloddende afdelinger skal udlodde alle indtægter og realiserede gevinster. Dette betyder, at investorerne i de udloddende afdelinger hovedsageligt får værditilvæksten i form af udlodning og således i mindre grad via kursgevinster.

Som eksisterende investor har du mulighed for via VP at tilmelde dig automatisk geninvestering af udbytterne. Derved sparer du handelsomkostningerne ved geninvestering. Hvis dette har din interesse skal du kontakte dit pengeinstitut.

Blandt andet som en konsekvens af disse udlodningsregler, besluttede vi i 2015 at lancere en akkumulerende udgave af afdeling Globale Aktier. Denne afdeling er interessant for dig, som ikke ønsker udlodning og har midler i virksomhedsordningen, pensionsordninger eller i selskabsregi. Den nye afdeling handles ligesom vores øvrige afdelinger på fondsbørsen og kan købes via de fleste netbanker.

### Bestyrelsen

Foreningens bestyrelse består i dag af fem personer, og vi foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer i forhold til investeringsforeningens aktiviteter og risici, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende.

Jens Ole Jensen har tilkendegivet, at 2015 bliver hans sidste år i bestyrelsen og derfor ikke genopstiller. Bestyrelsens fire øvrige medlemmer ønsker at genopstille i 2016. Bestyrelsen arbejder med en foryngelsesplan og valget af Camilla Harder Hartvig som nyt bestyrelsesmedlem i 2015 var en del af denne plan. Målsætningen er inden for de næste to år at få endnu en ny person valgt til bestyrelsen. For 2016 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med fire personer.

### Investorkonference og generalforsamling

Traditionen tro afholder vi investorkonferencer og generalforsamling til foråret.

Årets investorkonferencer er fastsat til den 9. marts i København og den 10. marts i Århus. Kom og hør vores porteføljeformidlere fortælle om den aktuelle investeringsstrategi og udsigterne for de globale ak-



tiemarkeder, samt om hvordan du kan bruge Carnegie WorldWide bedst muligt i din investeringspleje. Invitationen til denne konference blev udsendt til alle navnenoterede medlemmer i begyndelsen af februar.

Foreningens ordinære generalforsamling afholder vi i år tirsdag den 12. april på foreningens adresse. Generalforsamlingen henvender sig som de foregående år primært til dem med interesse for de formelle punkter på dagsordenen.

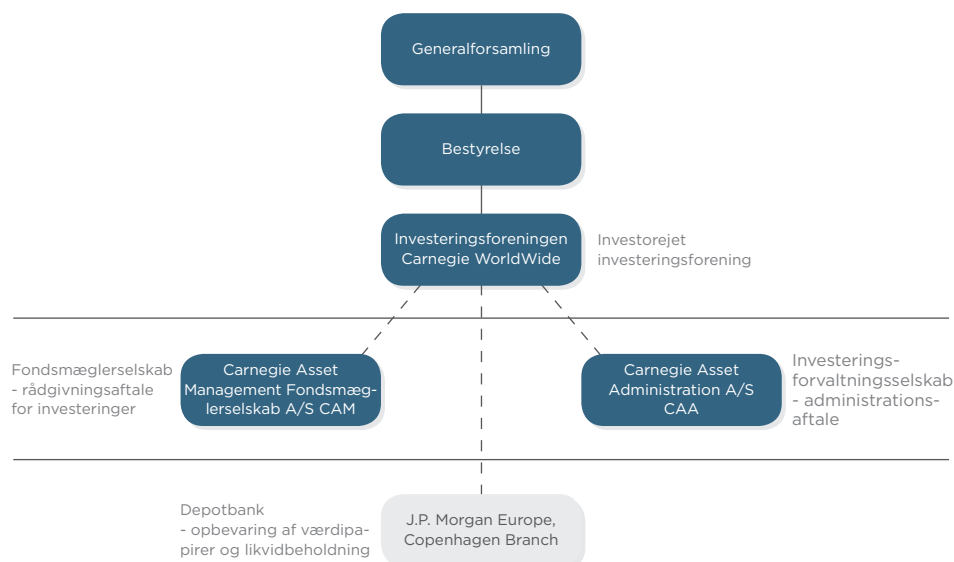
Afslutningsvis vil jeg gerne takke foreningens investorer for den fortsatte opbakning samt vores samarbejdspartner Carnegie Asset Administration A/S, som varetager den daglige ledelse af foreningen, og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der rådgiver om vores investeringer, for samarbejdet i 2015.

Med ønsket om et godt 2016 til alle foreningens investorer.

### Karsten Kielland

Formand

# Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere



## Holdbare investeringer siden 1990

Carnegie WorldWide står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Ambitionen er at skabe langsigtede afkast, som ligger over gennemsnittet.

Den ambition har vi fulgt siden starten i 1990.

Vi tror, at stærke resultater skabes ved at identificere de bedste aktier blandt verdens børsnoterede virksomheder. Den søgen har været vores passion i over 25 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette giver overblik og motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier hører til blandt verdens bedste.

Vi har et stabilt og erfarent forvalterteam, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som har holdt fast i vores langsigtede værdier: Fokus, Stabilitet og Passion.

## Carnegie WorldWides historie

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide er en investorejet forening, som blev stiftet i juni 1990 med henblik på at give privatpersoner og andre mulighed for at få adgang til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S' (CAM) investeringsekspertise. Denne ekspertise var tidligere kun tilgængelig for institutionelle kunder og selskaber. Foreningens investeringsmæssige målsætning er at sikre investorerne en langsigtet, god og stabil formuevækst, som ligger over markedsgennemsnittet. Afdelingernes investeringsfokus er generelt på selskaber med langsigtede, gode vækstmuligheder og med en troværdig ledelse.

## FOKUS

Vores erfaring viser, at en fokuseret investeringsmodel med nøje udvalgte aktier og få afdelinger giver de bedste resultater på langt sigt. Enkelheden i vores porteføljer skaber ro til at gå i dybden med hvert enkelt selskab for at sikre, at vækstpotentiale og risikoparametre er nøje afmålt.

## STABILITET

Vi mener, at stabilitet og erfaring baner vejen for holdbare afkast. Vi har et af de mest erfarne og stabile forvalterteams med få ændringer gennem årene.

## PASSION

Vi arbejder passioneret for resultater i verdensklasse. Vi bruger al vores energi på at identificere de bedste selskaber, og vi går aldrig på kompromis med vores langsigtede investeringsmodel.

Afdeling Globale Aktier blev introduceret ved stiftelsen og har således eksisteret i 25 år. Siden blev afdeling Danske Aktier oprettet i oktober 1998, mens søsterforeningen Carnegie Østeuropa i 2004 blev flyttet til foreningen som en selvstændig afdeling. I 2005 blev afdeling Europa oprettet, mens afdeling Asien blev oprettet i 2006.

Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver



**” Carnegie WorldWide blev etableret i 1990 for at give privatpersoner adgang til investeringsekspertisen i Carnegie Asset Management.**

---

I 2009 blev foreningens to obligationsafdelinger fusioneret med tilsvarende afdelinger i Nykredit Invest, og i 2010 blev afdeling Emerging Growth fusioneret med afdeling Globale Aktier. I 2011 blev afdeling Globale Aktier Etik-ak introduceret. Denne afdeling har samme investeringskoncept som afdeling Globale Aktier, men med en etisk screening af investeringerne.

I 2014 ændrede afdeling Europa navn og investeringsstrategi til afdeling Globale Aktier Stabil, og afdeling Østeuropa ændrede navn og strategi til afdeling Emerging Markets.

I december 2015 lancerede vi afdeling Globale Aktier – Akkumulerende. Denne afdeling følger samme strategi som afdeling Globale Aktier, men skattemæssigt henvender den sig til selskabsbeskattede og pensionsmidler samt midler i virksomhedsordningen.

## Generalforsamling

Generalforsamlingen er foreningens øverste myndighed. På generalforsamlingen vælges en bestyrelse til at varetage investorernes interesser. Foreningens ordinære generalforsamling afholdes hvert år inden udgangen af april måned i København. Generalforsamlingen indkaldes 2-4 uger forinden. Eventuelle forslag til dagsorden fra investorerne skal være indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar. Foreningen udsender indkaldelse og dagsorden til alle navnenoterede investorer, og årsrapporten til alle, som har udtrykt ønske om dette. Dagsorden, de fuldstændige forslag samt årsrapporten er tilgængelige på foreningens kontor og hjemmeside.

En ekstraordinær generalforsamling kan afholdes, hvis investorer, der tilsammen ejer mindst 10% af andelene i en afdeling eller andelsklasse, ønsker dette, eller når to medlemmer af bestyrelsen eller revisor ønsker dette.

## Bestyrelsen varetager foreningens interesser

Bestyrelsen skal ifølge foreningens vedtægter bestå af tre til fem medlemmer. Bestyrelsen består i dag af fem medlemmer: **Karsten Kielland, Jens Høiberg, Jens Ole Jensen, Lars Aaen og Camilla Harder Hartvig.**

Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2015 har bestyrelsen afholdt i alt fire bestyrelsesmøder. Et af de årlige møder afholdes som et bestyrelsesseminar, hvor bestyrelsen sætter fokus på særlige emner. I år var fokus bl.a. på den økonomiske udvikling i Kina. Direktionen for investeringsforvaltningsselskabet deltager på møderne, og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder, når diskussionerne vedrører investeringerne.

Bestyrelsen har valgt **Karsten Kielland** som formand. Han er til daglig advokat i advokatfirmaet Accura. Karsten Kielland bruger en stor del af sin arbejdstid på netop bestyrelsesarbejde, og han tilføjer dermed bestyrelsen en god erfaring vedrørende det praktiske bestyrelsesarbejde og juridiske problemstillinger. **Camilla Harder Hartvig** tilføjer bestyrelsen kommerciel erfaring fra multinationale selskaber og erfaring med compliance fra den regulerede medicinalindustri. **Jens Høiberg** tilføjer bestyrelsen ekspertise inden for obligationer og makroøkonomi, idet Jens Høiberg er makroøkonomisk rådgiver for pensionskasser og fonde i Europa og styrer endvidere selv porteføljer i europæiske statsobligationer. Han har blandt andet et doktorat i økonomi fra EUI, Firenze, Italien, der er EU's doktorale og post-doktorale forskningsinstitut. **Jens Ole Jensen** er tidligere underdirektør i Auriga A/S og tilføjer indsigt i de praktiske udfordringer og problemstillinger, virksomheder står over for. **Lars Aaen** tilføjer bestyrelsen stor virksomheds erfaring fra tidligere direktørposter i bl.a. Inspiration og Synoptik.

**” Investorerne har gennem foreningen adgang til en investeringsekspertise, som ellers er forbeholdt store investorer. Fokus og stabilitet i investeringsteamet er nogle af nøgleordene for Carnegie Asset Management.**

---

Det er bestyrelsens ansvar at udarbejde retningslinjerne for foreningens væsentligste aktivitetsområder, foretage en løbende risikovurdering af foreningen samt fastlægge arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion. I overensstemmelse med lovgivningen har foreningens bestyrelse valgt at overdrage den daglige administration til Carnegie Asset Administration A/S (CAA). CAA er godkendt af Finanstilsynet til at administrere investeringsforeninger. Da al administration varetages af CAA, er der ingen ansatte eller direktion i foreningen. Derfor fungerer direktionen i CAA i praksis som direktion for foreningen. Dette vil sige, at CAA's direktør udadtil og i dialogen med foreningens bestyrelse fungerer som foreningens direktør.

Bestyrelsen har udarbejdet en forretningsorden, som beskriver, hvilke opgaver bestyrelsen skal tage sig af. Derudover er der i aftalerne med CAA og CAM fastlagt ansvars- og rollefordeling mellem bestyrelsen og disse to selskaber.

## Bestyrelsens arbejde i overskrifter

- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- sikre uafhængig styring af interessekonflikter
- foretage løbende risikovurdering
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- fastlægge strategi for udøvelse af stemmerettigheder
- evaluere foreningens produktudbud
- evaluere rådgiver, administrator og dennes direktion
- sikre at administrationen fungerer betryggende og er i overensstemmelse med lovgivningen



- udarbejde skriftlige retningslinier for direktionen i CAA
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver
- foreslå valg af revisor samt evaluering af denne

Bestyrelsen og foreningens administrator følger InvesteringsFonds-Branchens Fund Governance anbefalinger.

Medarbejderne i CAA varetager den daglige administration af foreningen. En af opgaverne er hen over dagen at overvåge kursudviklingen på foreningens investeringer og den indre værdi i de enkelte afdelinger. Ved større kursændringer rapporterer CAA nye indre værdier og handelskurser til fondsbørsen. Herved sikres det, at foreningens investorer altid handler på opdaterede kurser.

### Investeringsrådgiveren: Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Bestyrelsen har indgået en rådgivningsaftale med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CAM), som besidder en mangeårig investerings erfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Dette er nogle af nøgleværdierne, som sammen med en stor stabilitet i investerings-teamet er fundamentet for gode langsigtede investeringsresultater. Udover rådgivning af Investeringsforeningen Carnegie WorldWide udfører CAM også porteføljestyrelse for udenlandske fonde og stiftelser, danske pensionskasser, livsforsikrings selskaber, danske børsnoterede selskaber samt danske og udenlandske privatpersoner og selskaber. CAM's overordnede investeringsmålsætning er en langsigtet, stabil formuetilvækst under lav risiko.

#### Omkostninger

Foreningen har udliciteret den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for disse ydelser. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. af formuen i de enkelte afdelinger og dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber.



### Den daglige administration: Carnegie Asset Administration A/S

Bestyrelsen for Carnegie WorldWide har indgået en administrationsaftale med investeringsforvaltningsselskabet Carnegie Asset Administration A/S (CAA), således at dette selskab varetager alle daglige opgaver i foreningen. Der er derfor ingen ansatte i selve investeringsforeningen. Som omtalt har bestyrelsen for Carnegie WorldWide valgt CAM til at rådgive CAA om foreningens konkrete investeringer.

#### Carnegie Asset Administration A/S' opgaver i overskrifter

- administration og placering af foreningens formue
- førelse af bogholderi for hver afdeling
- daglig værdiopgørelse og løbende overvågning hen over dagen
- risikostyring
- udarbejde halvårs- og årsrapport
- udarbejde kvartalsorienteringer
- udarbejde prospekter samt Central Investorinformation
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- rapportering til foreningens bestyrelse
- forestå afholdelse af bestyrelsesmøder
- markedsføring og annoncering
- udvikling og vedligeholdelse af foreningens hjemmeside
- skriftlig og mundtlig kommunikation med investorerne
- rapportering og kontakt til Finanstilsynet og fondsbørsen

### Depotbanken er uafhængig og sikrer særskilt opbevaring af foreningens midler

Carnegie WorldWide har indgået en depotaftale med J.P. Morgan Europe om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvide midler. Depotbanken er uafhængig, hvorved det sikres, at foreningens værdi-

papirer, likvide midler og andre aktiver opbevares særskilt fra eksempelvis administrator og rådgiver. Herved opnås et lukket kredsløb af foreningens aktiver. Depotbanken har derudover en forpligtelse til at tilse, at foreningens handel med værdipapirer foregår i henhold til lovgivningen om investeringsforeninger. Depotbanken har en række kontrolforpligtelser over for foreningen, bl.a. at kontrollere indre værdiberegninger samt emissions- og indløsningspriser. Derudover sikrer depotbanken gode lokale samarbejdspartnere på de markeder, foreningen investerer på, således at foreningen opnår en tryk opbevaring af foreningens værdipapirer. Endelig sørger depotbanken blandt andet for den fysiske afvikling af handleterne samt hjem søgning af re-funderbare udbytteskatter. Foreningen har indgået aftale med Nordea Bank Danmark om håndtering, udstedelse og indløsning af andele i de enkelte afdelinger over for værdipapircentralen.

### Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere

Foreningen har som nævnt overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for dette arbejde. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. og dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ OMX Copenhagen, betaling til marked maker samt få andre mindre poster. Alle andre omkostninger afholdes og bogføres som en konsekvens heraf hos administrations selskabet og investeringsrådgiveren.

Bestyrelsen foretager løbende en evaluering af foreningens samarbejdspartnere, og på det årlige seminar foretager bestyrelsen en samlet evaluering. Som en forberedelse til dette seminar har bestyrelsesformanden ligeledes en evalueringssamtale med direktionen i CAA.

Bestyrelsen foretager på seminaret en konkret evaluering af samarbejdspartnernes indsats for året, herunder en vurdering af foreningens afkast, som administrator og investeringsrådgiveren har skabt til investorerne i det forløbne år. Bestyrelsen foretager en vurdering af, hvorvidt de opnåede resultater er tilfredsstillende både i forhold til markedsgennemsnittet og i relation til de omkostninger, foreningen har betalt. Carnegie WorldWides målsætning er at skabe langsigtede resultater, som er over gennemsnittet. Derfor vurderer bestyrelsen også resultaterne i et længere perspektiv.

### Fakta om Carnegie WorldWide

Fem af Carnegie WorldWides afdelinger er udloddende i skattemæssig forstand, dvs. hver afdeling er skattefri, men til gengæld pligtig til at udbetale en del af årets afkast i den enkelte afdeling som udbytte til investorerne. Udbyttet fra Carnegie WorldWides afdelinger beskattes hos investor.

Udbyttet fra disse aktieafdelinger omfatter renter og modtagne udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier udregnet efter fra-

drag af administrationsomkostninger. Afdeling Emerging Markets har dog et historisk tab, som kan modregnes i fremtidige gevinster. Størrelsen af dette historiske skattetab kan ses i noterne i regnskabet.

Afdeling Globale Aktier Etik-ak er akkumulerende i skattemæssig forstand. Afdelingen har én andelsklasse, Udloddende, som er forpligtet til at udlodde mindst 75% af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Klassen vil dog ikke udlodde, hvis afkastet i regnskabsåret har været negativt.

Afdeling Globale Aktier - Akkumulerende er akkumulerende i skattemæssig forstand og udbetaler ikke udbytte.

Carnegie WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet og omfattet af lov om investeringsforeninger m.v. Registreringsnummeret er FT 11057.

Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsFondsBranchen.

### Informationer fra Carnegie WorldWide

Alle Carnegie WorldWides syv afdelinger er børsnoteret og kursnoteres dagligt på NASDAQ OMX Copenhagen. Afdeling Globale Aktier - Akkumulerende aflægger dog først regnskab den 31. december 2016.

Vi lægger vægt på åbenhed og gennemsigtighed, når det gælder dine investeringer hos os. Vi orienterer derfor med daglige nyheder om aktierne i foreningens portefølje og tilføjer løbende mere dybdegående historier om investeringerne.

Desuden deler vi jævnligt vores tanker om de vigtigste markeds- og investeringstrends i et overordnet perspektiv. På den måde får man som investor løbende indsigt i vores investeringsbeslutninger. Nogle gange fortæller vi f.eks. om, hvorfor vi har valgt at følge et langsigtet investeringstema, som endnu ikke er udbredt i aktiemarkedet. Andre gange fortæller vi om, hvorfor vi vælger ikke at følge en aktuell kortsigtet trend.

Disse informationer er tilgængelige på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk). Som investor kan man også få disse tilsendt i et elektronisk nyhedsbrev.

Foreningen udgiver også en grundig kvartalsorientering, som automatisk udsendes til alle navnenoterede investorer. Denne giver et godt overblik over, hvordan kvartalet er forløbet: hvad er købt og solgt, sammensætningen af porteføljerne, og hvad foreningen forventer af fremtiden.

Årsrapporten indeholder en gennemgang af hele året samt forventningerne for det kommende år. Foreningen offentliggør også en halvårsrapport.

Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk) skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her.

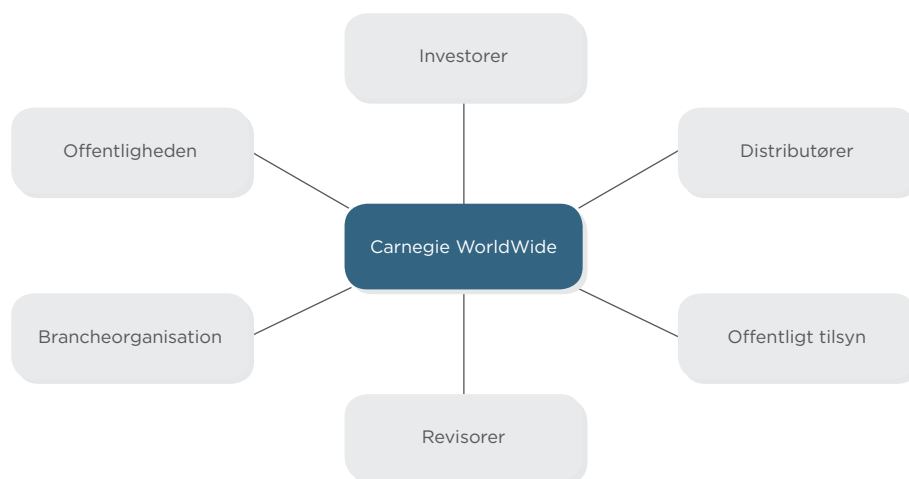
Endeligt afholder vi løbende investormøder, hvor der er mulighed for at komme i dialog med vores porteføljeforvaltere og høre om vores aktuelle tanker om udviklingen på aktiemarkedet.

#### **Investorrettigheder**

- Alle investorer i foreningen har ret til at deltage på generalforsamlingen, når man senest tre hverdage forinden har afhentet adgangskort på foreningens kontor.
- Stemmeret kan kun udøves for de andele, som én uge forud for generalforsamlingen er noteret på navn i foreningens bøger.
- De beføjelser, der udøves af foreningens generalforsamling, tilkommer en afdelingsinvestorer for så vidt angår godkendelse af afdelingens årsrapport, ændring af vedtægternes regler for anbringelse af afdelingens formue og afdelingens opløsning, fusion og spaltning.
- Alle investorer har én stemme pr. andel.
- Alle investorer har ret til at overdrage fuldmagt til anden person.
- Ingen ejer af andele kan afgive stemme for mere end 5% af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele.
- Beslutninger på generalforsamlingen træffes generelt ved almindelig stemmeflerhed, dog med enkelte undtagelser.
- Alle investorer har stemmeret i forbindelse med valg af en repræsentant til investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse. Proceduren herfor er fastsat i et valgregulativ, som findes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).



# Carnegie WorldWides interessenter



## Investorer

Foreningen har ca. 14.800 navnenoterede investorer. Derudover er en række investorer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede antal investorer inklusive ikke-navnenoterede investorer er ca. 17.000.

### Distributører

CAM har i dag indgået 26 samarbejdsaftaler med pengeinstitutter og unit link-selskaber for at forbedre eksisterende og nye investorers indsigt i Carnegie WorldWide. Investorerne får herved et bedre beslutningsgrundlag for deres investeringsbeslutning. CAM kræver, at samarbejdspartneren yder en synlig informations- og markedsføringsindsats. Det er CAM, som betaler provision for rådgivningen til samarbejdspartneren. Carnegie WorldWide har ingen udgifter herved.

## Distributører

Ifølge foreningens aftale med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CAM) er det CAM, som står for rådgivning af eksisterende og nye investorer. Som en konsekvens af CAM's fokus på at skabe gode investeringsresultater og givet den manglende infrastruktur i form af et filialnet, har CAM besluttet at søge samarbejdsaftaler, der giver mulighed for direkte kommunikation med investorer om Carnegie WorldWides afdelinger. Herigennem forbedres eksisterende og nye investorers indsigt i Carnegie WorldWide, således at investorerne opnår et bedre grundlag for deres investeringsbeslutning.

CAM har i dag indgået 26 samarbejdsaftaler med primært pengeinstitutter og unit link-selskaber. Unit link-selskaber giver pensionsopsparende adgang til selv at investere deres pensionsmidler i eksempelvis investeringsforeninger. Når CAM har indgået en aftale med et unit link-selskab, bliver det dermed muligt for pensionsopsparende at investere pensionsmidlerne i Carnegie WorldWide. Samarbejdsaftaler med pengeinstitutter betyder, at disse pengeinstitutter uddanner deres investeringsrådgivere om Carnegie WorldWides afdelinger, således at eksisterende og nye investorer kan få rådgivning om foreningens produkter i pengeinstitutternes filialer.

CAM stiller generelt følgende krav til samarbejdspartneres kommunikations- og markedsføringsindsats:

- Der skal ydes en synlig informations- og markedsføringsindsats.
- Der indgås udelukkende aftaler med partnere, som yder direkte kommunikation og rådgivning til en bred vifte af kunder, og som arbejder med et gennearbejdet og seriøst rådgivningskoncept.
- Det er et krav, at samarbejdspartneren er indstillet på at investere de nødvendige ressourcer i udvikling og vedligeholdelse af kompetencen hos investeringsrådgiverne.
- Samarbejdspartnerens kommunikations- og rådgivningsindsats honoreres med provision, der står i relation til dennes indsats. Denne betaling afholdes af CAM. Foreningen har ingen omkostninger herved.

CAM foretager typisk en kvartalsvis evaluering af alle eksisterende samarbejdsaftaler, herunder af aktiviteter, volumen, kommunikations- og markedsføringsupport samt vilkår for samarbejdet. Det er målsætningen at være i telefonisk kontakt med alle samarbejdspart-

ner hvert kvartal samt at mødes minimum én gang om året. Desuden er det CAM's målsætning at afholde et årligt investeringsseminar for alle samarbejdspartnere, hvor afdelingernes investeringspolitik og strategi gennemgås.

### Offentligt tilsyn

Carnegie WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Finanstilsynet arbejder med lovgivningen for investeringsforeninger samt udfører kontrol af foreningerne. Carnegie WorldWide er registreret hos Finanstilsynet under FT 11057. På Finanstilsynets hjemmeside [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk) findes alle relevante love og vejledninger vedrørende investeringsforeninger.

#### Revisorer

Revisor reviderer årsregnskaberne samt foretager en række kontrolopgaver. Foreningens bestyrelse evaluerer årligt revisors uafhængighed og kompetence. Bestyrelsen definerer desuden overordnede rammer for revisors levering af ikke-revisionsyndelser.

### Revisorer

Foreningen har én revisor. Det er PricewaterhouseCoopers, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab. Revisoren reviderer årsregnskaberne samt foretager en række kontrolopgaver i løbet af året for at sikre, at foreningens administration er i overensstemmelse med lovgivningen.

Foreningens bestyrelse evaluerer årligt revisors uafhængighed og kompetence. Bestyrelsen definerer desuden overordnede rammer for revisors levering af ikke-revisionsyndelser.

### Brancheorganisation

Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsFondsBranchen. På deres hjemmeside [www.IFB.dk](http://www.IFB.dk) findes en lang række nyttige oplysninger om investeringsforeningerne i Danmark, herunder sammenlignende afkaststatistikker.

### Offentligheden

Det er foreningens holdning at fremtræde som en seriøs og kompetent investeringsforvalter. Derfor lægger foreningen stor vægt på åbenhed i kommunikationen med investorerne og den øvrige offentlighed. Foreningen udgiver en grundig kvartalsorientering, en halvårsrapport samt en årsrapport, der indeholder en gennemgang af hele året samt udsigterne for det kommende år. Foreningens hjemmeside giver desuden et godt indblik i foreningen, og alle foreningens publikationer er tilgængelige her.



# Beretning for alle afdelinger

## Læsevejledning til beretning og regnskaber

Foreningen har i alt syv afdelinger, og hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Første regnskab for afdeling Globale Aktier – Akkumulerende aflægges først pr. 31. december 2016. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året og giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Vi har valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, vores generelle markedsforventninger, fem års nøgletal på

afdelingerne, foreningens vidensressourcer, redegørelse for samfundsansvar, usikkerhed ved indregning og måling samt generelle risici og foreningens risikostyring i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Oplysninger om ledelses- og bestyrelsesforhold finder du i et separat afsnit sidst i årsrapporten.

Vi anbefaler, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et samlet og fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

## Resultater og udbytter 2015

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast efter omkostninger i procentpoint	Omkostningsprocent	Udbytte pr. andel	Heraf aktieindkomst
<b>Globale Aktier</b>	17,1%	9,0%	8,1%	1,6%	77,00 kr.	77,00 kr.
<b>Globale Aktier Etik-ak</b>	18,4%	9,0%	9,4%	1,8%	18,50 kr.	18,50 kr.
<b>Globale Aktier Stabil</b>	14,1%	14,7%	-0,6%	1,7%	13,00 kr.	13,00 kr.
<b>Danske Aktier</b>	33,2%	30,8%	2,4%	1,6%	30,70 kr.	30,70 kr.
<b>Asien</b>	4,8%	1,4%	3,4%	2,0%	10,40 kr.	10,40 kr.
<b>Emerging Markets</b>	-0,5%	-5,0%	4,5%	1,9%	0,00 kr.	-

## Generelt positive afkast i 2015

2015 blev et godt år på aktiemarkedene, dog præget af divergerende tendenser. Nogle områder er i vækst, såsom forbrug-, service- og IT-sektoren, hvor forbrugeren nyder godt af de lave renter og den lave inflation. Omvendt er en stor del af den klassiske industri i recession pga. overkapacitet. Vi så kraftigt faldende energi- og råvarepriser og pres på mange af emerging markets-landene. På denne baggrund blev det danske aktiemarked igen et af verdens bedste med afkast omkring 30 pct., mens emerging markets generelt oplevede kursfald. Verdensindekset steg 9,0 pct. målt i danske kroner, men dette var godt hjulpet af en dollarkursstigning på ca. 10 pct. Modsætningsfyldte markeder giver gode muligheder for den fokuserede aktive investor, og 2015 blev således et pænt år for investorerne i Carnegie WorldWide. Fem ud af seks afdelinger skabte markante merafkast i forhold til markedet. Disse resultater var også medvirkende til, at Jyllandsposten og Dansk Aktie Analyse i slutningen af 2015 kårede Carnegie WorldWide som årets investeringsforening 2015. Anerkendelsen vidner om, at Carnegie WorldWide ligger i toppen af afkaststatistikkerne, og vi ser kåringen som en indfrielse af vores ambition om, at investorerne skal have tryghed ved en investering i Carnegie WorldWide, og fokus er på at skabe holdbare investeringsresultater.

Bestyrelsen finder, at årets resultater overordnet set er meget tilfredsstillende.

Afdeling Globale Aktier steg 17,1 pct., og afdeling Globale Aktier Etik-ak steg 18,4 pct., hvilket bestyrelsen anser for pænt tilfredsstillende, da verdensindekset i 2015 steg 9,0 pct. Merafkastet kan tilskrives gode aktievalg samt beslutningen om at fastholde en høj vægt i amerikanske aktier og helt at undgå investeringer i energi- og råvare-

## Generelt positive afkast i 2015

2015 blev et pænt år på aktiemarkedene, dog præget af divergerende tendenser. Nogle områder er i vækst, såsom forbrug-, service- og IT-sektoren, pga. lave renter og lav inflation, men en stor del af den klassiske industri er i recession pga. overkapacitet. Det danske aktiemarked er igen et af verdens bedste med afkast omkring 30 pct. drevet af en god indtjeningsudvikling. Modsætningsfyldte markeder giver gode muligheder for den fokuserede aktive investor, og 2015 blev et godt år for investorerne i Carnegie WorldWide, hvor fem ud af seks afdelinger skabte markante merafkast i forhold til markedet

selskaber. Bestyrelsen noterer med tilfredshed, at de to globale afdelinger ligger i toppen blandt konkurrerende globale aktieafdelinger.

Afdeling Globale Aktier Stabil steg 14,1 pct., hvilket var marginalt lavere end benchmark, som steg 14,7 pct. 2015 har været afdelingens første hele kalenderår efter ændringen af investeringsstrategien fra europæiske aktier til globale stabile aktier. Afkastet i 2015 var positivt påvirket af gode investeringer inden for konsumentvarer, forbrugsgoder og industri, hvorimod aktievalget blandt finans- og sundhedsaktier trak ned. Bestyrelsen anser resultatet som tilfredsstillende.

Afdeling Danske Aktier skabte et afkast på 33,2 pct., hvilket var bedre end benchmark, som steg 30,8 pct. Selskabernes regnskaber var generelt overraskende gode og indfrie overordnet set investorenes forventninger til fulde. Afkastet var dog præget af store forskelle mellem de enkelte investeringer. Bestyrelsen anser resultatet som meget tilfredsstillende.

Afdeling Asien skabte et afkast på 4,8 pct., hvilket var bedre end benchmark, som steg 1,4 pct. Året bar præg af store fluktuationer og usikkerhed. Store bekymringer om vækstudsigterne i Asien og specielt i Kina prægede de asiatiske markeder. På trods af dette opnåede afdelingen et tilfredsstillende relativt resultat gennem en række veldefinerede temainvesteringer samt en række enkeltaktier med unikke vækstmuligheder.

2015 har været afdeling Emerging Markets første hele kalenderår efter ændringen af investeringsstrategien fra østeuropæiske aktier til emerging markets-aktier. Afdelingen gav i 2015 et negativt afkast på 0,5 pct., mens benchmark faldt 5,0 pct. Det lykkedes afdelingen at begrænse investeringstab ved at undervægte energisektoren samt have en lav eksponering mod lande, som er negativt påvirket af de fallende råvarepriser og oplever udfordrende politiske miljøer som f.eks. Brasilien. Bestyrelsen anser afdelingens absolutte afkast som skuffende, mens det relative afkast er tilfredsstillende.

Afdelingernes faktiske afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen på side 14. Beretningen for de enkelte afdelinger kan du læse under de enkelte afdelingsafsnit på siderne 32-79 i årsrapporten.

### Nye regler for udbytte slår nu igennem

Årets udbytte i de enkelte afdelinger – dog med undtagelse af afdeling Globale Aktier Etik-ak – følger reglerne fastsat i ligningsloven § 16C, som beskriver, hvor meget de enkelte afdelinger som minimum skal udlodde. Vi følger disse minimumsregler, da dette skattemæssigt er mest optimalt. Fra skatteåret 2013 er reglerne blevet justeret, sådan at historiske tab på aktier kan modregnes i alle indtægter. Med hensyn til fremførbare skattemæssige underskud er det nu kun afdeling Emerging Markets, som har et historisk tab, der kan modregnes i fremtidige gevinster.

Udlodningsreglerne tilsiger, at afdelingerne skal udlodde alle indtægter og realiserede gevinster fratrukket afdelingernes omkostninger.

Det betyder, at i takt med, at de historiske tab er modregnet, vil udbyttet i de enkelte afdelinger stige og på sigt må udbytteprocenten i snit ventes at blive på niveau med afdelingernes afkastudvikling. Dette er baggrunden for de høje foreslåede udbytteprocenter i flere af afdelingerne. Generelt betyder de aktuelle udlodningsregler, at investorerne i de udloddende afdelinger hovedsageligt får værditilvæksten i form af udlodning og således i mindre grad via kursgevinster.

Værditilvæksten for de afdelinger, der ikke udlodder, vil således alene reflekteres i udviklingen i afdelingernes indre værdi.

Det fremførbare kurstab for afdeling Emerging Markets fremgår af note 7 i afdelingsregnskabet.

### Femårsoplysninger

På side 28 og 29 i årsrapporten fremgår de sidste fem års nøgletal for blandt andet afdelingernes afkast, formueudvikling, udbytter og omkostninger.

### Vidensressourcer

Foreningens vidensressourcer er af afgørende betydning for de opnåede resultater samt de fremtidige afkast i foreningen. Som beskrevet i afsnittet ”Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere” har foreningen indgået administrations- og rådgivningsaftaler med Carnegie Asset Administration A/S og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Disse formueforvaltere besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Denne unikke kultur har skabt stor stabilitet i de investeringsteams, som rådgiver foreningen, og denne stabilitet er et vigtigt fundament for gode langsigtede investeringsresultater.

Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har i alt 10 porteføljeforvaltere, som rådgiver foreningen. Derudover har Carnegie Asset Administration A/S én administrerende direktør, som har det overordnede ansvar for investeringerne. Carnegie Asset Management-gruppen er en af de få uafhængige kapitalforvaltningsvirksomheder i Norden. Medarbejderne er medejere af gruppen sammen med den svenske investeringsfond Altor. Denne ejerstruktur styrker arbejdsrammerne for medarbejderne og er med til at sikre den høje motivation, som historisk har kendetegnet det stabile team af medarbejdere.

### Samfundsansvar

For en investeringsvirksomhed er det vigtigt, at de virksomheder, vi investerer i, ganske enkelt opfører sig ordentligt. Virksomhedernes etik og samfundsmæssige opførsel har altid været en komponent i vores vurdering af investeringsmuligheder. Vores målsætning er at opnå en stabil, langsigtet formueudvikling til foreningens investorer, og lidt firkantet kan man jo sige, at en bæredygtig og ansvarlig samfundsoekonomi er en forudsætning for at opnå langsigtet positiv værditil-

vækst fra aktieinvesteringer. Vi kalder vores politik på dette område ”investeringspolitik i et samfundsmæssigt perspektiv” – fordi det er en integreret del af vores investeringsproces. Denne politik er tilgængelig på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk). Den store udfordring med sådanne politikker er, hvordan de omsættes til praksis. Mange virksomheder kan være anklaget i enkeltsager, men ofte er det kun den ene part eller den ene side af historien, som præger billedet i medierne. Når vi vurderer en virksomhed i relation til samfundsansvar, er vores grundlæggende princip en helhedsbetragtning. Vi foretager ikke en endelig afgørelse ud fra enkeltsager. Vi kan vælge at gå i dialog med selskabet og andre interessenter for derigennem at belyse virksomhedens rolle i den pågældende sag. En anden udfordring er, at der er store samfundsmæssige og kulturelle forskelle på, hvad der er acceptabelt, når vi sammenligner standarderne i de mere modne økonomier med standarderne i udviklingsøkonomierne. I praksis har vi indarbejdet foreningens investeringspolitik i fondsinstruksen til administrator og foreningens investeringsrådgiver. En gang om året vurderer et uafhængigt analyseselskab de selskaber, som foreningen har investeret i, i forhold til selskabernes samfundsmæssige adfærd. Bestyrelsen diskuterer og evaluerer herefter resultaterne af denne analyse med foreningens administrator og investeringsrådgiver. Det ligger os på sinde at administrere denne politik om samfundsansvar på en måde, så samfundsansvar og rammerne for at skabe de bedste investeringsresultater går op i en højere enhed. I forhold til udnyttelse af stemmerettigheder overvåger vi alle relevante begivenheder blandt foreningens porteføljeselskaber med henblik på at udøve vores stemmeret, hvis vi finder det fordelagtigt. I praksis er det meget svært at måle de faktiske resultater af foreningens arbejde med samfundsansvar. Reelt har effekten nok været moderat. Hvis vi vurderer, at et selskab ikke lever op til vores investeringspolitik, investerer vi ikke i selskabet. Hvis der sker en ændring i vores vurdering af en investering, vil vi sælge den pågældende aktie fra porteføljen.

Bestyrelsen ser et stigende fokus på og interesse blandt udvalgte investorer for etiske kriterier i forhold til aktieinvesteringer. Bestyrelsen besluttede i 2011 derfor at lancere afdeling Globale Aktier Etik-ak. Dette er en pendant til afdeling Globale Aktier, hvor vi specifikt udelukker sektorer som tobak og alkohol og foretager en egentlig etisk screening af selskaberne i samarbejde med et eksternt analysefirma. Dermed udelukker vi investering i de selskaber, som ikke opfylder en række bestemte samfundsansvarlige kriterier.

Foreningens investeringsrådgiver, Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, har forpligtet sig til FN's Principper for ansvarlige investeringer, hvilket bevirker, at rådgiveren har forpligtet sig til at tilskynde selskaberne til at udvise en samfundsansvarlig adfærd.

### Måltal for det underrepræsenterede køn

Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen. Bestyrelsen har en målsætning om, at der som minimum skal være én kvinde i bestyrelsen. Dette vil sige, at fordelingen er mellem 1/5 eller 1/3 afhængigt af antallet af medlemmer i bestyrelsen. Bestyrelsen består i dag af fem medlemmer, hvoraf én er en kvinde. Måltallet er dermed opnået.

### Usikkerhed ved indregning og måling

Ved opgørelse af afdelingernes værdi og årets resultater kan følgende områder fremhæves som kilder til usikkerhed:

#### Officielle børskurser

Værdiansættelsen af børsnoterede værdipapirer opgøres ud fra lukkekursen ultimo året eller, hvis en sådan ikke foreligger, anden officiel lukkekurs. Normalt er disse kurser entydige, men i visse lande er værdipapirer noteret på flere børser, hvilket kan give anledning til forskellige lukkekurser. Forskellene mellem disse lukkekurser vil dog normalt være minimale.

#### Værdiansættelsen af unoterede værdipapirer

Værdiansættelsen i afdelinger, som har investeringer i unoterede værdipapirer, vil være behæftet med usikkerhed, da værdiansættelsen af unoterede værdipapirer ikke har samme sikkerhed som likvide værdipapirer, der er noteret på en markedsplads. Ingen af afdelingerne har investeringer i unoterede værdipapirer.

Afdeling Asien og afdeling Emerging Markets har dog investeret i det kinesiske selskab Sound Global, som siden marts 2015 og frem til ultimo 2015 har været suspenderet for handel på børsen i Hong Kong som følge af usikkerhed om selskabets fremlæggelse af årsrapporten for 2014. Givet denne selskabsspecifikke usikkerhed samt et generelt markedsfald for de kinesiske aktier i løbet af 2015 har vi tre gange nedskrevet værdien af investeringen i forhold til den senest handlede kurs på aktien. Ultimo 2015 har vi samlet set nedskrevet værdien af aktien med ca. 55 pct. I begge afdelinger udgør værdien af investeringen i Sound Global mindre end 1 pct.

I slutningen af januar 2016 er selskabet blevet genoptaget til handel på børsen i Hong Kong, og åbningskursen understøtter den aktuelle værdiansættelse pr. ultimo 2015.

#### Tilgodehavende udbytteskat

Afdeling Globale Aktier, afdeling Globale Aktier Stabil, afdeling Globale Aktier Etik-ak og afdeling Emerging Markets har pr. balancen dagen tilgodehavender fra refunderbar udbytteskat i lande, hvor Danmark har indgået dobbeltbeskatningsaftaler. Disse aktiver er medtaget på balancen og vurderes at kunne hjem søges med høj sandsynlighed.

I henhold til praksis fra domme afsagt under EU-lovgivningen har afdeling Globale Aktier, afdeling Globale Aktier Etik-ak og afdeling Globale Aktier Stabil et muligt tilgodehavende på hhv. kr. 5,0 mio., kr. 191.000 og kr. 237.000 fra udbytterskatter tilbageholdt i Spanien, Frankrig og Finland. Foreningen har igangsat en undersøgelse af mulighederne for at tilbagesøge disse mulige tilgodehavender, men da udfaldet af denne proces vurderes som usikker, er disse mulige aktiver ikke medtaget på balancerne for disse tre afdelinger.





# Risiko og risikostyring

Som investor i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide får du en løbende pleje af din opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal du som investor selv tage højde for – er valget af afdelinger. Som investor skal du være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis du som investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

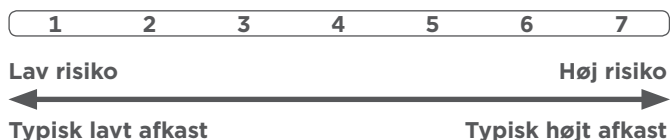
Risikoen ved at investere via investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

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

## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden du beslutter dig for at investere, er det vigtigt at du får fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra dine behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at du er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Du bør fastlægge din investeringsprofil i samråd med en rådgiver. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko du ønsker at løbe med dine investeringer, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker du en meget stabil udvikling i dine investeringer, bør du som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren - se nedenfor). Hvis du investerer med en kort tidshorizont, er aktieafdelinger, for de fleste investorer, sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investorinformation. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker dog ikke en risikofri investering.



En afdelings placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant, og placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt ind-

trufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

## Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne og valuta-risikoen. Disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer indenfor. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller samt lovgivningens krav om risikospredning.

## Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning er baseret på vores forvalters forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. virksomhedernes indtjening, selskabsspecifikke risikofaktorer, konjunkturernes, renteutviklingen og politiske forhold. Ud fra disse forventninger udvælger vi porteføljernes investeringer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Det er foreningens generelle holdning, at risiko er vanskelig at kvantificere. Vi styrer derfor ikke investeringerne ud fra kvantitative risikomål og begrænsninger så som tracking error. Tracking error er et matematisk mål for, hvor tæt afdelingernes afkast følger markedsudviklingen. Vi investerer i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at investere i et mindre antal aktier, som følges tæt.

Generelt anbefaler vi brede afdelinger, det vil sige afdelinger uden snævre geografiske afgrænsninger eller sektormæssige afgrænsninger. I disse afdelinger har vi størst mulig fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Flexibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver bedre mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Målsætningen for afdelinger i Carnegie WorldWide er at opnå et langsigtet afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. En langsigtet horisont er typisk tre år eller mere. Vi forsøger altså at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Vi har normalt som målsætning, at afdelingernes risikoniveau over længere perioder skal ligge på niveau med den risiko som benchmark har. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan en afdeling i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, der ligger lavere eller højere end niveauet for benchmark.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for alle afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at holde afdelingens resultater op imod. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger.

## Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Vi stræber efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt.

Bestyrelsen for foreningen gør jævnligt status på afkastene, og strategien på de enkelte afdelinger diskuteres med direktionen og investeringsrådgiveren på de ordinære bestyrelsesmøder.

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved den generalforsamlingsvalgte revisor. Her er der fokus på risici og kontroller. På IT-området lægger vi stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål, inden for fastsatte tidsfrister, at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henviser vi til de gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## Generelle risikofaktorer

### Enkeltlande eller snævre områder

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

### Eksposering mod udlandet

Investering i mere modne udenlandske aktiemarkeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande. Investering i udenlandske aktiemarkeder indebærer risiko for en kraftig reaktion på grund af selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

### Valuta

Investeringer i udenlandske aktier giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdeling Danske Aktier, som primært investerer i danske aktier, har ingen direkte valutarisiko. De øvrige afdelinger har generelt en høj direkte valutarisiko. Valutarisiko ved udenlandske aktieinvesteringer er dog mere kompliceret end den umiddelbare direkte risiko, da det enkelte selskab kan have valutariske eksposeringer og valutasikringer, som modregner den umiddelbare valutarisiko, man som aktieinvestor har. Vi foretager bl.a. af denne grund kun sjældent valutakurssikringer af foreningens udenlandske aktieinvesteringer.

## Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. For eksempel kan forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold påvirke selskabernes indtjening. Vores afdelinger har generelt fokuserede porteføljer med typisk 25-30 investeringer i hver afdeling. Afdeling Globale Aktier Stabil, afdeling Asien og afdeling Emerging Markets er dog undtagelser, hvor vi kan investere i op til hhv. 60, 70 og 120 selskaber. En afdelings værdi kan derfor variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. De enkelte selskaber kan gå konkurs, så investeringen i dem bliver tabt.

## Emerging Markets

Begrebet "Emerging Markets" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ekskl. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta, eller de kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende. Særligt afdeling Emerging Markets og afdeling Asien investerer i emerging markets.

## Særligt for afdeling Globale Aktier Stabil

Risikomæssigt er det afdelingens målsætning, at investeringerne samlet set målt over en længere periode har en mere stabil udvikling end det globale aktiemarked. For at sikre fastholdelse af denne risikoprofil udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelse eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelse. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljainvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksposering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksposeret til disse faktorer.

# Aktiemarkedene i 2015 og forventninger til 2016

2015 blev et pænt år på aktiemarkedene, dog præget af divergerende tendenser. Nogle områder er i vækst, såsom forbrug-, service- og IT-sektoren, hvor forbrugeren nyder godt af de lave renter og den lave inflation. Omvendt er en stor del af den klassiske industri i recession pga. overkapacitet. Vi så kraftigt faldende energi- og råvarepriser og pres på mange af emerging markets-landene. Vi oplevede moderat vækst, og vi fik den første rentestigning i USA, hvilket kunne tilskrives en robust amerikansk økonomi. De lave renter og den faldende oliepris var positivt for forbruget generelt.

Det danske aktiemarked blev igen et af verdens bedste med afkast omkring 30 pct. drevet af en overraskende god udvikling i de danske virksomheders indtjening, mens emerging markets generelt oplevede kursfald. Verdensindekset steg 9,0 pct. målt i danske kroner, men dette var godt hjulpet af en dollarkurstigning på ca. 10 pct. Det amerikanske aktieindeks S&P 500 steg 10,8 pct. i danske kroner, mens de europæiske aktier målt ved MSCI Europe steg 8,5 pct. i danske kroner.

## Vækst og recession samtidigt

Mange kommentatorer taler om én verdensøkonomi og ét globalt aktiemarked, der bevæger sig i én retning. Denne simplificering giver mest mening i kriseperioder, hvor det historisk kan konstateres, at aktier i sådanne perioder bevæger sig mere synkront. Men vi befinder os nu i et miljø, hvor verdens enkeltaktier i mindre grad marcherer i takt. Denne tendens kan illustreres ved, at Novo Nordisk i 2015 steg mere end 50 pct., mens A.P. Møller - Mærsk faldt ca. 20 pct. Parallelt med verdensøkonomien anno 2016, hvor der kan være vækst og recession i forskellige dele af verdensøkonomien – på samme tid.

BRIC-landene er en fællesbetegnelse for de fire store emerging markets-lande Brasilien, Rusland, Indien og Kina. Brasilien og Rusland er i dag i kraftig tilbagegang grundet de svage olie- og råvarepriser. Kina skifter ned i gear, mens Indien er på vej frem. BRIC er dog blot en unuanceret simplifikation i en verden af vækst og recession, gevinster og tab – på samme tid. Det var verden i 2015, og det bliver med al sandsynlighed det miljø, vi kommer til at bevæge os i den kommende tid, fordi:

1) I 2016 vil den globale økonomiske stormagt USA forhøje renten, mens Kina, Japan og Europa vil føre en ekspansiv pengepolitik. Dette vil skabe divergens – særligt på valutamarkedene.

2) I 2016 vil den klassiske produktionsindustri fortsat kæmpe med overkapacitet og faldende priser. Samtidig klarer den vigtige service-sektor sig heldigvis godt verden over. Den klassiske produktionsindustri udgør kun 12-15 pct. i USA og Europa, mens servicesektoren i Kina netop har vokset sig større end produktionsindustrien. Servicesektoren vil fortsætte sin vækst og skabe investeringsmuligheder.

3) I 2016 vil olie- og råvaresektoren igen være under pres. Prisen på jernmalm er på det laveste niveau i reale termer i mere end 100 år. Og markant overkapacitet i en lang række råvarer skaber vanskelige vilkår. Solcelleindustrien og de førende internetselskaber er til gen-

**” Det er ikke ligegyldigt, hvor man placerer sine penge. Investering i indeks er en unuanceret strategi i en nuanceret verden. Investering i et aktieindeks kan være en investering i gårsdagens vindere. En refleksion af det, der tidligere fungerede.**

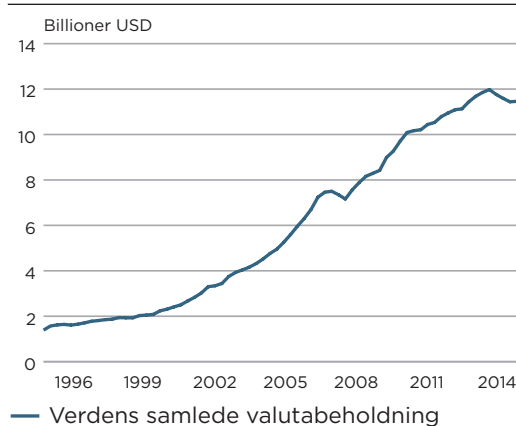
gæld i kraftig vækst. Dette viser, at visse væsentlige sektorer er i dyb recession, mens andre buldrer afsted.

Det er derfor ikke ligegyldigt, hvor man placerer sine penge. Investering i indeks er en unuanceret strategi i en nuanceret verden. Investering i et aktieindeks kan være en investering i gårsdagens vindere. En refleksion af det, der tidligere fungerede.

## Den industrielle recession anno 2016

Det tog USA 300 år at udvikle et banksystem med samlede aktiver på USD 15 billioner. Til sammenligning er Kinas samlede gæld siden 2007 steget med mere end USD 20 billioner og udgør i dag mere end 280 pct. af landets BNP, ifølge McKinsey Global Institute. Den eksplosive stigning i gælden er drevet af behovet for vækst og en usædvanlig let adgang til likviditet. Høje gælds niveauer vidner om let adgang til kapital. Det fremgår f.eks. ved at se på størrelsen af de globale dollarreserver, som steg kraftigt i kølvandet på den ekstremt lempelige amerikanske pengepolitik. Rigelig likviditet og eksport af kapital drev og driver et låneboom særligt i emerging markets med forøgelse af produktionskapacitet inden for stort set alle sektorer samt et generelt investeringsboom i Kina. Sund fornuft tilsiger, at når der er mange midler, der skal investeres, vil der typisk også ske forkerte investeringer og overekspansion.

Udvikling i verdens valutareserver



Kilde: Macrobond, IMF

I opbygningsfasen, hvor de globale valutaeserver vokser drevet af lave renter i den udviklede del af verden med USA i spidsen, flytter pengene ud i områder med højere renter. Der skabes dermed en overflod af penge ved, at dollar og euro flyder til emerging markets, hvor centralbanken og banker veksler til lokale valutaer. Dette skaber vækst, men også højere risiko for misallokering af kapital og opbygning af en overkapacitet af produktion af fysiske goder. Vi er nu et godt stykke inde i den tungere del af processen, hvor mekanismen kører den anden vej, dvs. først reduktion og fjernelse af kvalitative lempelser over de sidste par år og nu let stigende renter, som strammer likviditeten, og gør det vanskeligere for de fleste lande i emerging markets. Kobles dette med, at særligt de stærke vestlige forbrugere i stigende grad skifter fra at efterspørge fysiske produkter til at efterspørge digitale produkter og services, forklarer det den særlige situation, som verden står over for i 2016.

Når forbrugeren foretrækker et weekendophold på et hotel i Rom, frem for et møbel eller et nyt tv, ændrer det behovet for transport af goder markant. Når kalender, lommeregner, ur, bøger og kort er blevet til apps på mobiltelefonen, ændres behovet for fysisk produktion og transport. Udviklingen bevæger sig fra fysiske produkter til digitale produkter.

## Jernloven

En af historiens få jernlove er, at mennesket gør alt hvad, der er i dets magt for at gøre livet lettere. Denne iboende stræben driver vækst i og frembringelse af produkter og services, som vi tror, vil gøre livet lettere. Der er mange fordele ved det for tiden ultimative produkt, som har udviklet sig til at være en næsten integreret del af det moderne menneske, nemlig en smartphone. Men har produktet også skabt komplikationer, som så skal løses med nye produkter og services, der vil gøre livet lettere. Det, som den velhavende del af befolkningen har eller søger i dag, higes der også efter i næste generation af forbrugere. Væksten ligger derfor i digitale produkter og generelle services, som formodentligt gør livet lettere.

I Carnegie WorldWide har vi en tro på, at man som hovedregel skal undervægte selskaber, der beskæftiger sig med fysiske produkter og kigge mere i retning af digitale produkter og services for at finde vækst.

## Forventninger om lavere afkast i 2016

Med hensyn til udsigterne for aktiemarkedet er usikkerheden højere end tidligere efter snart syv år med kursstigninger drevet af en meget lempelig pengepolitik globalt, og vi har set en ganske negativ start på året med kursfald på over 10 pct. i løbet af januar og februar. Baggrunden for denne turbulens er usikkerhed om den økonomiske udvikling i Kina, et stort fald i olieprisen, som skaber usikkerhed om vækstudsigterne for den globale økonomi generelt samt stigende renter på markedet for kreditobligationer, som skaber usikkerhed om tab i banksektoren.

En recession i USA er i vores øjne den vigtigste faktor at holde øje med. Der er nogle indikatorer, der peger i retning af en generel recession i USA, men der er flere tegn på det modsatte. Der er ingen tegn på inflationsfare, og vi tror, at Fed fastholder en lempelig pengepolitik og kun hæver renterne, hvis økonomien er i god vækst. Boligmarkedet er langt fra det aktivitetsniveau, som tidligere har været forløber for en lavkonjunktur, og hvis bankerne ikke bliver tilbageholdende med at låne penge ud, er sandsynligheden for recession inden for de næste par år i vores optik lav.

Usikkerheden på aktiemarkedet vil formentlig fortsætte gennem første halvår 2016 som følge af disse usikkerhedsfaktorer og Feds begyndende normalisering af nulrentepolitikken. Vi venter dog, at de globale aktiemarkeder stabiliseres, særligt da afkastet fra rentebærende instrumenter er så beskedent.

Vi ser et todelt marked, hvor en stor del af den klassiske industri er i recession pga. overkapacitet, mens forbruger-, service- og IT-sektoren har det bedre. Forbrugeren nyder godt af de lave renter og den lave inflation.

**” Usikkerheden på aktiemarkedet vil formentlig fortsætte gennem første halvår 2016 som følge af disse usikkerhedsfaktorer og Feds begyndende normalisering af nulrentepolitikken. Vi venter dog, at de globale aktiemarkeder stabiliseres, særligt da afkastet fra rentebærende instrumenter er så beskedent.**

Det er derfor vores opfattelse, at 2016 bliver et turbulent aktieår, men årsresultatet kan blive moderat positivt på måske 5 pct. Med den aktuelle prisfastsættelse er det dog svært at se markederne stige mere end indtjeningsvæksten. Dette er således et marked, hvor den selektive investor ligesom i 2015 kan gøre en stor forskel.

## Danske aktier

Vi forventer, at de danske aktier vil kunne stige moderat i 2016 og give et afkast på mellem 5-10 pct. Selskabernes indtjening vil forbedres igen i 2016, men prisfastsættelsen er høj på mange selskaber, hvorfor der ikke er plads til fejltagelser i selskabernes eksekvering af strategien. Forudsat at det økonomiske opsving tager til i styrke, vil de cykliske selskabers indtjening forbedres, men en stigende amerikansk rente vil omvendt kunne presse prisfastsættelsen af de defensive aktier.

## Asien og emerging markets

Divergens er nøgleordet i emerging markets. Enkelte lande rammes hårdt af de faldende råvarepriser, mens denne udvikling er en stor hjælp for de råvareimportende lande. Samtidig er der enkelte lande,

der oplever politiske og økonomiske udfordringer, mens der i andre lande er politisk vilje og evne til at implementere strukturelle reformer. Dette sker særligt i Kina, Indonesien samt Indien og understøtter vores positive syn på disse lande. Dog kan man ikke forvente, at implementeringen af reformer sker i en lige og hurtig proces.

De fleste faktorer peger på, at Asien bør kunne levere et afkast, der er på linje med eller højere end verdensindekset. Men i lyset af kriser i udvalgte asiatiske lande og usikkerheden om den generelle udvikling af den globale økonomi vil de positive fundamentale faktorer ikke nødvendigvis slå igennem.

Vi mener dog fortsat, at prisfestsættelsen i Asien i stor grad tager højde for usikkerhederne, og at Asiens strukturelle vækstmuligheder fortsat er attraktive – herunder regionens positive demografi, professionalismen i de asiatiske virksomheder, ændring i forbrugsmønstre osv. Også de relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at den kapital- og infrastrukturudbygning, som er påbegyndt, vil fortsætte. Derudover vil udviklingen af et moderne Asien sandsynligvis strække sig over flere årtier, hvis geopolitiske stridigheder, naturkatastrofer og alvorlige sygdomspestemier kan undgås.

### Udvikling i indeks i DKK

		2015	2014	2013
<b>Indeks inkl. geninvesteret nettoudbytte</b>				
MSCI All Country World Index	USD	9,0%	18,4%	17,5%
MSCI Min. Volatility World Index	USD	14,7%	26,1%	11,8%
MSCI Europe	USD	8,5%	6,6%	19,8%
Danmark: OMX Copenhagen Cap.	DKK	30,8%	17,2%	38,3%
MSCI Fjernøsten ex. Japan	USD	1,0%	17,3%	-0,7%
MSCI Asia All Country ex. Japan	USD	1,4%	19,1%	-1,4%
MSCI Emerging markets	USD	-5,0%	11,2%	-6,8%
<b>Indeks ekskl. udbytte</b>				
<b>Nordamerika</b>				
USA: Dow Jones	USD	9,1%	22,2%	21,0%
USA: S&P 500	USD	10,8%	26,6%	24,0%
USA: Nasdaq	USD	18,0%	28,9%	32,3%
<b>Fjernøsten</b>				
Japan: Nikkei	JPY	21,4%	6,7%	23,3%
Japan: Topix	JPY	22,3%	7,7%	19,2%
Hong Kong: Hang Seng	HKD	3,7%	15,1%	-1,6%
Singapore: Strait Times	SGD	-10,7%	15,1%	-7,4%
Thailand: SET	THB	-12,3%	30,9%	-16,9%
<b>Nord- og Centraleuropa</b>				
England: FTSE 100	GBP	0,3%	4,1%	11,6%
Frankrig: CAC40	EUR	8,8%	-0,7%	18,0%
Tyskland: DAX	EUR	9,8%	2,5%	25,5%
Schweitz: Zürich SBV	CHF	13,8%	15,0%	22,7%
<b>Sydeuropa</b>				
Spanien: Madrid	EUR	-7,2%	2,8%	22,7%
Italien: Milano	EUR	17,5%	-0,5%	19,3%
Grækenland: Athen	EUR	-23,4%	-29,1%	28,1%
<b>Skandinavien</b>				
Sverige: Affärsvarden	SEK	10,7%	4,5%	19,6%
Norge: Oslo	NOK	-1,0%	-5,4%	7,8%
Finland: HEX	EUR	11,0%	5,5%	26,5%



# Ledespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015.

Årsregnskaberne er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015.

Siderne med ledelsesberetningerne indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingerne kan påvirkes af.

Ledelsesberetningerne dækker siderne 4-5, 14-22, 32-36, 40-44, 48-52, 56-60, 64-68, 72-76 samt 80-82 i årsrapporten.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 15. marts 2016

Som investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S



Tim Kristiansen  
Direktør

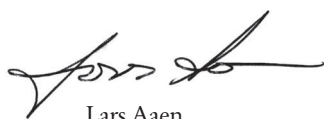
I bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:



Karsten Kielland  
Formand



Jens Høiberg



Lars Aaen



Jens Ole Jensen



Camilla Harder Hartvig



# Den uafhængige revisors erklæringer

## Til investorerne i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:

### Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2015, der omfatter anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter, der fremgår af siderne 26-27, 37-39, 45-47, 53-55, 61-63, 69-71 og 77-79. Årsregnskaberne aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaberne, 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 årsregnskaber uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

### Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskaberne 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 årsregnskaberne er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, uanset om

denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for investeringsforeningens udarbejdelse af årsregnskaberne, 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 investeringsforeningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, og om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige, samt en vurdering af den samlede præsentation af årsregnskaberne.

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 årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### Udtalelse om ledelsesberetningerne

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst den fælles ledelsesberetning på side 4-5 og 14-22 samt ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger på side 32-36, 40-44, 48-52, 56-60, 64-68, 72-76 og 80-82. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne.

København, den 15. marts 2016

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 77 12 31

  
Søren Kviesgaard  
Statsautoriseret revisor

  
Henrik Hornbæk  
Statsautoriseret revisor

# Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til 2014. Af væsentligste regnskabsprincipper kan nævnes:

## Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen består af indregnede indtægter og omkostninger, som er periodiseret. I resultatopgørelsen indregnes alle indtægter i takt med, at de indtjenes, og alle omkostninger i takt med, at de afholdes. Alle værdireguleringer, afskrivninger, nedskrivninger og tilbageførsler af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen, indregnes i resultatopgørelsen.

## Renter og udbytter

Renter omfatter realiserede og periodiserede renter af kontantindeståender. Udbytter omfatter årets bruttoudbytter.

## Kursgevinster og tab

I resultatopgørelsen indregnes realiserede og urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

Realiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdi ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem kursværdien på balancedagen og kursværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Handelsomkostninger er ikke indregnet i salgs- og anskaffelsværdier. Ændringer i markedsværdien af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af værdien af aktiver, indgår i resultatopgørelsen under "afledte finansielle instrumenter".

## Handelsomkostninger

Omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter indgår under denne post og omfatter alle direkte handelsomkostninger.

## Administrationsomkostninger

Hver afdeling afholder sine egne omkostninger. Foreningen har overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til Carnegie Asset Administration A/S henholdsvis Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen i de enkelte afdelinger for dette arbejde. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskab. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ OMX Copenhagen, betaling til market maker samt andre mindre poster.

Ved fællesomkostninger forstås de omkostninger, som ikke kan henføres til de enkelte afdelinger, herunder bl.a. honorar til bestyrelse, revision, betaling til market maker og generalforsamling. Fællesomkostninger ved foreningens virksomhed i et regnskabsår deles mellem

afdelingerne i henhold til den nuværende formulering i vedtægterne under hensyntagen til både afdelingernes investerings- og administrationsmæssige ressourceforbrug i løbet af året og til deres formue. Såfremt en afdeling ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer den en forholdsmæssig andel af fællesomkostningerne.

## Skat

Her indgår udenlandske udbytteskatter, som ikke kan refunderes.

## Udbytte

Alle foreningens afdelinger, bortset fra afdeling Globale Aktier – Akkumulerende og afdeling Globale Aktier Etik-ak, er udloddende. For disse afdelinger betales udbytte, der opfylder kravene til minimumsindkomst i ligningslovens §16 C. Der betales derfor ikke skat i afdelingerne, idet skattepligten påhviler modtageren af udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter (tilgodehavende udbytteskat indgår først, når betalingen modtages)
- realiserede nettokursgevinster på valutakonti
- realiserede nettokursgevinster på aktier
- erhvervede skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- fradrag for administrationsomkostninger.

Udbytteprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udbytte i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. I overensstemmelse med ligningslovens §16 C nedrundes den beregnede udbytteprocent til nærmeste 0,1 procent. I forbindelse med emissioner og indløsninger i regnskabsåret beregnes en udlokningsregulering, der sikrer, at udbytteprocenten ikke påvirkes af ændringer i de cirkulerende investeringsforeningsandele. Udlokningsreguleringen indgår ligeledes i beløbet til rådighed for udbytte.

Beløbet "Til rådighed for udbytte" er opgjort i henhold til ligningslovens §16 C. I noterne vises opgørelsen heraf. Beløbet til rådighed for udbytte er ikke identisk med årets nettoresultat, idet det er forskellige opgørelsesmetoder.

Afdeling Globale Aktier Etik-ak betragtes skattemæssigt som akkumulerende. I følge prospektet for afdelingen skal denne afdelings andelsklasse "Udloddende" dog minimum udlodde 75% af årets resultat målt på udviklingen i den indre værdi. Klassen vil ikke udlodde, hvis resultatet er negativt.

## Balancen

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og investorernes formue, der udgør forskellen mellem disse aktiver og andre forpligtelser. Ved passiver forstås summen af investorernes formue og andre indregnede forpligtelser. Et aktiv er indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt. En forpligtelse er indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå

afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Ved indregning og måling af aktiver og forpligtelser er der taget hensyn til oplysninger, der er fremkommet efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

### Valuta

Afdelingernes funktionelle valuta er danske kroner. Regnskaberne præsenteres ligeledes i danske kroner. Transaktioner, der er gennemført i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta, omregnes til den funktionelle valuta efter valutakursen på transaktionsdagen. Monetære poster i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta omregnes til den funktionelle valuta efter 16.00 GMT kursen for valutaen på balancedagen. Valutakursforskelle opstået ved afhændelse eller afvikling af forpligtelser eller omregning efter ovenstående indregnes i resultatopgørelsen.

### Likvide midler

Likvide midler udgøres af afdelingernes kontante indeståender hos depotselskabet eller andre kreditinstitutter.

### Kapitalandele

Kapitalandele indregnes i balancen, når afdelingerne underlægges det finansielle instruments kontraktmæssige bestemmelser. Kapitalandele, der er solgt eller på anden måde overdraget til anden part, ophører med at være indregnet i balancen. Ved køb og salg af kapitalandele på sædvanlige markedsbetingelser indregner afdelingerne køb og salg i balancen på handelstidspunktet. Kapitalandele indregnes på tidspunktet for første indregning til dagsværdi og måles løbende til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes ud fra lukkekursen på balancedagen, eller, hvis en sådan ikke foreligger, en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil.

Dagsværdien af unoterede kapitalandele samt børsnoterede aktier, hvis officielle børskurs må antages ikke at afspejle instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, måles ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger.

### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til markedsværdi. Positiv nettomarkedsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettomarkedsværdi under passiver.

### Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af tilgodehavende periodiserede renter, tilgodehavende aktieudbytter og aktuelle skatteaktiver, som er refunderbare udbytteskatter tilbageholdt i udlandet.

”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” består af tilgodehavender vedrørende uafviklede handler med finansielle instrumenter. Der foretages modregning mellem ”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” under ”Andre aktiver” og ”Anden gæld”, såfremt mel-

lemværendet er med samme modpart, og aktivet og passivet afregnes samme dag.

### Anden gæld

”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” består af gæld vedrørende uafviklede handler med finansielle instrumenter. Der foretages modregning mellem ”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” under ”Andre aktiver” og ”Anden gæld”, såfremt mellemværendet er med samme modpart, og aktivet og passivet afregnes samme dag.

### Investorerens formue

”Investorerens formue” er den formue, som tilhører investorerne. I noterne er årets ændringer i investorerens formue og cirkulerende andele specificeret.

”Udbyttet fra sidste år” er det beløb, som blev hensat til udbytte i årsregnskabet sidste år beregnet ud fra de cirkulerende andele pr. 31. december året før.

”Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning” består af forskellen mellem det faktiske udloddede beløb efter generalforsamlingen og udbyttet beregnet den 31. december året før.

”Emissioner”, ”Emissionstillæg”, ”Indløsninger” og ”Indløsningsfradrag” er de midler, afdelingen har fået via emissioner og udbetalt via indløsninger.

”Regulering af udbytte ved emissioner og indløsning” er en udlodningsmæssig regulering af udbytteopgørelsen i forbindelse med emissioner og indløsninger i overensstemmelse med ligningsloven §16 C.

”Overført til udbytte fra sidste år” er den del af udbyttet fra sidste år, som ikke blev udloddet til investorerne.

”Overført til udbytte næste år” er den del af årets udbytte, som overføres til næste år.

”Foreslået udbytte” er det samlede beløb, som foreslås udloddet til investorerne beregnet på de cirkulerende andele pr. 31. december.

”Overført fra resultatopgørelsen” er det beløb, som henlægges til formuen.

### Nøgletal

De angivne nøgletal er opgjort i overensstemmelse med retningslinier fra Finanstilsynet og InvesteringsFondsBranchen.

# Femårsoplysninger og nøgletal om risiko

## Carnegie WorldWide/Globale Aktier

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	698.940	821.602	424.345	577.254	-210.634
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	4.868.098	4.021.624	3.681.827	3.390.070	3.324.206
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	577.833	530.493	604.787	622.883	713.541
Indre værdi	842,48	758,09	608,78	544,26	465,87
Officiel kurs	854,30	760,00	602,50	543,92	461,80
Udbytte pr. andel	77,00	47,10	0,00	4,50	5,75
Årets afkast i procent	17,1	24,5	12,7	18,2	-3,7
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	9,0	18,4	17,5	14,8	-4,5
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til og med 31. december 2009 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.

## Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	70.437	79.430	37.608	6.267	-3.284
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	515.628	394.342	272.428	230.355	46.635
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	379.178	293.285	226.710	215.658	50.265
Indre værdi	135,99	134,46	120,17	106,81	92,78
Officiel kurs	137,90	135,50	120,90	109,00	91,65
Udbytte pr. andel (Frivillig)	18,50	24,00	14,00	2,90	0,00
Årets afkast i procent	18,4	26,4	15,4	15,1	-7,2
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	9,0	18,4	17,5	14,8	-5,0
Omkostningsprocent	1,8	1,9	1,9	2,0	1,7

Afdelingen blev introduceret den 7. marts 2011, og alle angivne nøgletal for 2011 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	10.465	7.240	4.930	9.562	-8.704
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	214.278	76.900	62.430	79.866	94.579
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	144.332	58.673	53.286	72.536	94.216
Indre værdi	148,46	131,06	117,16	110,10	100,38
Officiel kurs	150,90	133,30	117,80	109,50	99,00
Udbytte pr. andel	13,00	1,10	0,00	1,00	1,75
Årets afkast i procent	14,1	11,9	7,4	11,5	-6,9
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	14,7	16,2	19,8	17,7	-8,3
Omkostningsprocent	1,7	1,8	1,8	1,8	1,7

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Globale lavvolatitetsaktieindeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til og med 30. september 2014 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.

**Carnegie WorldWide/Danske Aktier**

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	304.871	119.755	187.779	118.799	-86.400
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	1.220.304	703.810	655.110	550.913	476.352
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	379.858	267.186	265.585	291.448	311.748
Indre værdi	321,25	263,42	246,67	189,03	152,80
Officiel kurs	322,50	265,20	246,40	190,65	154,00
Udbytte pr. andel	30,70	28,10	27,30	11,75	3,25
Årets afkast i procent	33,2	18,8	38,1	26,0	-19,3
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	30,8	17,2	38,3	23,8	-19,9
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er OMX Cph. Cap indeks inklusive udbytter i danske kroner.

**Carnegie WorldWide/Asien**

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	20.861	101.031	44.984	115.072	-106.112
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	554.556	473.177	757.861	482.162	383.239
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	344.329	282.360	584.860	402.202	416.558
Indre værdi	161,05	167,58	129,58	119,88	92,00
Officiel kurs	160,00	167,00	130,50	118,50	92,10
Udbytte pr. andel	10,40	17,70	0,00	0,00	1,00
Årets afkast i procent	4,8	29,3	8,1	31,5	-18,0
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	1,4	19,1	-1,4	20,9	-14,8
Omkostningsprocent <sup>3)</sup>	2,0	2,1	1,9	2,0	1,9

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country Asien indeks eksklusive Japan, inklusive udbytter i danske kroner.

3) Omkostningsprocenten er i 2014 påvirket med ca. 0,1% opad pga. ekstraordinære udgifter ifm. hjemmøgning af udbytteskatter i Taiwan (indtægter til afdelingen).

**Carnegie WorldWide/Emerging Markets**

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-707	-20.050	-25.237	67.470	-128.893
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	42.830	48.041	310.099	409.242	355.360
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	21.499	23.999	136.601	163.760	169.360
Indre værdi	199,22	200,18	227,01	249,90	209,82
Officiel kurs	197,00	198,40	224,00	247,04	205,80
Udbytte pr. andel	0,00	0,00	0,00	4,75	0,00
Årets afkast i procent	-0,5	-11,8	-7,4	19,1	-26,0
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	-5,0	-4,2	-3,7	19,0	-20,4
Omkostningsprocent	1,9	1,9	1,7	1,7	1,7

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Emerging Markets Indeks. Frem til 30. september 2014 benyttede afdelingen den markedsvægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmarket blev beregnet af Morgan Stanley og opgjort inklusive udbytter i danske kroner.

## Nøgletal om risiko - målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Benchmark <sup>1)</sup>	12,3	11,9	12,0	13,5
Carnegie WorldWide/Emerging Markets Benchmark <sup>2)</sup>	18,7	20,9	22,1	27,7
Carnegie WorldWide/Danske Aktier Benchmark <sup>3)</sup>	15,1	19,7	22,3	25,8
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil Benchmark <sup>4)</sup>	11,2	14,1	16,9	18,8
Carnegie WorldWide/Asien Benchmark <sup>5)</sup>	11,4	13,7	15,7	18,4
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak Benchmark <sup>6)</sup>	11,7	12,0	12,7	14,8
	10,9	12,2	13,8	15,1
	15,8	17,1	18,0	-
	14,2	15,0	16,3	-
	11,6	-	-	-
	11,2	-	-	-

Sharpe Ratio opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Benchmark <sup>1)</sup>	1,4	1,0	1,1	0,4
Carnegie WorldWide/Emerging Markets Benchmark <sup>2)</sup>	1,2	0,9	1,1	0,3
Carnegie WorldWide/Danske Aktier Benchmark <sup>3)</sup>	-0,4	-0,3	0,3	-0,2
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil Benchmark <sup>4)</sup>	-0,3	-0,2	0,3	-0,1
Carnegie WorldWide/Asien Benchmark <sup>5)</sup>	2,3	1,1	1,2	0,5
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak Benchmark <sup>6)</sup>	2,2	1,1	1,1	0,4
	0,9	0,6	0,8	0,2
	1,4	0,9	0,9	0,3
	0,8	0,5	0,9	-
	0,4	0,3	0,8	-
	1,6	-	-	-
	1,2	-	-	-

- 1) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til og med 31. december 2009 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.
- 2) Benchmark er MSCI Emerging Markets indeks. Frem til 30. september 2014 benyttede afdelingen den markeds værdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markeds vægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive udbytter i danske kroner.
- 3) Benchmark er OMX Cph. Capindekset inklusive udbytter i danske kroner. Før 1. januar 2004 var det KAX Total-indeks ekskl. udbytter.
- 4) Benchmark er MSCI Globale lavvolatilitets aktieindeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til 30. september 2014 benyttede afdelingen Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner.
- 5) Benchmark er MSCI All Country Asienindeks, eksklusivt Japan inklusive udbytter i danske kroner.
- 6) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Standardafvigelse og Sharpe Ratio er ikke beregnet for perioder under tre år, da det kræver en vis mængde data at beregne volatilitet og Sharpe Ratios. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra InvesteringsFondsBranchen.

Standardafvigelse, der også kaldes volatilitet, er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større standardafvigelse desto større udsving i det historiske afkast. Nøgletallet er beregnet med (n-1) frihedsgrader.

Afdeling Globale Aktier har målt over de seneste 10 år haft en standardafvigelse på 13,5 pct. p.a., hvilket betyder, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 13,5 pct.

Nøgletallet Sharpe Ratio er opfundet af den amerikanske nobelpristager William F. Sharpe i 1966. Sharpe Ratio måler en investerings afkast i forhold til dens risiko. Nøgletallet er beregnet med (n-1) frihedsgrader. Dermed kan nøgletallet Sharpe Ratio bruges til at sammenligne investeringer med forskellige risikoeksponeringer. Jo større Sharpe Ratio desto bedre.

**Nøgletal om grad af aktiv forvaltning – active share og tracking error**

Opgjort pr. 31.12.2015	Active share	Tracking error
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	92,1	4,6
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak	91,5	4,7
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	86,4	-
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	32,5	2,4
Carnegie WorldWide/Asien	76,4	5,2
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	85,8	-

Nøgletallene active share og tracking error er to udtryk for, hvor aktiv en afdelings investeringsstrategi er i forhold til afdelingens benchmark. Tracking error er ikke angivet for afdeling Globale Aktier Stabil samt afdeling Emerging Markets, da disse to afdelingers aktuelle strategi ikke har 3 års historik.

Active share er et udtryk for hvor stort sammenfald, der er mellem afdelingens investeringer og benchmark. Nøgletallet kan være mellem 0 og 100. Hvis active share er højt, er det udtryk for en aktiv forvaltning, altså at der er et lille sammenfald med investeringerne i benchmark. Generelt vurderer vi, at en afdeling med active share over 60 følger en meget aktiv strategi.

Tracking error er matematisk standardafvigelsen på det relative afkast mellem en afdeling og benchmark. I denne opgørelse er det udregnet annualiseret på baggrund af udviklingen de seneste tre år. Tracking error er et udtryk for, hvordan afdelingens afkast ventes at variere fra benchmark. En afdeling, der eksempelvis har en tracking error på 3, vil med ca. to tredjedele sandsynlighed præstere et afkast, som er +/- 3 pct. målt i forhold til afkastet på benchmark. En aktiv investeringsstrategi vil ofte have en tracking error over 3-4.

Konklusionen på de aktuelle nøgletal er, at afdelingerne med undtagelse af afdeling Danske Aktier følger en meget aktiv investeringsstrategi. Det snævre investeringsunivers på det danske aktiemarked sammenholdt med placeringsreglerne i lov om investeringsforeninger m.v. gør det svært for afdeling Danske Aktier at føre en mere aktiv strategi end den aktuelle.

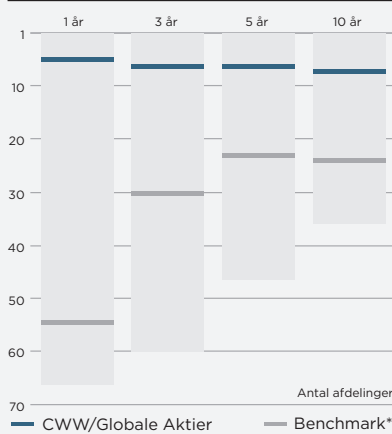


# Carnegie WorldWide/ Globale Aktier

## Afkastudvikling (start indeks 100)



## Placering i IFB's afkaststatistik



Søjlen viser IFB-kategoriens (Inv.FondsBranchen) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder hver dag målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudsige fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 30. juni 1990. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010157965. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 28 i denne årsrapport.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingens markant bedre afkast end markedet siden begyndelsen for 25 år siden er opnået samtidig med, at afdelingens absolutte risiko stort set har været på niveau med markedets. Afdelingens absolutte risiko, angivet ved den historiske standardafvigelse for levetiden, opgøres til 16,0 pct. p.a. beregnet pr. 31. december 2015. I samme periode kan standardafvigelsen på verdensindekset opgøres til 15,5 pct. p.a. Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til 8,6 pct. p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i merafkastet i forhold til markedets afkast. Dette hænger godt sammen med afdelingens investeringsfilosofi om at købe en portefølje af aktier, som foreningen har stærke forventninger til, frem for en aktieportefølje, der blot ligner et indeks. Risikostyringen kan således betegnes som at have fokus på det absolutte frem for det relative ele-



ment. Konklusionen er ligeledes, at den risiko, der har været taget i afdelingen, historisk set er blevet belønnet godt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, der ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkedsrisiko. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18.

Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Efter regnskabsårets afslutning har vi i løbet af januar og februar 2016 fået en negativ start på året med kursfald på aktiemarkedene på ca. 10 pct. Som beskrevet under afsnittet om forventninger til 2016 på side 20 ser vi fortsat muligheder for et moderat positivt afkast for hele året. Ud over markedsturbulensen er der ikke indtruffet andre betydningsfulde hændelser.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

## Udviklingen i 2015

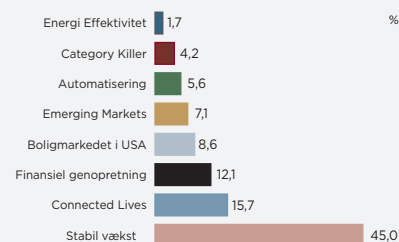
Investorerne i afdeling Globale Aktier kan se tilbage på et godt aktieår. Vores forventningerne var moderat positive ved indgangen til 2015, og vores forventninger kom stort set til at holde stik. Vi oplevede moderat vækst, og vi så den første rentestigning i USA, hvilket kunne tilskrives en robust amerikansk økonomi. De lave renter og den faldende oliepris var positivt for forbrugeren generelt. Vi forventede, at det generelle aktiemarked ville give et afkast på 5-8 pct., hvilket næsten kom til at holde stik, for det globale aktieindeks (MSCI AC World) steg 9,0 pct., i øvrigt godt hjulpet af valutagevinster fra en stigende dollar.

Afdelingens investeringer gav et merafkast på 8,1 pct., således at afdelingens investorerne opnåede et afkast på 17,1 pct. Merafkastet kan tilskrives beslutningen om at fastholde en høj vægt i amerikanske aktier og helt at undgå investeringer i energi- og råvareselskaber. Det største positive bidrag kom fra én række af afdelingens enkeltinvesteringer, som VISA, Alphabet (Google), Home Depot, HDFC og Novo Nordisk. Der var enkelte aktier, heriblandt Sensata Technologies, Vivendi og Union Pacific, som ikke levede op til vores forventninger.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 77,00 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Temaoversigt pr. 31.12.2015



### Investeringerne i 2015

Afdelingens portefølje består af 25-35 unikke selskaber. Porteføljen kan opdeles i et fundament af stabile vækstaktier suppleret af aktier eksponeret mod forskellige væksttemaer.

I løbet af 2015 blev der i alt solgt otte aktier og købt syv. Salgene sker oftest, når vi finder noget bedre, eller når vi mener, at aktierne har udspillet deres potentiale. Det var tilfældet for både Microsoft og Disney, som har været særdeles gode aktier for afdelingen. De øvrige: ABB, Praxair, Komatsu, Union Pacific, ASOS og BMW ser alle stigende konkurrence og vigende efterspørgsel inden for hver af deres respektive brancher og blev derfor afhændet. Det har skabt plads til en række spændende vækstelskaber: Ecolab (der leverer energi og vandbesparende løsninger), Sensata Technologies (markedsledende inden for sensorer og ventiler), McKesson (stærk position inden for medicindistribution), Vivendi (ejer af 35 pct. af alle musikrettigheder), Amadeus IT (førende leverandør af IT-løsninger til rejse- og luftfartsindustrien), Reynolds (interessant vækstprofil i det amerikanske tobaksmarked) og AIA (førende udbyder af bl.a. sundhedsforsikringer i Asien).

### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2015 og forventninger til 2016” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. Den største risiko knytter sig til én mulig recession i verdens førende økonomi, USA. En risiko som, vi dog vurderer, er lav i 2016. Den kraftige opbremsning i den kinesiske økonomi og den markante nedgang i råvarepriserne er ligeledes en risikofaktor, som kan lede til stigende konkurser i selskaber og lande, som er afhængige heraf. Dette kan påføre banksektoren et betydeligt tab og smitte af på den globale vækst. Endelig kan 2016 byde på faldende indtjening i virksomhederne globalt, hvilket kan medføre faldende aktiekurser i takt med, at indtjeningsforventninger og prisfastsættelsen nedjusteres.

## Afdelingens portefølje ved indgangen til 2016

Porteføljens fundament består af store og stabile vækstselskaber, som på nuværende tidspunkt udgør knap halvdelen af porteføljen. Selskaberne har stærke markedspositioner samt balancer og vokser generelt hurtigere end den globale økonomi. Vi tror, at disse selskaber vil generere gode langsigtede afkast og bidrage til en relativ lav risiko i porteføljen.

Herudover er afdelingen investeret i en række selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst fra udvalgte temaer og trende. Det største tema er ”Connected Lives” (16 pct.), som primært består af amerikanske selskaber som Facebook og VISA, men også nytilkøbte Amadeus IT. ”Finansiell genopretning” og ”Boligmarkedet i USA” udgør tilsammen 21 pct. og danner sammen med aktierne i ”Connected Lives” krumtappen i den høje vægtning af amerikanske aktier i porteføljen (58 pct.). Afdelingen har kun én aktie i Emerging Markets, indiske HDFC, men den indirekte eksponering igennem vesterlandske selskabers salg er omkring 25 pct. med fokus på den asiatiske forbruger.

Afdelingen har fortsat ingen investeringer inden for energi, telekommunikation og offentlige værker som vi mener, er strukturelt udfordret. En oliepris på under 40 dollar er en alvorlig trussel for både energisektoren (og olieproducerende lande), og flere selskaber kan gå konkurs eller må helt droppe udbyttebetalinger.

## Aktieporteføljen pr. 31.12.2015

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>						0,0	6,2
<b>Råvarer</b>	Ecolab 4,1					4,1	4,5
<b>Industri og service</b>	Sensata 1,7			Fanuc 2,1		3,8	10,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Home Depot 5,1 L. Brands 4,2		Vivendi 2,3	Rakuten 1,6		13,2	13,0
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	CVS Health 3,6 Reynolds 3,0	BAT 3,8 Diageo 2,6	Nestlé 2,9			15,9	10,2
<b>Medicinal</b>	Gilead Sciences 3,7 McKesson 3,0		Novo Nordisk 4,2			10,9	12,5
<b>Finans</b>	AIG 3,2 Citigroup 2,9 TD Ameritrade 1,9 Wells Fargo 3,5	Prudential 3,4	UBS 4,1	AIA Group 3,1	HDFC 7,1	29,2	21,4
<b>Informations-teknologi</b>	Alliance Data 1,7 Alphabet 4,4 Facebook 3,8 Visa 7,7		Amadeus IT 1,8	Keyence 3,5		22,9	15,1
<b>Telekommunikation</b>						0,0	3,7
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	3,1
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	57,5	9,8	15,3	10,3	7,1	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	55,6	6,7	15,8	12,0	9,9	-	100,0

\* Benchmark er pr. 1.1.2010 ændret fra MSCI aktieverdensindeks til MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.

### **Forventninger til afkastet i 2016**

I 2016 vil det blive vanskeligere at finde aktier og obligationer, som kan generere et godt afkast her næsten syv år efter aktiemarkederne nåede bunden i 2009. Der findes stadig et stort vækstpotentiale i den stigende middelklassebefolkning i flere emerging markets-lande, særligt i Asien. Dette tema er drevet af et af menneskeheden få urinstinkter: en ufravigelig stræben efter at skabe sig et bedre og mere komfortabelt liv.

Vi ser generelt et todelt marked, hvor en stor del af den klassiske industri er i recession pga. overkapacitet, mens forbrugs-, service- og IT-sektoren har det bedre. Forbrugeren nyder godt af de lave renter og den lave inflation. Disse divergerende tendenser og divergerende pengepolitikker med stramninger i USA og fortsat lempelige politikker i resten af verden vil uundgåeligt skabe volatilitet på aktiemarkederne, hvilket vi allerede har set i starten af 2016. Det er vores opfattelse, at 2016 bliver et turbulent år, men årsresultatet, tror vi, bliver moderat positivt på omkring 5 pct. Med den aktuelle prisfastsættelse er det svært at se markederne stige mere end indtjeningsvæksten. Afkastene vil formentlig primært være båret af en stigende dollar.

Vores investeringer er rettet mod områderne med vækst. De divergerende markedstendenser giver en selektiv investor, gennem aktiv forvaltning i afdelingen Globale Aktier, en mulighed for at gøre en forskel og kunne skabe merafkast i forholdet til markedet, ligesom det var muligt i 2015.

## Resultatopgørelse

## Balance

## Globale Aktier

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteudgifter	-102	-13
2 Udbytter	77.563	64.343
I alt renter og udbytter	77.461	64.330
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	713.909	830.036
Valutakonti	-1.815	469
Handelsomkostninger	-9.446	-7.283
I alt kursgevinster og -tab	702.648	823.222
<b>I alt indtægter 780.109 887.552</b>		
4 Administrationsomkostninger	-74.120	-59.424
<b>Resultat før skat 705.989 828.128</b>		
5 Skat	-7.049	-6.526
<b>ÅRETS NETTORESULTAT 698.940 821.602</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	15.953	-13.271
Overført fra sidste år	274	-
I alt formuebevægelser	16.227	-13.271
<b>Til disposition 715.167 808.331</b>		
6 Til rådighed for udbytte	445.421	250.136
Foreslået udbytte (77,00 kr. pr. andel)	444.931	249.862
Overført til udbytte næste år	490	274
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN 269.746 558.195</b>		

## Globale Aktier

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	78.245	10.579
I alt likvide midler	78.245	10.579
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	199.358	124.176
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.588.618	3.886.780
I alt kapitalandele	4.787.976	4.010.956
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.630	2.364
Aktuelle skatteaktiver	4.925	4.302
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.500	-
I alt andre aktiver	9.055	6.666
<b>AKTIVER I ALT 4.875.276 4.028.201</b>		
<b>PASSIVER</b>		
8 Investorerne formue	4.868.098	4.021.624
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	7.178	6.577
I alt anden gæld	7.178	6.577
<b>PASSIVER I ALT 4.875.276 4.028.201</b>		

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-102	-13
I alt renteudgifter	-102	-13
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	2.385	3.798
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	75.178	60.545
I alt udbytter	77.563	64.343
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	67.224	53.550
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	646.685	777.423
Investeringsbeviser i andre danske investerings- og specialforeninger	-	-937
I alt kursgevinster og -tab	713.909	830.036
<b>Valutakonti</b>		
I alt valutakonti	-1.815	469
Bruttohandelsomkostninger	-12.004	-9.718
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.558	2.435
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-9.446	-7.283
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>702.648</b>	<b>823.222</b>
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	1.812	1.531
Fast administrationshonorar	14.086	11.173
Fast rådgivningshonorar	56.343	44.691
Øvrige omkostninger	144	63
I alt afdelingsdirekte omkostninger	72.385	57.458
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	645	589
Honorar til revisorer	181	174
Andre honorarer til revisorer	140	-
Øvrige omkostninger	769	1.203
I alt andel af fællesomkostninger	1.735	1.966
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>74.120</b>	<b>59.424</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	567	677
heraf andel til andet end revision	292	428

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdelingerne Globale Aktier og Asien i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonorar til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Fremførte tab på aktier ultimo 2014	-	-22.766
Overført til udbytte fra sidste år	274	-
Renter og udbytter	77.461	64.330
Ikke refunderbar udbytteskat	-7.049	-6.526
Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	-334	-941
Udbytteregulering, indkomst	15.953	-13.271
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	435.051	288.265
Valutakonti	-1.815	469
I alt indkomst	519.541	309.560

### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-74.120	-59.424
I alt administrationsomkostninger *)	-74.120	-59.424

I alt til rådighed for udbytte	445.421	250.136
--------------------------------	---------	---------

Heraf:		
Foreslået udbytte	444.931	249.862
Overført til udbytte næste år	490	274
	445.421	250.136

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 77,00 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Noter til balance

## Globale Aktier

	2015	2014
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 35 i årsrapporten.

	2015		2014	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Investorerne formue</b>				
Investorerne formue (primo)	530.493	4.021.624	604.787	3.681.827
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-249.862		-
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		-376		-
Emissioner i året	69.252	577.116	4.769	31.304
Indløsninger i året	-21.912	-180.462	-79.063	-514.287
Emissionstillæg		1.013		70
Indløsningsfradrag		105		1.108
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-15.953		13.271
Overført til udbytte fra sidste år		-274		-
Overført til udbytte næste år		490		274
Foreslået udbytte		444.931		249.862
Overført fra resultatopgørelsen		269.746		558.195
I alt Investorerne formue	577.833	4.868.098	530.493	4.021.624

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Globale Aktier

	2015	2014	2013	2012	2011
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	1.285.539	745.652	1.131.264	1.380.321	1.157.655
Kursværdi af salg af værdipapirer	1.219.296	1.226.475	1.255.990	1.881.824	2.080.373
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	2.504.835	1.972.127	2.387.254	3.262.145	3.238.028

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,18	0,19	0,25	0,37	0,28
--	------	------	------	------	------

ÅOP = 2,1%. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 28 og 30 (tabel med Sharpe Ratio).



# Carnegie WorldWide/ Globale Aktier Etik-ak

## Afkastudvikling (start indeks 100)



## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast via investeringer som, vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd. Ambitionen er at skabe et afkast, som er bedre end verdensindekset og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen vil investere i selskaber som, vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd. Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig andel af deres aktiviteter inden for produktion, distribution og salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Analysefirmaet GES Investment Services bistår foreningen i vurderingen af overvågningen af selskabernes samfundsansvarlige adfærd.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder hver dag målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudsige fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen kan opdeles i andelsklasser. Aktuelt er der kun oprettet én andelsklasse, som kaldes Udloddende. Ved omtale af "afdelingen" er dette således synonymt med andelsklassen Udloddende. I resultatopgørelsen og balancen er de angivne poster ligeledes alene relateret til denne ene andelsklasse.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen, og afdelingen udbetaler normalt et årligt udbytte. Privates frie midler beskattes dog efter lagerprincippet. Afdelingen blev introduceret 7. marts 2011. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0060287217.



## Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkedsrisiko. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18.

Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabs-specifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Efter regnskabsårets afslutning har vi i løbet af januar og februar 2016 fået en negativ start på året med kursfald på aktiemarkedene på ca. 10 pct. Som beskrevet under afsnittet om forventninger til 2016 på side 20 ser vi fortsat muligheder for et moderat positivt afkast for hele året. Ud over markedsturbulensen er der ikke indtruffet andre betydningsfulde hændelser.

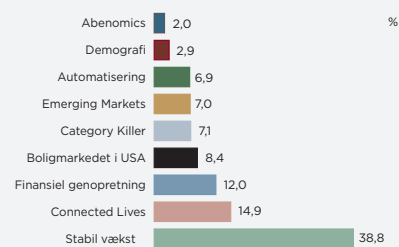
Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

## Udviklingen i 2015

Investorerne i afdeling Globale Aktier Etik-ak kan se tilbage på et godt aktieår. Vores forventningerne var moderat positive ved indgangen til 2015, og vores forventninger kom stort set til at holde stik. Vi oplevede moderat vækst, og vi så den første rentestigning i USA, hvilket kunne tilskrives en robust amerikansk økonomi. De lave renter og den faldende oliepris var positivt for forbruget generelt. Vi forventede, at det generelle aktiemarked ville give et afkast på 5-8 pct., hvilket næsten kom til at holde stik, for det globale aktieindeks (MSCI AC World) steg 9,0 pct. i øvrigt godt hjulpet af valutagevinster fra en stigende dollar.

Afdeling Globale Aktier Etik-ak gav i 2015 et afkast på 18,4 pct. sammenlignet med 9,0 pct. for verdensindekset. Det absolutte afkast oversteg vores forventninger og var positivt påvirket af, at afdelingen gav et afkast bedre end benchmark på mere end 9 procentpoint. Det gode afkast kan tilskrives flere forhold. For det første var det positivt, at afdelingen ikke havde investeringer i energisektoren, der med et negativt afkast på mere end 10 pct., var den dårligste sektor i 2015. For det andet bidrog særligt vores investeringer i amerikanske selskaber betragteligt til det positive merafkast. Årets bedste investeringer i USA var Visa, Google, Facebook, Nike og Home Depot. Den største enkelte positive bidragsyder til afkastet var afdelingens eneste Emerging Markets investering, indiske HDFC Bank. Jernbaneselskabet Union Pacific, medieselskabet Vi-vendi og det japanske internetselskab Rakuten var blandt de få investeringer, der ikke levede op til forventningerne i 2015 og bidrog negativt til årets afkast.

### Temaoversigt pr. 31.12.2015



Til forskel fra afdeling Globale Aktier investerer afdelingen ikke i selskaber inden for tobak og spiritus. Afdelingens såkaldte erstatningsinvesteringer for disse selskaber klarede sig ganske fornuftigt i årets løb. Det gælder f.eks. investeringen i Nike, der er verdens førende producent af sportsfodtøj. Medicinalselskabet Novartis og cykelkomponentproducenten Shimano bidrog også begge positivt til afkastet.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 18,50 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Dette opfylder betingelserne i afdelingens prospekt om at udlodde minimum 75 pct. af årets overskud målt på udviklingen i den indre værdi. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Investeringerne i 2015

Afdelingens overordnede sammensætning består af et fundament af stabile vækstaktier suppleret af aktier eksponeret mod forskellige temaer.

Der blev gennemført flere omlægninger i porteføljen i 2015. I starten af året solgte vi Microsoft og ABB og investerede i stedet i kemiselskabet Ecolab og McKesson, der er førende inden for distribution af medicin i USA. I løbet af året valgte vi også at investere i Vivendi, Amadeus IT, Shimano og AIA Group. Vivendi er et fransk medieselskab, der bl.a. ejer pladeselskabet Universal Music Group, som sidder på omkring 35 pct. af alle musikrettigheder på globalt plan. Amadeus IT er leverandør af IT-løsninger til den globale luftfartsindustri og nyder godt af væksten i den globale rejse- og turistindustri. Japanske Shimano er verdens førende producent af cykelkomponenter, mens AIA Group er førende udbyder af bl.a. sundhedsforsikringer i Asien. De nye investeringer blev finansieret ved at sælge afdelingens positioner i Praxair, BMW, ASOS, Walt Disney og Union Pacific.

### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2015 og forventninger til 2016” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. Den største risiko knytter sig til én mulig recession i verdens førende økonomi, USA. En risiko som, vi dog vurderer, er lav i 2016. Den kraftige opbremsning i den kinesiske økonomi og den markante nedgang i råvarepriserne er ligeledes en risikofaktor, som kan lede til stigende konkurser i selskaber og lande, som er afhængige heraf. Dette kan påføre banksektoren betydelige tab og smitte af på den globale vækst. Endelig kan 2016 byde på faldende indtjening i virksomhederne globalt, hvilket kan medføre faldende aktiekurser i takt med at indtjeningsforventninger og prisfastsættelsen nedjusteres.

## Afdelingens portefølje ved indgangen til 2016

Vi går ind i 2016 med en portefølje bestående af 29 investeringer. Porteføljens fundament består af store og stabile vækstselskaber, der udgør næsten 40 pct. Selskaberne har stærke markedspositioner og balancer samt vokser hurtigere end den globale vækst. Vi tror, at disse selskaber vil generere gode langsigtede afkast og bidrage til en relativ lav risiko i porteføljen.

Herudover er afdelingen investeret i en række selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst fra udvalgte temaer og trends. De største temaer er ”Connected Lives” (15 pct.), som bl.a. indeholder Alphabet og Facebook, ”Finansiell genopretning” (12 pct.) og ”Boligmarkedet i USA” (8 pct.). Afdelingens eneste investering i Emerging Markets er fortsat indiske HDFC Bank, men den indirekte eksponering gennem multinationale selskaber målt på salg er omkring 25 pct. med fokus på den asiatiske forbruger.

Afdelingen har fortsat ingen investeringer inden for energi, telekommunikation og offentlig forsyning, som vi mener, er strukturelt udfordret. En oliepris på under 40 dollar er en alvorlig trussel for både energisektoren (og olieproducerende lande), og flere selskaber kan gå konkurs eller må helt droppe udbyttebetalinger.

## Aktieporteføljen pr. 31.12.2015

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>						0,0	6,2
<b>Råvarer</b>	Ecolab 4,3					4,3	4,5
<b>Industri og service</b>				Fanuc 2,7		2,7	10,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Home Depot 5,0 L Brands 4,0 Nike 3,1		Vivendi 2,5	Rakuten 1,9 Shimano 2,0		18,5	13,0
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	CVS Health 3,7		Nestlé 2,9			6,6	10,2
<b>Medicinal</b>	Gilead Sciences 3,7 McKesson 3,1		Novartis 3,6 Novo Nordisk 3,9 Roche Holding 2,9			17,2	12,5
<b>Finans</b>	AIG 3,1 Citigroup 2,7 TD Ameritrade 2,0 Wells Fargo 3,4	Prudential 3,3	UBS 4,0	AIA Group 3,0	HDFC Bank 7,0	28,5	21,4
<b>Informations-teknologi</b>	Alliance Data 1,7 Alphabet 4,2 Facebook 2,7 Visa 7,4		Amadeus IT 1,9	Keyence 4,3		22,2	15,1
<b>Telekommunikation</b>						0,0	3,7
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	3,1
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	54,1	3,3	21,7	13,9	7,0	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	55,6	6,7	15,8	12,0	9,9	-	100,0

\* Benchmark er MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak's aktiebeholdning.

### **Forventninger til afkastet i 2016**

I 2016 vil det blive vanskeligere at finde aktier og obligationer, som kan generere et godt afkast her næsten syv år efter, at aktiemarkederne nåede bunden i 2009. Der findes stadig et stort vækstpotentiale i den stigende middelklassebefolkning i flere emerging markets-lande, særligt i Asien. Dette tema er drevet af et af menneskeheden få urinstinkter: en ufravigelig stræben efter at skabe sig et bedre og mere komfortabelt liv.

Vi ser generelt et todelt marked, hvor en stor del af den klassiske industri er i recession pga. overkapacitet, mens forbrugs-, service- og IT-sektoren har det bedre. Forbrugeren nyder godt af de lave renter og den lave inflation. Disse divergerende tendenser og divergerende pengepolitikker med stramninger i USA og fortsat lempelige politikker i resten af verden vil uundgåeligt skabe volatilitet på aktiemarkederne, hvilket vi allerede har set i starten af 2016. Det er vores opfattelse, at 2016 bliver et turbulent år, men årsresultatet, tror vi, bliver moderat positivt på omkring 5 pct. Med den aktuelle prisfastsættelse er det svært at se markederne stige mere end indtjeningsvæksten. Afkastene vil formentlig primært være båret af en stigende dollar.

Vores investeringer er rettet mod områderne med vækst. De divergerende markedstendenser giver en selektiv investor, gennem aktiv forvaltning i afdelingen Globale Aktier Etik-ak, en mulighed for at kunne gøre en forskel og skabe merafkast i forholdet til markedet, ligesom det var muligt i 2015.

## Resultatopgørelse

## Balance

## Globale Aktier Etik-ak

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteudgifter	-33	-4
2 Udbytter	7.767	5.506
I alt renter og udbytter	7.734	5.502
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	74.340	81.167
Valutakonti	-596	449
Handelsomkostninger	-783	-796
I alt kursgevinster og -tab	72.961	80.820
<b>I alt indtægter</b>	<b>80.695</b>	<b>86.322</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
	-9.309	-6.166
<b>Resultat før skat</b>	<b>71.386</b>	<b>80.156</b>
<b>5 Skat</b>		
	-949	-726
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>	<b>70.437</b>	<b>79.430</b>
<b>6 Foreslået udbytte (18,50 kr. pr. andel)-70.148</b>		
	-70.148	-70.388
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>289</b>	<b>9.042</b>

## Globale Aktier Etik-ak

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	4.843	5.572
I alt likvide midler	4.843	5.572
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	19.835	11.661
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	491.825	377.155
I alt kapitalandele	511.660	388.816
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	148	250
Aktuelle skatteaktiver	707	428
I alt andre aktiver	855	678
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>517.358</b>	<b>395.066</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>8 Investorernes formue</b>		
	515.628	394.342
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.730	724
I alt anden gæld	1.730	724
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>517.358</b>	<b>395.066</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier Etik-ak

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-33	-4
I alt renteudgifter	-33	-4
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	224	334
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.543	5.172
I alt udbytter	7.767	5.506
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	6.330	4.616
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	68.010	76.551
I alt kursgevinster og -tab	74.340	81.167
<b>Valutakonti</b>		
	-596	449
I alt valutakonti	-596	449
Bruttohandelsomkostninger	-1.317	-1.070
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	534	274
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-783	-796
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>72.961</b>	<b>80.820</b>
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	206	128
Fast administrationshonorar	1.514	996
Fast rådgivningshonorar	7.320	4.815
Øvrige omkostninger	87	27
I alt afdelingsdirekte omkostninger	9.127	5.966
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	69	52
Honorar til revisorer	20	15
Andre honorarer til revisorer	5	-
Øvrige omkostninger	88	133
I alt andel af fællesomkostninger	182	200
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>9.309</b>	<b>6.166</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		

Revisionshonorar	567	677
heraf andel til andet end revision	292	428

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdelingerne Globale Aktier og Asien i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,45% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Foreslået udbytte</b>		

Foreslået udbytte (18,50 kr. pr. andel)	70.148	70.388
---	--------	--------

Afdelingen består af én andelsklasse, som hedder Udloddende.

Andelsklassen er udbyttegivende og udbetaler et årligt udbytte svarende til mindst 75 % af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Det udloddede beløb må dog ikke overstige det regnskabsmæssige nettoresultat for et givent år opgjort ved regnskabsårets afslutning. Klassen vil ikke udlodde, hvis afkastet i regnskabsåret målt på indre værdi har været negativt.

Bestyrelsen foreslår, at andelsklassen udlodder 18,50 kr. pr. andel for regnskabsåret 2015.

# Noter til balance

## Globale Aktier Etik-ak

	2015	2014
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 43 i årsrapporten.

	2015		2014	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Investorenes formue</b>				
Investorenes formue (primø)	293.285	394.342	226.710	272.428
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-70.388		-31.739
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		-4.948		-3.289
Emissioner i året	124.293	177.398	77.575	90.698
Indløsninger i året	-38.400	-51.440	-11.000	-13.336
Emissionstillæg		168		124
Indløsningsfradrag		59		26
Foreslået udbytte		70.148		70.388
Overført fra resultatopgørelsen		289		9.042
I alt Investorenes formue	379.178	515.628	293.285	394.342

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Globale Aktier Etik-ak

	2015	2014	2013	2012 7/3-31/12	2011
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	184.516	128.004	123.375	206.242	58.850
Kursværdi af salg af værdipapirer	135.733	91.330	118.903	31.450	9.244
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	320.249	219.334	242.278	237.692	68.094

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,21	0,13	0,09	0,32	0,22
--	------	------	------	------	------

**ÅOP = 2,3%**. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 28 og 30 (tabel med Sharpe Ratio).



## Carnegie WorldWide/ Globale Aktier Stabil

### Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

### Afdelingens profil

Målsætningen er på langt sigt at skabe et højere afkast end MSCI's globale indeks for stabile aktier, og samtidig holde en risiko, der er lavere end på det globale aktiemarked. Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer, som forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle aktiemarked. Porteføljen består af 40-60 selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen investerer hovedsageligt i selskaber, der tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving. I udvælgelsesprocessen er der fokus på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling. Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget. Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 23. maj 2005. Pr. 30. september 2014 skiftede afdelingen investeringsunivers fra Europa til stabile aktier globalt. Benchmark er MSCI All Minimum Volatility inkl. geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010312529. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 28 i denne årsrapport.

### Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau som, målt på standardafvigelsen, forventes at ligge under niveauet på det generelle aktiemarkeds risiko. Udsvingene i den indre værdi set over en længere periode ventes således at ligge under niveauet for en normal bred aktieafdeling som eksempelvis afdeling Globale Aktier. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere perioder have et risikoniveau, som ligger højere end det generelle aktiemarkeds risiko. På risikoindikatoren er afdelingen aktuelt placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18.

For at sikre fastholdelse af risikoprofilen udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvi-



gelseser, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelseser. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljainvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksponering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Efter regnskabsårets afslutning har vi i løbet af januar og februar 2016 fået en negativ start på året med kursfald på aktiemarkedene på ca. 10 pct. Som beskrevet under afsnittet om forventninger til 2016 på side 20 ser vi fortsat muligheder for et moderat positivt afkast for hele året. Ud over markedsturbulensen er der ikke er indtruffet andre betydningsfulde hændelser.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående vidensekspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

## Udviklingen og investeringerne i 2015

Investorerne i afdeling Globale Aktier Stabil kan se tilbage på et godt aktieår. Vores forventningerne var moderat positive ved indgangen til 2015, og vores forventninger kom stort set til at holde stik. Vi oplevede moderat vækst, og vi så den første rentestigning i USA, hvilket kunne tilskrives en robust amerikansk økonomi. De lave renter og den faldende oliepris var positive for forbruget generelt. Vi forventede, et afkast på 5-8 pct. med mulighed for lidt mere fra en stigende dollarkurs. Det globale aktieindeks for lav volatilitetsaktier steg 14,7 pct., hvilket i øvrigt var i godt hjulpet af valutagevinster fra en stigende dollar.

Kursudviklingen i afdelingen har samlet set været på niveau med benchmark med et afkast til 14,1 pct. På sektorniveau var afkastet positivt påvirket af aktievalget inden for konsumentvarer, forbrugsgoder og industri. Derimod skuffede vores aktievalg blandt finans- og sundhedsaktier. I finanssektoren har vi investeret i store amerikanske banker, fordi stigende korte renter vil være positivt for indtjeningen i bankerne. På kort sigt har det dog ikke været en god beslutning, da renterne ikke er steget så meget, som vi ventede. Men vi vurderer fortsat, at det vil være med til at stabilisere porteføljen, når/hvis den amerikanske Centralbank gradvist hæver renterne.

Sektorvægtningen har givet et positivt bidrag inden for energi, men været mindre betydende i alle andre sektorer. Vi har kun i perioder været investeret i energisektoren, fordi indtjeningsudviklingen har været svag eller negativ. Vi har p.t. investeret i Enbridge, der ejer det største net af olie- og gasrørledninger i Nordamerika. Enbridges indtjening er uafhængig af olieprisen, da selskabet får en fast betaling for at transportere olie og gas i deres rørledninger. Selskabet er efter vores vurdering blevet uretmæssigt ramt af investorernes flugt fra energisektoren. Det viser også, at der findes selskaber med stabil indtjening i alle sektorer på trods af store udsving i olieprisen. På regionsniveau er overvægten og gode aktievalg i Nordamerika blevet neutraliseret af en overvægt og skuffende aktievalg i Europa samt undervægt i asiatiske valutaer. Eksempelvis er afdelingens største fejlinvestering det franske medicinalselskab Sanofi, der i foråret meddelte om pris-

pres inden for diabetes og ledelsesmæssige udfordringer. Vi solgte efterfølgende aktien med et tab til følge.

Aktien med det bedste afkast i 2015 blev den japanske sodavandsproducent Suntory Beverages, som vi solgte umiddelbart før sommerferien efter en god kursudvikling. Vi købte aktien tilbage i efteråret efter et stort kursfald, og efterfølgende steg den kraftigt. Samlet set er aktien steget over 75 pct. i den periode, vi ejede den. Den aktie, der bidrog mest til det relative afkast, var den amerikanske bedemandsforretning Service Corp., der steg ca. 35 pct. hen over året. Service Corp. er et godt eksempel på en virksomhed, som har en stærk markedsposition, der ikke ofte bliver udfordret. Selskabet vil over de kommende år opleve en væsentlig fremgang, fordi generationen efter 2. verdenskrig er meget stor, og de første er begyndt at runde 70 år. Det giver en naturlig efterspørgsel på før-begravelsesydelse i form af planlægning og forudbetaling af egen begravelse. Der kan ske forskydninger af tidspunktet for den endelige begravelse, men den demografiske udvikling giver selskabet gode vækstudsigter.

I 2015 har efterspørgslen på investeringer, der genererer et stabilt cash-flow, har været høj, og det har presset prisen på flere af disse aktiver i vejret. Eksempelvis er ejendomme, statsobligationer og flere kvalitetsaktier blevet ganske dyre. I afdelingen solgte vi eksempelvis den globale kaffekæde Starbucks, fordi prisen steg meget, uden at de langsigtede indtjeningsforventningerne steg tilsvarende. Det er efter vores vurdering et godt eksempel på, at kvalitetsaktier kan købes for dyrt. Vi tilpasser løbende porteføljen og forsøger at finde den rette kombination af en stabil forretningsmodel, der kan købes til en attraktiv pris.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 13,00 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2015 og forventninger til 2016” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

På globalt plan er der en række større risikofaktorer. De største af disse er den amerikanske centralbanks mulige renteforhøjelser, den økonomiske og valutariske udvikling i Kina, samt det forøgede gældsniveau både blandt virksomheder og stater.

Den amerikanske centralbank hævdede for første gang i mange år renten i 4. kvartal 2015, hvilket var første skridt i forsøget på at normalisere de korte renter. Det vil betyde lavere likviditet på de finansielle markeder, hvilket kan føre til højere volatilitet på de finansielle markeder. Samtidig er det også et tegn på, at den økonomiske udvikling for alvor er ved at komme sig over den globale finanskrisen. Nøglen til fremgang og stabilitet ligger på arbejdsmarkedet, som foreløbig er i bedring med en faldende arbejdsløshed, men hvor lønstigningerne fortsat er relativt beskedne.

Den kinesiske regering er ved at liberalisere de finansielle markeder i en situation, hvor væksten i landet er aftagende. Det har i andet halvår af 2015 givet en del usikkerhed om håndteringen af overgangen til en mere åben serviceøkonomi og resulteret i høj volatilitet på de finansielle markeder. Den kinesiske valuta er blevet svækket ift. dollaren efter i flere år at været bundet til dollaren. Dette, kombineret med en aftagende økonomisk vækst, har skabt forøget usikkerhed om såvel den økonomiske og finansielle udvikling i Kina.

Siden finanskrisen har både virksomheder og stater øget deres gældsætning væsentligt, og det vil altid ligge som en latent risiko, hvis/når likviditeten mindskes, og renterne stiger. Grækenland var i fokus i 2015, og der er foreløbig lavet en midlertidig løsning. Det er muligt, at Grækenland eller andre gældsplagede lande også i 2016 og årene fremover til tider vil dominere nyhederne og skabe usikkerhed på de finansielle markeder.

Historisk har faldende råvarepriser været et stort positivt bidrag til verdensøkonomien, hvilket burde give et væsentligt bidrag til verdensøkonomien i 2016. Men de kraftigt faldende råvarepriser kan resultere i en væsentlig stigning i konkurser og tab blandt råvareselskaber og banker. Det kan presse hele kreditmarkedet med stigende kreditspænd, og dermed kan kreditproblemerne i energisektoren sprede sig til andre områder.

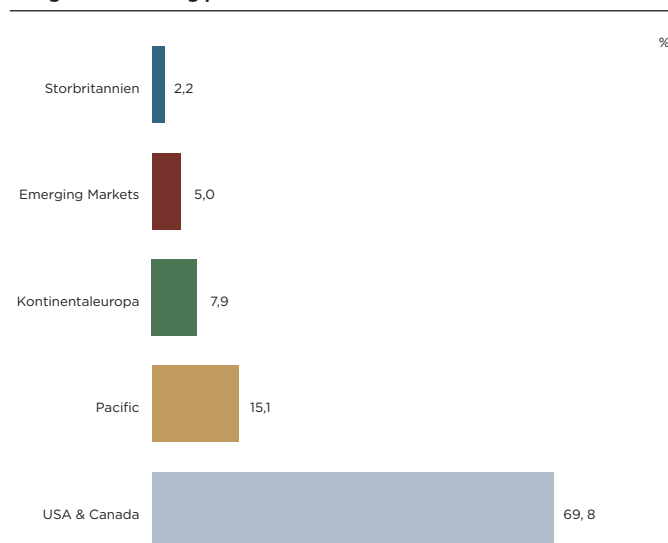
Der er også præsidentvalg i USA i 2016, hvilket kan sætte ekstra fokus på udvalgte områder. Der er allerede stor fokus på prisstigningerne i medicalsektoren, hvilket utvivlsomt bliver et emne for politikkerne.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2016

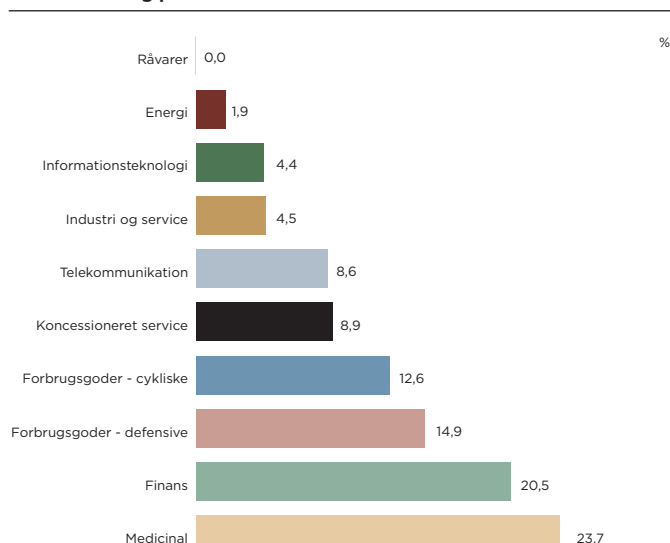
Afdelingen har investeret i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Selskaberne opererer såvel lokalt som globalt. Som eksempler herpå er vores investeringer i den amerikanske discountkæde Dollar General og det japanske jernbaneselskab West Japan Railway. En mere global aktør er det amerikanske betalingskortselskab Visa.

Ved indgangen til 2016 har vi store investeringer inden for sundhedspleje, mens industri, it og materialer kun udgør en mindre del af porteføljen. De største investeringer er i USA, hvorfor udviklingen i dollarkurs kan påvirke afdelingen væsentligt. I 2015 steg dollaren mere end 10 pct., hvilket positivt har påvirket de ca. 2/3 af porteføljen, der er noteret i dollar og valutaer, der følger dollaren. Den samlede risiko i porteføljen målt på forventede kursudsving ift. det globale aktiemarked (beta) er 0,91 – dvs. en risikoreduktion på 9 pct.

Geografisk fordeling pr. 31.12.15



Sektorfordeling pr. 31.12.15



Vi stræber efter at finde en bred vifte af forskelligartede selskaber, der samlet set udgør en stærk portefølje. Porteføljen har en overvægt i Nordamerika (63,5 pct.), mens medicinal og finans er de to største sektorvægte med hhv. 23,7 pct. og 20,5 pct.

### **Forventninger til afkastet i 2016**

Efter snart syv år med kursstigninger drevet af en meget lempelig global pengepolitik er usikkerheden højere end tidligere. Vi forventer moderate og afmålte rentestigninger i USA, og at både den europæiske og den japanske centralbank fortsat vil føre en meget lempelig pengepolitik. Specielt stigende korte renter i USA kan medføre højere volatilitet på de finansielle markeder.

Den europæiske økonomi er i bedring godt hjulpet af lave renter og råvarepriser samt en svagere valuta. Kina er i gang med en vanskelig, men nødvendig omlægning af økonomien fra en investeringsdrevet til en forbrugsøkonomi. Det vil give store omvæltninger, men det vil også åbne for nye muligheder.

Så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver lavt på 2-3 pct., forventer vi, at investorerne fortsat vil søge aktiemarkedet. Vi er fortsat positive over for udviklingen i den amerikanske økonomi, og det markante fald i olieprisen vil understøtte væksten i de olieimporterende lande. Det er svært at forestille sig, at aktiemarkedet kan blive prissat højere, hvorfor det bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet. Dette betyder, at afkast i 2016 forventes at blive ganske moderat. Den positive overraskelse for investorer uden for USA kan komme i form af et mindre ekstraafkast på en fortsat stigende dollar.

I et miljø med meget lave renter søger investorerne ofte mod andre alternativer såsom stabile vækstaktier, der tilbyder et højere direkte afkast end obligationsrenten. Dette kan give medvind til de stabile vækstaktier i 2016. Man skal nok også forberede sig på større kursudsving, end vi har set i de senere år – det er en konsekvens af den amerikanske rentestigninger, usikkerhed om udviklingen i Kina og høj gæld blandt visse virksomheder og lande.

# Resultatopgørelse

# Balance

## Globale Aktier Stabil

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteudgifter	-23	-1
2 Udbytter	3.254	1.735
I alt renter og udbytter	3.231	1.734
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	11.415	6.921
Valutakonti	107	-38
Handelsomkostninger	-968	-161
I alt kursgevinster og -tab	10.554	6.722
<b>I alt indtægter 13.785 8.456</b>		
4 Administrationsomkostninger	-2.857	-1.097
<b>Resultat før skat 10.928 7.359</b>		
5 Skat	-463	-119
<b>ÅRETS NETTORESULTAT 10.465 7.240</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	5.546	46
Overført fra sidste år	9	-
I alt formuebevægelser	5.555	46
<b>Til disposition 16.020 7.286</b>		
6 Til rådighed for udbytte	18.814	654
Foreslået udbytte (13,00 kr. pr andel)	18.763	645
Overført til udbytte næste år	51	9
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN -2.794 6.632</b>		

## Globale Aktier Stabil

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	6.804	2.935
I alt likvide midler	6.804	2.935
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.820	1.184
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	205.552	72.428
I alt kapitalandele	207.372	73.612
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter mm.	286	116
Aktuelle skatteaktiver	152	379
I alt andre aktiver	438	495
<b>AKTIVER I ALT 214.614 77.042</b>		
<b>PASSIVER</b>		
8 Investorernes formue	214.278	76.900
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	336	142
I alt anden gæld	336	142
<b>PASSIVER I ALT 214.614 77.042</b>		

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier Stabil

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-23	-1
I alt renteudgifter	-23	-1

<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	23	70
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.231	1.665
I alt udbytter	3.254	1.735

<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	639	1.261
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.776	5.660
I alt kursgevinster og -tab	11.415	6.921

<b>Valutakonti</b>	107	-38
I alt valutakonti	107	-38

Bruttohandelsomkostninger	-1.552	-333
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	584	172
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-968	-161

**I alt kursgevinster og -tab** **10.554** **6.722**

<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	210	125
Fast administrationshonorar	503	181
Fast rådgivningshonorar	2.011	723
Øvrige omkostninger	59	27
I alt afdelingsdirekte omkostninger	2.783	1.056

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	22	10
Honorar til revisorer	6	3
Andre honorarer til revisorer	13	-
Øvrige omkostninger	33	28
I alt andel af fællesomkostninger	74	41

**I alt administrationsomkostninger** **2.857** **1.097**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	567	677
heraf andel til andet end revision	292	428

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdelingerne Globale Aktier og Asien i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Fremførte tab på aktier ultimo 2014	-	-12.992
Overført til udbytte fra sidste år	9	-
Renter og udbytte	3.231	1.734
Ikke refunderbar udbytteskat	-463	-119
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	269	-35
Udbytteregulering, indkomst	5.546	46
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	12.972	13.155
Valutakonti	107	-38
I alt indkomst	21.671	1.751

<b>Administrationsomkostninger</b>	-2.857	-1.097
I alt administrationsomkostninger *)	-2.857	-1.097

I alt til rådighed for udbytte 18.814 654

Heraf:		
Foreslået udbytte	18.763	645
Overført til udbytte næste år	51	9
	18.814	654

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 13,00 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Noter til balance

## Globale Aktier Stabil

	2015	2014
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 51 i årsrapporten.

	2015		2014	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Investorerens formue</b>				
Investorerens formue (primo)	58.673	76.900	53.286	62.430
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-645		-
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		-315		-
Emissioner i året	91.059	135.389	16.337	20.371
Indløsninger i året	-5.400	-7.752	-10.950	-13.172
Emissionstillæg		227		16
Indløsningsfradrag		9		15
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-5.546		-46
Overført til udbytte fra sidste år		-9		-
Overført til udbytte næste år		51		9
Foreslået udbytte		18.763		645
Overført fra resultatopgørelsen		-2.794		6.632
I alt Investorerens formue	144.332	214.278	58.673	76.900

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Globale Aktier Stabil

	2015	2014	2013	2012	2011
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	227.192	76.951	32.969	38.619	37.459
Kursværdi af salg af værdipapirer	104.358	71.098	55.999	61.645	88.471
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	331.550	148.049	88.968	100.264	125.930

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,57	0,96	0,49	0,41	0,30
--	------	------	------	------	------

ÅOP = 2,6%. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 28 og 30 (tabel med Sharpe Ratio).



# Carnegie WorldWide/ Danske Aktier



## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på OMX Copenhagen Cap-indekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på det danske aktiemarked. Afdelingen investerer kun i danske aktier, der kan handles på NASDAQ OMX Copenhagen. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget.

De langsigtede globale trends, som kan overføres på danske forhold, udgør en hjørnesten i afdelingens investeringsfilosofi. Afdelingen tilstræber at investere i og beholde selskaber, som over en længere årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen adskiller sig samtidig fra de fleste andre investeringsforeningsafdelinger ved kun at eje mellem 20 og 30 aktier, som omhyggeligt er udvalgt efter en kvalitativ vurdering af hvert enkelt selskab: ”stock-picking”.

Den stigende volatilitet på de finansielle markeder, og de deraf større udsving i enkelte selskabs/sectorers vurdering, har nødvendiggjort en modificering af det langsigtede investeringskoncept i retning af en større forandringsevne/omsætningshastighed i porteføljen i forhold til tidligere for derigennem at kunne afbøde nogle af de store udsving i afkast og performance, som volatiliteten ellers måtte forventes at afstedkomme. Grundlæggende ændrer dette dog ikke ved det langsigtede investeringskoncept i afdelingen. De centrale grundholdninger i relation til investeringskonceptet er:

1. Det er af afgørende betydning at identificere langsigtede globale trends, som har væsentlige investeringsmæssige implikationer.
2. Det er vigtigt med en høj grad af kendskab til den enkelte aktie, der investeres i.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 23. december 1998. Benchmark er NASDAQ OMX Copenhagen Cap indeks inkl. geninvesterede bruttoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010249655. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 29 i denne årsrapport.





## Risikoprofil m.v.

Historisk har risikoen ved investering i danske aktier (målt ved standardafvigelsen på afkastene) kun været maginalt højere end ved investering på de globale aktiemarkeder. Afdelingen investerer typisk i 20-30 af de større danske selskaber, hvorved der sikres en god spredning, og den selskabsspecifikke risiko er via spredningen reduceret. Som ved enhver aktieinvestering kan det dog være forbundet med høj risiko at investere i afdelingen på kort sigt. På trods af spredning af investeringerne må man som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt.

Der kan være løbende udsving på aktiemarkedet på grund af den økonomiske udvikling og særlige begivenheder, som f.eks. politiske og lovgivningsmæssige ændringer i de lande, hvor virksomhederne er aktive. De følgende risici kan være af væsentlig betydning for afdelingen og kan give anledning til yderligere tab – eksempelvis devalueringer i de lande, hvor selskaber opererer, politiske indgreb og andre pludselige udsving. Herudover er der en likviditetsrisiko. Normalt investerer afdelingen hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslivviditeten negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med risikoen på det danske aktiemarked. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoen på det danske aktiemarked. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. Du skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Efter regnskabsårets afslutning har vi i løbet af januar og februar 2016 fået en negativ start på året med kursfald på aktiemarkederne på ca. 10 pct. Som beskrevet under afsnittet om forventninger til 2016 på side 20 ser vi fortsat muligheder for et moderat positivt afkast for hele året. Ud over markedsturbulensen er der ikke indtruffet andre betydningsfulde hændelser.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

## Udviklingen i 2015

Det danske aktiemarked udviklede sig positivt i 2015. Markedet steg i begyndelsen af året efterfulgt af en periode med højere volatilitet for at afslutte året med pæne stigninger. Uensartede økonomiske nøgletal var drivkraften for markedet, mens selskabernes regnskaber generelt var gode og indfrie overordnet set investorenes forventninger.

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 33,2 pct., hvilket var 2,4 procentpoint bedre end afkastet på afdelingens benchmark, som gav 30,8 pct. Afkastet var præget af store forskelle mellem de enkelte investeringer. Det absolutte afkast var betydeligt bedre end vores forventninger ved indgangen til 2015, hvilket bl.a. var drevet af en fortsat og overraskende god indtjeningsudvik-

ling i de danske selskaber. Den forventede pengepolitiske opbremsning i USA udeblev, mens en lempelig pengepolitik fortsatte for fuld styrke i Europa. Porteføljens absolutte afkast og merafkastet i forhold til benchmark var tilfredsstillende.

Porteføljens overordrede struktur med en overvægt af cykliske aktier gav et mindre negativt bidrag, da de defensive danske aktier generelt klarede sig bedre end de cykliske aktier. Til gengæld kunne vores aktive aktieudvælgelse inden for både defensive og cykliske aktier mere end kompensere for dette negative bidrag.

Generelt havde afdelingen en række gode aktievalg med SimCorp, Vestas, Genmab og Pandora som de største bidragsydere til afkastet. De negative bidrag kom primært fra selskaber, som A.P. Møller-Mærsk, FLSmidt og G4S.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 30,70 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Investeringerne i 2015

Der er kun sket mindre ændringer i porteføljens struktur i løbet af 2015.

Vi valgte i starten af året at købe 2 pct. i Genmab. Normalt investerer vi ikke i bioteknologiselskaber, men selskabet står med lanceringen af Darzalex mod knoglemarvskræft foran at kunne udvikle sig til et egentligt pharma-selskab med omsætning, indtjening og frit cashflow. Darzalex har vist så lovende testresultater, at vi tror, at produktet bliver et meget stort produkt på markedet og derved vil kunne transformere Genmab.

I tillæg valgte vi i årets første kvartal at øge vores eksponering i Coloplast efter, at selskabet havde skuffet et par gange, og kursen som følge deraf var faldet tilstrækkeligt tilbage. Aktien var nu endelig blevet mere fair prisfastsat.

### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på NASDAQ OMX Copenhagen, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på dette marked. Risikoen består af en generel markedsrisiko samt en aktierisiko på den enkelte virksomhed. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2015 og forventninger til 2016" samt "Risiko og risikostyring" kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Det danske aktiemarked er i en global sammenhæng et lille og relativt illikvidt aktiemarked. Derfor kan markedet i ekstreme situationer falde eller stige mere, end de underliggende fundamentale forhold rent faktisk berettiger til. Dette skyldes, at de udenlandske investorers kapitalbevægelser ud eller ind af aktiemarkedet er for store til, at de indenlandske aktører kan matche det inden for en kort periode.

Det danske aktiemarked er i stigende grad følsomt over for en skuffende indtjeningsudvikling i selskaberne, da visse dele af markedet efter flere år med pæne kursstigninger er prisfastsat i den høje ende. Stigende renter særligt i USA er ligeledes en risikofaktor, der kan ramme særligt de højt prisfaste defensive aktier. Udviklingen i de cykliske aktier vil være påvirket af udviklingen i verdensøkonomien.

Andre risici inkluderer en kraftig opbremsning i væksten i Kina og andre emerging markedslande og den påvirkning, det eventuelt kan have på indtjeningen i mange selskaber. Herudover

kan en fortsat svag vækstudvikling i Europa gøre det svært for de danske virksomheder. I 2014-15 har mange af de danske eksportselskaber nydt godt af den stigende dollar. Hvis dollaren eventuelt falder over for danske kroner, vil det kunne påvirke de danske eksportselskaber negativt.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2016

Porteføljen er overordnet bygget op omkring en række solide selskaber med god indtjening og en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der søger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling, tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabernes værdi i takt med, at selskaberne udvikler sig.

Porteføljen er overvægtet i de cykliske sektorer/aktier, da vi fortsat tror på en moderat økonomisk fremgang, som disse selskaber generelt vil få gavn af. Ligeledes er de cykliske aktier fortsat billigt prisfastsatte såvel absolut som relativt til de defensive aktier. Porteføljen er primært overvægtet i de industri-cykliske aktier, men også de finansielt-cykliske aktier (banker) er overvægtet i porteføljen. Indtjeningen i de cykliske aktier bør generelt kunne overraske positivt, når samfundsøkonomien vender tilbage til en mere normal situation. De defensive aktier er undervægtet, hvilket også er en funktion af, at mange af disse selskaber er højt prisfastsatte, og derfor ikke har det store kurspotentiale.

### Aktieporteføljen pr. 31.12.2015

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				0,0	0,4
<b>Råvarer</b>		Novozymes 2,6		2,6	8,3
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 3,9 DSV 4,8 FLSmidth 2,1 G4S 1,9 ISS 5,0 NKT 0,7 Rockwool Intl. 0,5 Vestas Wind Systems 9,6			28,5	25,8
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	IC Group 0,4 North Media 0,2 Pandora 10,1			10,7	6,6
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>		Chr. Hansen Holding 3,9 Matas 1,4		5,3	6,0
<b>Medicinal</b>		Coloplast 4,9 Genmab 3,6 GN Store Nord 2,8 Novo Nordisk 10,3 William Demant 3,1		24,7	29,5
<b>Finans</b>			Danske Bank 8,4 Jyske Bank 3,9 Nordea 3,3 Sydbank 3,6 Topdanmark 2,4 Tryg 3,2	24,8	20,4
<b>Informationsteknologi</b>	SimCorp 3,4			3,4	1,2
<b>Telekommunikation</b>				0,0	1,8
<b>Koncessioneret service</b>				0,0	0,0
<b>Andet</b>				0,0	0,0
<b>Total</b>	42,6	32,6	24,8	100,0	100,0

\* Benchmark er OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.

### **Forventninger til 2016**

Vi forventer, at de danske aktier vil kunne stige moderat i 2016 og give et afkast på mellem 5-10 pct. Den amerikanske økonomi er i bedring, mens det dog fortsat går langsomt med forbedringerne i Europa. Selskabernes indtjening vil forbedres igen i 2016, men prisfastsættelsen er høj på mange selskaber, hvorfor der ikke er plads til fejltagelser i selskabernes eksekvering af strategien.

Forudsat at det økonomiske opsving tager til i styrke, vil de cykliske selskabers indtjening forbedres, men vi forventer også, at den amerikanske rente vil stige i løbet af 2016, og det vil omvendt kunne presse prisfastsættelsen af de defensive aktier.

Vores målsætning er gennem aktiv aktieudvælgelse at kunne skabe et merafkast i porteføljen. Antallet af aktier med et meget stort kurspotentiale er dog begrænset, hvorfor vi forventer, at en større del af et muligt merafkast i forhold til benchmark vil komme fra selskaber, som gør det dårligere end markedet, og som derfor ikke er i porteføljen.

# Resultatopgørelse

# Balance

## Danske Aktier

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteudgifter	-255	-78
2 Udbytter	26.990	9.956
I alt renter og udbytter	26.735	9.878
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3 Kapitalandele	297.756	122.004
Handelsomkostninger	-1.587	-672
I alt kursgevinster og -tab	296.169	121.332
<b>I alt indtægter</b>	<b>322.904</b>	<b>131.210</b>
4 Administrationsomkostninger	-17.798	-11.336
<b>Resultat før skat</b>	<b>305.106</b>	<b>119.874</b>
5 Skat	-235	-119
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>	<b>304.871</b>	<b>119.755</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	2.886	-1.332
Overført fra sidste år	167	249
I alt formuebevægelser	3.053	-1.083
<b>Til disposition</b>	<b>307.924</b>	<b>118.672</b>
6 Til rådighed for udbytte	116.756	75.246
Foreslået udbytte (30,70 kr. pr. andel)	116.616	75.079
Overført til udbytte næste år	140	167
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>191.168</b>	<b>43.426</b>

## Danske Aktier

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	37.963	33.235
I alt likvide midler	37.963	33.235
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.107.248	625.687
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	72.968	45.679
I alt kapitalandele	1.180.216	671.366
<b>Andre aktiver</b>		
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.000	396
I alt andre aktiver	4.000	396
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>1.222.179</b>	<b>704.997</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Investoreernes formue	1.220.304	703.810
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.875	1.187
I alt anden gæld	1.875	1.187
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>1.222.179</b>	<b>704.997</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Aktier

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-255	-78
I alt renteudgifter	-255	-78

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	25.426	8.096
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.564	1.860
I alt udbytter	26.990	9.956

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	298.857	118.981
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-1.101	3.023
I alt kursgevinster og -tab	297.756	122.004

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Bruttohandelsomkostninger	-2.231	-865
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	644	193
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-1.587	-672

**I alt kursgevinster og -tab** **296.169** **121.332**

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	326	261
Fast administrationshonorar	3.407	2.134
Fast rådgivningshonorar	13.626	8.537
Øvrige omkostninger	49	26
I alt afdelingsdirekte omkostninger	17.408	10.958

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	156	112
Honorar til revisorer	44	33
Øvrige omkostninger	190	233
I alt andel af fællesomkostninger	390	378

**I alt administrationsomkostninger** **17.798** **11.336**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	567	677
heraf andel til andet end revision	292	428

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdelingerne Globale Aktier og Asien i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Overført til udbytte fra sidste år	167	249
Renter og udbytte	26.735	9.878
Ikke refunderbar udbytteskat	-235	-119
Kursgevinst aktier til udbytte	105.001	77.906
Administrationsomkostninger *)	-17.798	-11.336
Udbytteregulering	2.886	-1.332
I alt til rådighed for udbytte	116.756	75.246

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Heraf:		
Foreslået udbytte	116.616	75.079
Overført til udbytte næste år	140	167
	116.756	75.246

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 30,70 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Noter til balance

## Danske Aktier

	2015	2014
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens sektor- og vækstmæssige fordelinger findes på side 59 i årsrapporten.

	2015		2014	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Investorerens formue</b>				
Investorerens formue (primo)	267.186	703.810	265.585	655.110
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-75.079		-72.505
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		2.688		160
Emissioner i året	131.642	339.523	26.468	65.892
Indløsninger i året	-18.970	-55.621	-24.867	-64.749
Emissionstillæg		74		72
Indløsningsfradrag		38		75
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-2.886		1.332
Overført til udbytte fra sidste år		-167		-249
Overført til udbytte næste år		140		167
Foreslået udbytte		116.616		75.079
Overført fra resultatopgørelsen		191.168		43.426
I alt Investorerens formue	379.858	1.220.304	267.186	703.810

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Danske Aktier

	2015	2014	2013	2012	2011
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	497.380	91.747	106.175	147.635	291.717
Kursværdi af salg af værdipapirer	286.285	175.559	203.456	194.443	196.621
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	783.665	267.306	309.631	342.078	488.338

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,17	0,05	0,15	0,16	0,40
--	------	------	------	------	------

ÅOP = 1,9%. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 29 og 30 (tabel med Sharpe Ratio).



# Carnegie WorldWide/ Asien



## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet for asiatiske aktier, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på aktiemarkederne i Asien. Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier eller aktiebaserede værdipapirer i Asien eksklusivt Japan, eller aktier eller aktiebaserede værdipapirer, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til de asiatiske markeder. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget. Investeringspolitikken er fokuseret på at investere i en portefølje af langsigtede attraktive aktier.

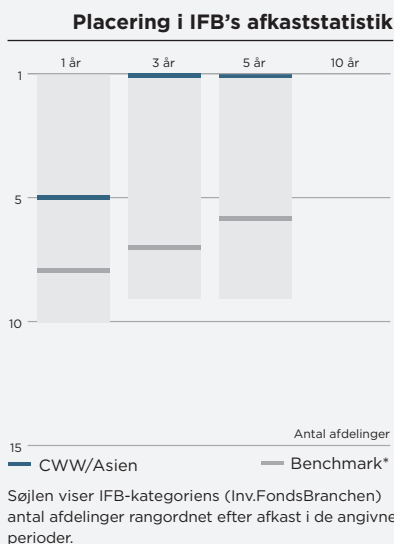
Afdelingen vil typisk investere i et begrænset antal selskaber på omkring 35-70, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. For bedre at kunne udnytte mulighederne i mindre selskaber, investerer vi ofte i flere forskellige aktier inden for samme investeringstema. De enkelte selskaber i afdelingen er udvalgt ud fra deres fundamentale eksponering til de underliggende strukturelle forhold, der driver væksten i Asien.

Afdelingen investerer bredt i Asien eksklusivt Japan og om nødvendigt i selskaber uden for Asien, hvor et væsentligt bidrag af indtjeningen er afledt af de asiatiske økonomier. Vi søger generelt efter investeringer på tværs – uden geografiske såvel som sektormæssige begrænsninger – og sammensætningen af porteføljen kan divergere markant fra benchmark. Udgangspunktet for søgeprocessen af selskaber er et mindre antal investeringstemaer, som udspringer af den strukturelle vækst i Asien, og som har et risikokorrigeret vækstpotentiale, som er væsentligt højere end den gennemsnitlige vækst i regionen. Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 7. december 2006. Benchmark er MSCI Asien eksklusivt Japan inklusive geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0060057644. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 29 i denne årsrapport.

## Risikoprofil m.v.

Generelt er de asiatiske aktiemarkeder kendetegnet ved særlige risici for de enkelte hovedregioner, som udvikler sig forskelligt. Inden for hovedregionerne kan der også ses indbyrdes forskelle,





og risikospredning er derfor vigtig. Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være præget af en svingende udvikling som følge af politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder og den økonomiske udvikling. I nogle lande kan der forekomme begrænsninger på valutahandlen. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen på kort sigt. På trods af spredning af investeringerne på flere lande må man som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. De følgende risici kan være af væsentlig betydning for afdelingen og kan give anledning til yderligere tab – eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og andre pludselige udsving. Herudover er der en likviditetsrisiko. Afdelingen investerer normalt hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslivligheden negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på markedsniveauet for de asiatiske aktiemarkeder. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for de asiatiske aktiemarkeder. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. Du skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Efter regnskabsårets afslutning har vi i løbet af januar og februar 2016 fået en negativ start på året med kursfald på aktiemarkedene på ca. 10 pct. Som beskrevet under afsnittet om forventninger til 2016 på side 20 ser vi fortsat muligheder for et moderat positivt afkast for hele året. Ud over markedsturbulensen er der ikke indtruffet andre betydningsfulde hændelser.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

## Udviklingen i 2015

Afdelingen gav et afkast i 2015 på 4,8 pct. mod benchmark, som gav 1,4 pct. Det absolutte afkast var under vores forventninger ved årets begyndelse, idet de asiatiske aktiemarkeder klarede sig væsentligt dårligere end de udviklede aktiemarkeder. Det relative afkast må derimod betegnes som tilfredsstillende.

Året bar, i lighed med de seneste år, præg af store fluktuationer og usikkerhed. Globalt har bekymringen for indvirkningerne af opstramninger i Feds pengepolitik påvirket markederne. Store bekymringer om vækstudsigterne i Asien generelt og i Kina specielt var også medvirkende til den store usikkerhed. Desuden har Europas økonomiske udfordringer også påvirket de internationale aktiemarkeder.

Politik spillede igen i 2015 en stor rolle i regionen. Der er stadig stort fokus på det kinesiske leder-skabs reformproces, som vi forventer vil fortsætte med uændret styrke. I Indien og Indonesien blev investorerne skuffet over, at de økonomiske reformer har været langsommere end håbet efter valgene i 2014. Vi er dog fortsat positive på udviklingen i disse to markeder.

Ligeledes fortsatte bekymringen om holdbarheden af den kinesiske økonomi i 2015. Usikkerheden tog til i stor styrke efter en mindre devaluering i august. Samtidig ændredes opkoblingen af den kinesiske RMB fra USD til en kurv af valutaer. Vi deler ikke det pessimistiske syn, og vi er fortsat af den opfattelse, at der er attraktive investeringsmuligheder i Kina.

Afdelingen har overordnet set opnået det tilfredsstillende relative resultat gennem en række veldefinerede temainvesteringer samt en række enkeltaktier med unikke vækstmuligheder. Især to temaer har været medvirkende til det gode afkast. Det ene tema, som også bidrog væsentligt i 2012, 2013 og 2014, er temaet om teknologiselskaber med særlig eksponering mod billige smartphones til den brede befolkning i udviklingslandene. Her kan afdelingen igen i år notere et væsentligt bidrag til afkastet fra selskaber, som producerer og leverer komponenter til disse smartphones. Et nyt tema om teknologi til biler har også været medvirkende til det gode relative afkast. Vi blev negativt overrasket over udviklingen i flere af investeringerne med fokus på et renere miljø i Kina. I forbindelse med det kraftige olieprisfald faldt aktiekursen på nogle af disse selskaber ligeledes. Vi mener dog, at denne udvikling er kortsigtet. Den kinesiske regering er nødt til at fortsætte investeringerne inden for dette område uafhængigt af olieprisen. Vi ser dette som et langsigtet tema og fastholdt derfor eksponeringen.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 10,40 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

### Investeringerne i 2015

Investeringernes karakter ændrede sig ikke væsentligt i 2015. Efter det store kursfald i Kina øgede vi vægten en smule i en række selskaber, herunder blandt andet i ejendomssektoren og inden for internet.

I årets løb har vi desuden købt et par selskaber med fokus på elektronik til biler. Et tema, hvor vi ser en stærk vækst i en længere årrække. Det vil være en gradvis udvikling frem til vi engang ser selvkørende biler.

På det tematiske område er der ikke sket de store ændringer i løbet af året. Der har været mindre omlægninger baseret på udviklingen i enkelte aktier.

Vi har desuden reduceret en smule i selskaber med fokus på smartphones. Vi ser stadig en stærk væksthistorie i udvalgte komponent-selskaber til smartphones.

### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen i disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Investeringer i Asien er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuel risikofaktor, lige som risikoen for nationaliseringer, ud fra historiske erfaringer, også er en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner i forhold til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske samt politiske

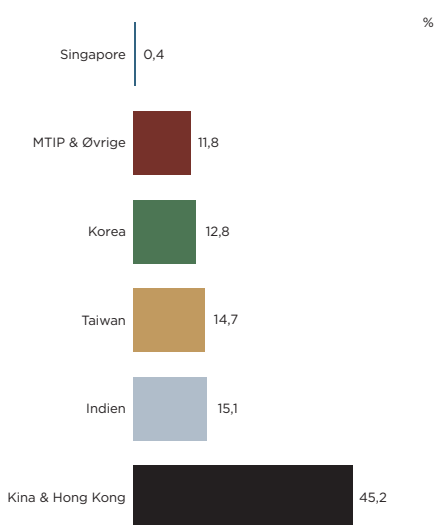
ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder. På markedsniveau er de asiatiske aktiemarkeder påvirket af udviklingen i resten af verden. Her vil både den europæiske krise og den usikkerhed, at USA er begyndt at hæve renterne igen efter syv år med lave og faldende renter spille en central rolle i forhold til investorernes risikovillighed over de kommende år. En række selskaber i Asien har en stor eksportandel til Europa og vil blive berørt, men den overordnede fundamentale påvirkning er ikke voldsom. Indflydelsen vil primært gøre sig gældende gennem justering af risikopræmierne. Dette kan føre til store kursudsving på de asiatiske aktiemarkeder.

En anden risikofaktor er den politiske usikkerhed. Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomien med diverse politikker og reformer. Her er der i øjeblikket særligt fokus på Kina, Indien og Indonesien efter ændring i lederskab. I Kina ser det ud som, at politikken vil blive ændret fra en politik med opstramninger til lempelser. Historisk har Kina generelt været dygtige til at styre økonomien, men der er ingen garanti for, at de ikke træffer politiske fejlbeslutninger. I 2015 var kinesernes påvirkning af det lokale aktiemarked og ændringen af valutakurspolitik et eksempel på, hvordan politik kan ramme aktiemarkedet. En større politisk fejl anser vi for at være en af de mest nærværende risici i disse tre lande.

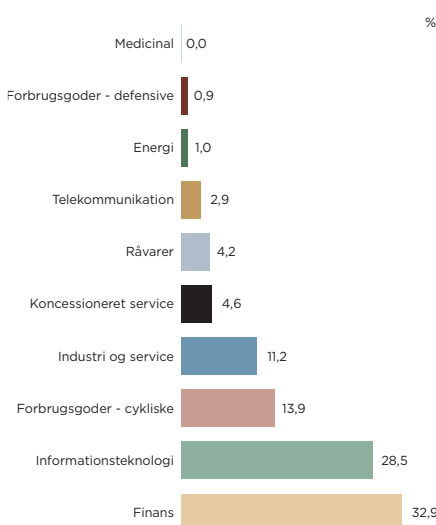
Andre risikofaktorer er den uro, som omgiver udvalgte lande i øjeblikket, samt bekymringen for en global emerging markets-krise relateret til høj udenlandsk gældssætning og underskud på betalingsbalancerne. Selvom Asien ud fra et fundamentalt synspunkt ikke er omdrejningspunktet i disse bekymringer, vil det få en finansiell markedspåvirkning gennem kapitalstrømninger på de internationale kapitalmarkeder.

Ydermere er Asien en region med en række uløste geopolitiske spørgsmål. Hvis en eller flere af disse latente risici udløses, må det forventes at have stor negativ indvirkning på aktiemarkedene i regionen. Eksempelvis kan man nævne situationen mellem Nord- og Sydkorea, konflikten mellem Kina og Japan eller mellem Kina og Indien.

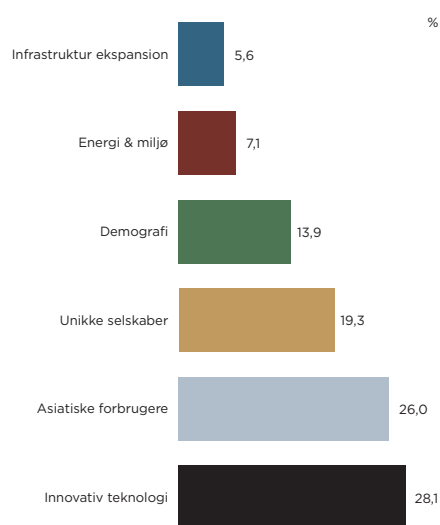
#### Geografisk fordeling pr. 31.12.15



#### Sektorfordeling pr. 31.12.15



#### Tematisk fordeling pr. 31.12.15



## Afdelingens portefølje ved indgangen til 2016

Afdelingens vigtigste temaer har fortsat positive vækstudsigter. De vigtigste overordnede trends i porteføljen er fortsat "Den asiatiske forbruger" og "Infrastruktur", hvor førstnævnte primært er underopdelt i de tre mindre temaer: "Ingen kinesisk ejendomsboble", "Ejendomsselskaber i Sydøstasien" og "Billige smartphones", mens "Infrastruktur" primært opfanges via temaet "Miljø". De to overordnede temaer udgør direkte og indirekte ca. 38 pct. af porteføljen og er kendetegnet ved, at de bagvedliggende selskaber kun i mindre grad er afhængige af globale tendenser. Vi forventer, at miljø-temaet er holdbart i en årrække fremover, idet situationen i storbyerne i Kina er så påfaldende, at selv status quo ikke er en mulighed af hensyn til folkesundheden. Løsningerne vil strække sig over en årrække, fordi de nødvendige indgreb er så omfattende. Til trods for mange negative røster om holdbarheden i væksten, når det kommer til billige smartphones, er vi af den opfattelse, at væksten ikke har toppet, eftersom udbredelsen i de folkerige udviklingslande stadig befinder sig på et relativt lavt niveau. Den kraftige vækst inden for netværksteknologien 4G i Kina er også med til at holde væksten oppe. Det skal dog nævnes, at væksten i den udviklede del af verden samt dele af udviklingslandene har toppet. Derimod ser vi en trend med stor fokus på hvilke komponenter, der er i telefonerne. Dette er gunstigt for en række komponentselskaber, som vi har investeret i. På samme vis er vores opfattelse angående en boligboble i Kina stadig uændret fra 2015. Ejendomssektoren er stadig et område, hvor gældsniveauerne blandt køberne er relativt lave, efterspørgslen er funderet i strukturelle forhold, og kvaliteten af aktørerne vokser år for år. Desuden sker der en konsolidering blandt ejendomsudviklerne, som er gunstig for flere af vore investeringer.

Porteføljen er overvægtet i Indien, Kina og nogle af ASEAN-landene. Vækstudsigterne i disse lande er i langt højere grad indenlandsk drevet med forbrug og investeringer som de væsentligste drivkræfter. Lande som Korea, Taiwan, Singapore og Hong Kong er i højere grad eksponeret mod den globale økonomiske vækst, hvorfor porteføljen i mindre grad er eksponeret til disse lande.

## Forventninger til afkastet i 2016

Der er på globalt plan fortsat en lang række usikkerhedsfaktorer i efterdønningerne af den globale finanskrisen. Tillige er der risiko for, at det økonomiske væksttempo fortsat holder sig på et relativt lavere niveau end de seneste ti år. I Asien er der dog flere lande, hvor vækstfaldet ser ud til at stabilisere sig, selvom usikkerheden fortsat er høj. Opstramning af pengepolitikken i USA kan ligeledes betyde øget usikkerhed. Givet de store globale usikkerheder kan 2016 fortsat give store udsving på aktiemarkedene i regionen.

På en fundamental baggrund og under normale omstændigheder peger de fleste faktorer på, at Asien bør kunne levere et afkast, der er på linje med eller højere end verdensindekset. Men eftersom den europæiske krise, kriser i udvalgte emerging markets-lande og den generelle udvikling af den globale økonomi med stor sandsynlighed vil præge aktiemarkedene i 2016, vil disse relativt stærke fundamentale faktorer ikke nødvendigvis slå igennem. Vi mener dog fortsat, at prisfastsættelsen i regionen i høj grad tager højde for usikkerhederne. Vores vurdering er derfor, at prisfastsættelsen er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.

Vi fastholder vores langsigtede positive syn på Asiens strukturelle vækstmuligheder, primært fordi en række grundlæggende faktorer er uforandret – herunder regionens positive demografi, professionalismen i de asiatiske virksomheder, ændring i forbrugsmønstre osv. Også de relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at den kapital- og infrastrukturudbygning, som er påbegyndt, vil fortsætte. Derudover vil udviklingen af et moderne Asien sandsynligvis strække sig over flere årtier, hvis geopolitiske stridigheder, naturkatastrofer og alvorlige sygdoms-epidemier kan undgås.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2016 er det vores forventning og målsætning, at afdelingen kan opnå et moderat positivt afkast, der er bedre end indekset for de asiatiske markeder. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end dette – blandt andet som følge af den betydelige usikkerhed, der aktuelt præger de globale aktiemarkeder.

# Resultatopgørelse

# Balance

## Asien

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteudgifter	-34	-10
2 Udbytter	11.969	9.271
I alt renter og udbytter	11.935	9.261
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	21.191	101.960
Valutakonti	1.173	822
Handelsomkostninger	-562	-1.066
I alt kursgevinster og -tab	21.802	101.716
<b>I alt indtægter</b>		
<b>33.737</b>		
<b>110.977</b>		
4 Administrationsomkostninger	-11.543	-9.500
<b>Resultat før skat</b>		
<b>22.194</b>		
<b>101.477</b>		
5 Skat	-1.333	-446
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
<b>20.861</b>		
<b>101.031</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	-81	-6.055
Overført fra sidste år	167	0
I alt formuebevægelser	86	-6.055
<b>Til disposition</b>		
<b>20.947</b>		
<b>94.976</b>		
6 Til rådighed for udbytte	36.099	50.145
Foreslået udbytte (10,40 kr. pr. andel)	35.810	49.978
Overført til udbytte næste år	289	167
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>		
<b>-15.152</b>		
<b>44.831</b>		

## Asien

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	1.525	10.975
I alt likvide midler	1.525	10.975
<b>Kapitalandele</b>		
7 Noterede aktier fra udenlandske selskaber	554.060	463.209
I alt kapitalandele	554.060	463.209
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	28	-
I alt andre aktiver	28	-
<b>AKTIVER I ALT</b>		
<b>555.613</b>		
<b>474.184</b>		
<b>PASSIVER</b>		
8 Investorernes formue	554.556	473.177
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.057	1.007
I alt anden gæld	1.057	1.007
<b>PASSIVER I ALT</b>		
<b>555.613</b>		
<b>474.184</b>		

# Noter til resultatopgørelse

## Asien

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-34	-10
I alt renteudgifter	-34	-10
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.969	9.271
I alt udbytter	11.969	9.271
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.191	101.960
I alt kursgevinster og -tab	21.191	101.960
<b>Valutakonti</b>		
I alt valutakonti	1.173	822
Bruttohandelsomkostninger	-1.928	-3.381
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.366	2.315
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-562	-1.066
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>21.802</b>	<b>101.716</b>
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	790	670
Fast administrationshonorar	1.758	1.386
Fast rådgivningshonorar	8.497	6.702
Øvrige omkostninger	159	64
I alt afdelingsdirekte omkostninger	11.204	8.822
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	81	72
Honorar til revisorer	22	20
Andre honorarer til revisorer	134	428
Øvrige omkostninger	102	158
I alt andel af fællesomkostninger	339	678
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>11.543</b>	<b>9.500</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	567	677
heraf andel til andet end revision	292	428

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdelingerne Globale Aktier og Asien i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,45% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Fremførte tab på aktier ultimo 2014	-	-60.026
Overført til udbytte fra sidste år	167	-
Renter og udbytte	11.935	9.261
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.333	-446
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	8	293
Udbytteregulering, indkomst	-81	-6.055
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	35.773	115.796
Valutakonti	1.173	822
I alt indkomst	47.642	59.645

### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-11.543	-9.500
I alt administrationsomkostninger *)	-11.543	-9.500
I alt til rådighed for udbytte	36.099	50.145

Heraf:		
Foreslået udbytte	35.810	49.978
Overført til udbytte næste år	289	167
	36.099	50.145

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 10,40 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Noter til balance

## Asien

	2015	2014
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 67 i årsrapporten.

	2015		2014	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Investorenes formue</b>				
Investorenes formue (primo)	282.360	473.177	584.860	757.861
Udbytter fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-49.978		-
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		-6.644		-
Emissioner i året	132.273	231.927	58.334	88.392
Indløsninger i året	-70.304	-115.686	-360.834	-476.258
Emissionstillæg		565		290
Indløsningsfradrag		334		1.861
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		81		6.055
Overført til udbytte fra sidste år		-167		-
Overført til udbytte næste år		289		167
Foreslået udbytte		35.810		49.978
Overført fra resultatopgørelsen		-15.152		44.831
I alt Investorenes formue	344.329	554.556	282.360	473.177

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Asien

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	236.829	173.106	347.542	149.357	194.285
Kursværdi af salg af værdipapirer	166.741	564.232	117.525	168.100	429.037
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	403.570	737.338	465.067	317.457	623.322

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,01	0,19	0,14	0,29	0,37
--	------	------	------	------	------

**ÅOP = 2,4%**. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 29 og 30 (tabel med Sharpe Ratio).



# Carnegie WorldWide/ Emerging Markets



## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2015 og forventninger til 2016" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet på emerging markets-aktier, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets. Afdeling Emerging Markets investerer fortrinsvis i aktier i emerging markets-lande eller i aktier, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til emerging markets-lande.

Emerging markets betegner de lande, som udvikler sig fra udviklingsøkonomier mod at blive industrialiserede økonomier. Vi vurderer, at Hong Kong og Singapore også indgår i denne gruppe. Geografisk kan emerging markets-lande typisk findes i Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa. Hvis en udviklingsøkonomi på et tidspunkt overgår til alment at blive betragtet som en industrialiseret økonomi, vil landet i en overgangsperiode på et år fortsat tilhøre afdelingens investeringsunivers. Afdelingen kan investere op til 10 pct. uden for det beskrevne investeringsunivers.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet den specielle markedsstruktur i Emerging Markets vil antallet af aktier normalt udgøre 50-120. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til de mindre og mellemstore selskaber for at kapitalisere på væksthistorien i emerging markets.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 7. november 1996. Pr. 30. september 2014 skiftede afdelingen investeringsunivers fra Østeuropa til emerging markets. Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Afdelingens fondskode er DK0015945166. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 29 i denne årsrapport.



### Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuell risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er med de historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. På trods af spredning af investeringerne på flere lande må du som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. Afdelingen investerer normalt hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslikviditeten negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle niveau for markederne i emerging markets. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for markederne i emerging markets. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. Dette er baseret på udviklingen de seneste fem år.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Efter regnskabsårets afslutning har vi i løbet af januar og februar 2016 fået en negativ start på året med kursfald på aktiemarkederne på ca. 10 pct. Som beskrevet under afsnittet om forventninger til 2016 på side 20 ser vi fortsat muligheder for et moderat positivt afkast for hele året. Ud over markedsturbulensen er der ikke indtruffet andre betydningsfulde hændelser.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående vidensekspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

### Udviklingen og investeringerne i 2015

Vi gik ind i 2015 med en forventning, om at emerging markets ville blive påvirket af en række usikkerhedsfaktorer, herunder udsigten til stigende amerikanske renter og faldende råvarepriser. Disse viste sig at holde stik – den amerikanske pengepolitik var en dominerende og overskyggende usikkerhedsfaktor for emerging markets, og i december oplevede vi den første amerikanske rentestigning i syv år. Desværre blev året også domineret af den aftagende vækst i Kina såvel som en række dårlige politiske beslutninger – bl.a. pga. forvirring omkring devalueringen

af valutaen – og unødigt politisk indblanding på de finansielle markeder. Overordnet set blev det derfor et svært år at være investor i emerging markets.

Afdeling Emerging Markets gav i 2015 et afkast på -0,5 pct. sammenlignet med et fald på 5,0 pct. for emerging markets-indekset. Det absolutte afkast var lavere end vores forventninger ved indgangen til året grundet de ovennævnte markedsforhold. Det relative afkast opfylder dog vores målsætning om at skabe merafkast i forhold til benchmark.

Afdelingens lavere fald end markedet kan henføres til en god udvikling i en række investeringer på tværs af geografier og temaer. Eksempelvis taiwanesiske Tung Thih, som vi købte i første kvartal 2015, der primært sælger parkeringsassistent-software og -hardware, der bruges i biler. Selskabet er således eksponeret mod den strukturelle vækst inden for forbundne biler. En anden god investering var koreanske LG Chem, der bl.a. leverer batterier til elbiler og drager nytte af den voksende globale interesse i elbiler, der i særdeleshed er opstået, fordi batteriteknologien er blevet markant bedre igennem de senere år. Derudover kan merafkastet henføres til vores undervægt i energisektoren såvel som en lav eksponering mod enkelte lande, som er negativt påvirket af de faldende råvarepriser og oplever udfordrende politiske miljøer som f.eks. Brasilien.

Trods det negative absolutte afkast for afdelingen i 2015 gav afdelingen det næstbedste afkast blandt danske investeringsforeninger i kategorien "Nye Markeder". Trods de overordnede usikkerheder i emerging markets, vurderer vi, at der til enhver tid kan findes lommer af vækst og nogle spændende selskaber at investere i. De kortsigtede usikkerheder og den turbulens, vi har oplevet igennem de senere år, hører med til at investere i udviklingsøkonomierne. Vi har dog positive forventninger til et udsnit af udviklingsøkonomierne og de selskaber, afdelingen har investeret i. F.eks. købte vi i 2015 Gentera, som – efter vores vurdering – er det bedste mikrofinans-franchise i Mexico, og med selskabets nylige entré i Peru og Guatemala er vækstpotentialet stort. Et andet eksempel er LG Household & Healthcare, som drager nytte af efterspørgslen efter koreanske kosmetikprodukter fra bl.a. kinesiske forbrugere. Selskabet har fokus på mærkevarer, som vi forventer vil understøtte marginudviklingen fremadrettet.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2015.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2015 og forventninger til 2016" samt "Risiko og risikostyring" kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Investeringer i emerging markets er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuel risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er med de historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslivkviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Mere specifikke risici for afdeling Emerging Markets knytter sig til udviklingen i den amerikanske dollar og de amerikanske renter, som forventeligt vil fortsætte med at stige i 2016. Den for-

ventede fortsatte pengepolitiske stramning i USA kan resultere i kapitaludstrømning fra emerging markets, primært fra dem, der har et betalingsbalanceunderskud. Derudover er de væsentligste overordnede risici de globale geopolitiske spændinger, olieprisudviklingen, som rammer landene ganske forskelligt, og lavere vækst i Kina.

En yderligere risikofaktor er høj udenlandsk gældssætning blandt en række emerging markets-selskaber. Hvis de amerikanske renter fortsætter med at stige, vil dette påvirke disse selskaber. I værste fald kan det resultere i en dominoeffekt og få en generel negativ markedspåvirkning.

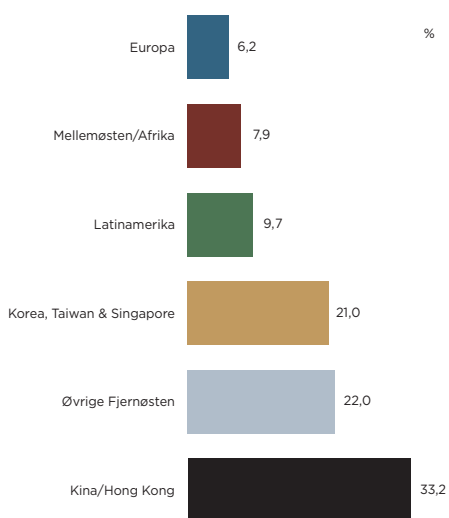
Herudover er der den politiske risiko. Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomien med diverse politikker og reformer. Omvendt kan mangel på politisk samarbejde også forekomme, som vi har set i Brasilien. Her har den politiske paralysse forstærket landets økonomiske krise, og det har haft betydelige konsekvenser for både valutaen og aktiemarkedet. Politiske fejltagelser er altid en latent risiko ved investering i emerging markets.

Endelig er der en række uløste geopolitiske spørgsmål, hvis omfang og implikationer først vil være synlige, når de materialiseres. Hvis en eller flere af disse latente risici udløses, må det forventes at have stor negativ indvirkning på aktiemarkedene i regionen. Konkret kan situationen i Mellemøsten og den relaterede flygtningekrise skabe global ustabilitet og bl.a. også påvirke olieprisudviklingen.

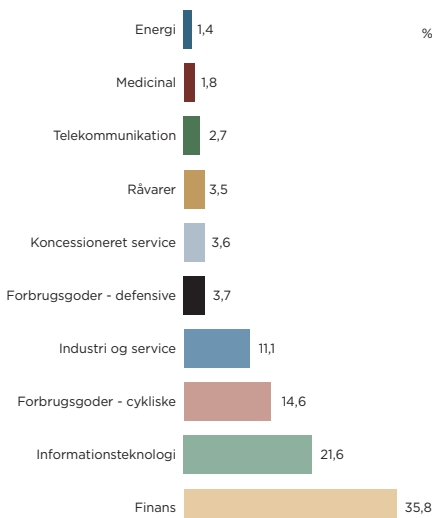
## Afdelingens portefølje ved indgangen til 2016

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har positive fremtidsudsigter, en stærk finansiel situation og ledelse samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere, som f.eks. forbundne biler samt finansiel udvikling og inklusion. Vi vurderer, at de mest interessante strukturelle væksttemaer p.t. er i Asien, hvorfor afdelingen har en betydelig overvægt her med særlig fokus på Kina og Indien. Omvendt er vi mindre positivt indstillet over for udviklingen i en række af de andre større emerging markets-lande, herunder

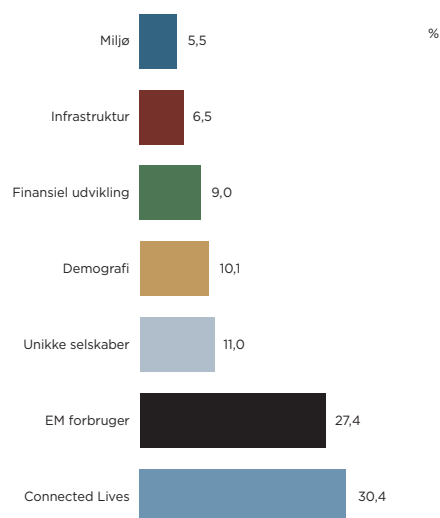
Geografisk fordeling pr. 31.12.15



Sektorfordeling pr. 31.12.15



Tematisk fordeling pr. 31.12.15



Brasilien og Rusland, på grund af et negativt politisk miljø, som ventes at hæmme den økonomiske udvikling i de kommende år. Derfor er afdelingen undervægtet i disse to lande.

Vi vurderer, at nogle af de mest interessante vækstselskaber i emerging markets er små og mellemstore selskaber, og vi forventer, at en betydelig eksponering mod de mindre selskaber vil være en vigtig del af strategien fremadrettet.

### **Forventninger til afkastet i 2016**

I lyset af den første amerikanske rentestigning i syv år står emerging markets over for en række usikkerheder, herunder udsigten til en fortsat normalisering af renteniveauet. Hvis det sker i et aggressivt tempo, hvilket vi dog ikke forventer, kan effekten blive aktiekursfald i universet af udviklingslande.

Som beskrevet i afsnittet om forventninger, så er divergens også nøgleordet i emerging markets. Enkelte lande rammes hårdt af de faldende råvarepriser, mens denne udvikling er en stor hjælp for de råvareimportende lande. Samtidig er der enkelte lande, der oplever politiske og økonomiske udfordringer, mens der i andre lande er politisk vilje og evne til at implementere strukturelle reformer. Dette sker særligt i Kina (trods den politiske indblanding på aktiemarkedet), Indonesien samt Indien og understøtter vores positive syn på disse lande. Dog kan man ikke forvente, at implementeringen af reformer sker i en lige og hurtig proces.

Vi fastholder vores langsigtede positive syn på Asiens strukturelle vækstmuligheder drevet af regionens positive demografi, professionalismen i de asiatiske virksomheder samt ændringen i forbrugsmønstre. Relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at kapital- og infrastrukturudbygningen vil fortsætte. Vi tror derfor, at Asien og andre udvalgte lande i emerging markets kan levere et afkast på linje med eller højere end verdensindekset. Vi mener, at prisfastsættelsen i høj grad tager højde for de aktuelle usikkerheder, og vi vurderer, at prisfastsættelsen er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.

Det er vores forventning og målsætning, at afdelingen kan opnå et positivt afkast, der er bedre end det generelle emerging markets-indeks. Afkastet kan dog blive lavere end dette – blandt andet som følge af den betydelige usikkerhed, der aktuelt præger markederne i emerging markets.

# Resultatopgørelse

# Balance

## Emerging Markets

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	3	36
2 Renteudgifter	-2	-4
3 Udbytter	1.132	3.389
I alt renter og udbytter	1.133	3.421
<b>4 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	-535	-20.263
Valutakonti	67	-460
Handelsomkostninger	-233	-619
I alt kursgevinster og -tab	-701	-21.342
<b>I alt indtægter</b>	<b>432</b>	<b>-17.921</b>
5 Administrationsomkostninger	-1.008	-1.877
<b>Resultat før skat</b>	<b>-576</b>	<b>-19.798</b>
6 Skat	-131	-252
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>	<b>-707</b>	<b>-20.050</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	-29	-350
Overført fra sidste år	-	-
I alt formuebevægelser	-29	-350
<b>Til disposition</b>	<b>-736</b>	<b>-20.400</b>
7 Til rådighed for udbytte	0	0
Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	0
Overført til udbytte næste år	0	0
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>-736</b>	<b>-20.400</b>

## Emerging Markets

NOTE	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	311	515
I alt likvide midler	311	515
<b>8 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	42.608	47.582
I alt kapitalandele	42.608	47.582
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	8	62
Aktuelle skatteaktiver	12	50
I alt andre aktiver	20	112
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>42.939</b>	<b>48.209</b>
<b>PASSIVER</b>		
9 Investorerne formue	42.830	48.041
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	109	168
I alt anden gæld	109	168
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>42.939</b>	<b>48.209</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Emerging Markets

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	3	36
I alt renteindtægter	3	36
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-2	-4
I alt renteudgifter	-2	-4
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.132	3.389
I alt udbytter	1.132	3.389
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-535	-20.263
I alt kursgevinster og -tab	-535	-20.263
<b>Valutakonti</b>		
I alt valutakonti	67	-460
Bruttohandelsomkostninger	-316	-1.520
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	83	901
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-233	-619
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-701</b>	<b>21.342</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	178	295
Fast administrationshonorar	157	292
Fast rådgivningshonorar	626	1.170
Øvrige omkostninger	25	49
I alt afdelingsdirekte omkostninger	986	1.806
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	7	15
Honorar til revisorer	2	4
Øvrige omkostninger	13	52
I alt andel af fællesomkostninger	22	71
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.008</b>	<b>1.877</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	567	677
heraf andel til andet end revision	292	428

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdelingerne Globale Aktier og Asien i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

## **NOTE 6** **Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2015 1.000 kr.	2014 1.000 kr.
<b>NOTE 7</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Fremførte tab på aktier ultimo 2014	-26.276	-115.215
Renter og udbytte	1.133	3.421
Ikke refunderbar udbytteskat	-131	-252
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	38	-52
Udbytteregulering, indkomst	-29	-1.646
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	2.610	87.928
Valutakonti	67	-460
I alt indkomst	-22.588	-26.276

## **Administrationsomkostninger**

Administrationsomkostninger	-1.008	-1.877
Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-	1.296
I alt administrationsomkostninger *)	-1.008	-581
I alt til rådighed for udbytte	-22.588	-26.276

Heraf:		
Foreslået udbytte	0	0
Overført til udbytte næste år	0	0
	0	0

Fremførte tab på aktier ultimo 2015	-22.588	-26.276
-------------------------------------	---------	---------

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

# Noter til balance

## Emerging Markets

	2015	2014
<b>NOTE 8</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 75 i årsrapporten.

	2015		2014	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 9</b>				
<b>Investorenes formue</b>				
Investorenes formue (primo)			136.601	310.099
Emissioner i året	23.999	48.041	400	689
Indløsninger i året	2.900	6.447	-113.002	-242.868
Indlønstillæg	-5.400	-10.994		2
Indløsningsfradrag		14		169
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		29		350
Overført fra resultatopgørelsen		-736		-20.400
I alt Investorenes formue	21.499	42.830	23.999	48.041

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Emerging Markets

	2015	2014	2013	2012	2011
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	27.841	96.058	157.299	148.699	140.040
Kursværdi af salg af værdipapirer	32.186	335.292	221.694	153.321	152.654
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	60.027	431.350	378.993	302.020	292.694

I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,41	0,95	0,44	0,34	0,29
--	------	------	------	------	------

**ÅOP = 2,7%**. (Årlige omkostninger i %)

**Hoved- og nøgletal:** Se ledelsesberetning side 29 og 30 (tabel med Sharpe Ratio).

# Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver

## Bestyrelsen

Ifølge foreningens vedtægter skal bestyrelsen bestå af 3-5 personer, og et medlem kan sidde i bestyrelsen til og med det år, hvor medlemmet fylder 70 år. Hvert år er samtlige bestyrelsesmedlemmer på valg. Der er ingen grænser for antal valgperioder, som et medlem kan sidde i bestyrelsen. Bestyrelsen består af personer med relevante kompetencer og erfaring, og det er bestyrelsens holdning, at en årlig vurdering af indsatsen er et bedre udgangspunkt for en stillingstagen til bestyrelsesmedlemmernes fortsatte virke, end en begrænsning i antal perioder for genvalg. Bestyrelsen lægger vægt på, at der er en god kontinuitet i bestyrelsesarbejdet, og at bestyrelsen besidder en lang erfaring både med investeringsarbejde og med den specifikke lovgivning for investeringsforeninger.

Foreningens bestyrelse består i dag af fem personer, og den foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer i forhold til investeringsforeningens aktiviteter og risici, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende. Bestyrelsen vurderer ligeledes samarbejdet med foreningens formueforvaltere.

Bestyrelsen evaluerer ligeledes de enkelte medlemmers varetagelse af andre hverv i relation til de ressourcer, der kræves til bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsen har ikke opstillet faste retningslinjer for antallet af andre ledelseshverv, idet der i højere grad fokuseres på det enkelte medlems input, kompetencer og kapacitet. I den årlige evaluering diskuterer bestyrelsen primært samarbejdet, og om medlemmerne yder den forventede indsats.

Karsten Kielland er i dag det medlem, der har flest øvrige ledelseshverv. Disse hverv er en del af hans virke som forretningsadvokat. Det er bestyrelsens holdning, at hans lange og omfattende erfaring med bestyrelsesarbejde er af stor værdi for foreningen.

Der er i regnskabet afsat en samlet aflønning af foreningens bestyrelse for 2015 på 981.250 kr. mod 850.000 kr. i 2014. Aflønningsniveauet til det enkelte medlem er uforandret i 2015 i forhold til 2014. Stigningen skyldes, at der i 2015 var fem bestyrelsesmedlemmer mod fire i 2014. Disse beløb er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingernes størrelse. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt nogen incitamentsprogrammer.

Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen. Bestyrelsen har en målsætning om, at der som minimum skal være én kvinde i bestyrelsen. Dette vil sige, at fordelingen er mellem 1/5 eller 1/3 afhængig af antallet af medlemmer i bestyrelsen. Denne målsætning blev nået i 2015 med valget af Camilla Harder Hartvig.

Jens Ole Jensen har tidligere tilkendegivet, at 2015 var hans sidste år i bestyrelsen og derfor ikke genopstiller. Bestyrelsens fire øvrige medlemmer ønsker at genopstille i 2016. Bestyrelsen arbejder med en foryngelsesplan for bestyrelsens sammensætning. Valget af Camilla Harder Hartvig som nyt bestyrelsesmedlem i 2015 var en del af denne plan. Målsætningen er inden for de næste to år at få endnu en ny person valgt til bestyrelsen. For 2016 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med at bestå af fire personer.



## Bestyrelsesmedlemmer

### Karsten Kielland (formand)



Alder: 60 år  
 Advokat, Accura Advokataktieselskab  
 Indtrådt i bestyrelsen: 1997  
 Genvælt i 2015  
 Valgperioden udløber i 2016

Bestyrelsesmedlem i danske aktieselskaber (tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

- AS Solution A/S (formand) (1)
- Baden-Jensen A/S (formand) (1)
- Bukkehave Corporation A/S (1)
- Dansk Psykologisk Forlag Holding A/S (1)
- Fomaco Holding A/S (formand) (1)
- Medi-Star, Galenisk-Teknisk Laboratorium A/S
- Norriq Holding A/S
- Samsøe & Samsøe Holding A/S (2)
- P&P Holding A/S (formand)
- Louis Tussaud's Wax Museum (Blackpool) A/S

### Camilla Harder Hartvig



Alder: 46 år  
 Nordisk direktør, Allergan PLC  
 Indtrådt i bestyrelsen: 2015  
 Valgperioden udløber i 2016

Bestyrelsesmedlem i danske aktieselskaber:  
 Actavis Nordic A/S (1)

### Lars Aaen



Alder: 54 år  
 Direktør, Aaen Consult ApS  
 Indtrådt i bestyrelsen: 2013  
 Genvælt i 2015  
 Valgperioden udløber i 2016

Bestyrelsesmedlem i danske aktieselskaber (tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

- Hempel A/S (næstformand)
- HB-Textil Holding A/S (formand) (3)
- Aalborg Engineering A/S (formand)
- Azanta A/S (formand) (1)
- Vanovi A/S (formand) (1)
- Midform A/S (formand) (1)

### Jens Ole Jensen



Alder: 65 år  
 Professionelt bestyrelsesmedlem  
 Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
 Genvælt i 2015  
 Valgperioden udløber i 2016. Genopstiller ikke.

Ingen andre ledelseshverv i danske aktieselskaber.

### Jens Høiberg



Alder: 64 år.  
Selvstændig makroøkonomisk rådgiver  
Indtrådt i bestyrelsen: 1994  
Genvalgt i 2015  
Valgperioden udløber i 2016

Ingen andre ledelseshverv i danske aktieselskaber.

### Direktion

(Investeringsforvaltningsselskab)



Carnegie Asset Administration A/S  
Direktion: **Tim Kristiansen**  
Alder 48 år.  
Ansæt siden 2004.

Ingen andre ledelseshverv i danske aktieselskaber.

### Investeringsrådgiver



Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S  
Direktion: **Bo Almar Knudsen**  
Alder: 50 år.  
Ansæt siden 2001.



INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)