

Investeringsforeningen Multi Manager Invest

Årsrapport 2016

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	7
<i>Årsrapporten 2016 i hovedtræk.....</i>	<i>7</i>
<i>Forventninger til 2017.....</i>	<i>9</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2016.....</i>	<i>11</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2016.....</i>	<i>16</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>19</i>
<i>Bæredygtige investeringer.....</i>	<i>25</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>28</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>31</i>
<i>Generalforsamling 2017.....</i>	<i>32</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>32</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</i>	<i>33</i>
Årsregnskaber.....	35
USA	35
USA Akk.....	42
Europa.....	49
Europa Akk.....	56
Japan	63
Japan Akk.....	70
Nye obligationsmarkeder.....	77
Nye obligationsmarkeder Akk.....	84
Nye Aktiemarkeder.....	91
Nye Aktiemarkeder Akk.....	98
Globale Aktier.....	105
Globale Aktier Akk.....	112
Foreningens noter.....	119
Anvendt regnskabspraksis.....	119
Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner.....	122
Specifikation af afledte finansielle instrumenter.....	124
Hoved- og nøgletaloversigt.....	127

Nærværende årsrapport for 2016 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo februar 2017. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

Investeringsforeningen Multi Manager Invest blev stiftet den 30. september 2005. Ultimo 2016 omfattede foreningen 12 afdelinger:

USA
USA Akk.
Europa
Europa Akk.
Japan
Japan Akk.
Nye obligationsmarkeder
Nye obligationsmarkeder Akk.
Nye Aktiemarkeder
Nye Aktiemarkeder Akk.
Globale Aktier
Globale Aktier Akk.

Finanskalender 2017

22. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2016
18. april Ordinær generalforsamling 2017
31. august Halvårsmeddelelse 2017

Investeringsforeningen Multi Manager Invest
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00
Fax: 44 55 91 40
CVR nr: 29 13 86 13
Finanstilsynets reg.nr.: 11.160
Hjemmeside: multimanagerinvest.dk

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Bestyrelse

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

Depotselskab

Nykredit Bank A/S

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Porteføljerådgivere

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

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2016 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2016.

Foreningens ledelsesberetning, herunder de enkelte afdelingsberetninger, indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen og de respektive afdelinger kan blive påvirket af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 22. februar 2017

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

Bestyrelse

Tine Roed
Formand

Erik Højberg Nielsen

Mads Jensen

Kim Esben Stenild Høiby

Til investorerne i Investeringsforeningen Multi Manager Invest

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Multi Manager Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 12 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet af afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet". Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

Foreningens og afdelingernes investeringer i børsnoterede aktier, obligationer og afledte instrumenter til dagsværdi udgør en væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast.

Vi anser ikke, at disse investeringer er forbundet med betydelig risiko for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet eller er forbundet med væsentlige skøn, fordi foreningens og afdelingernes finansielle instrumenter er sammensat af likvide, noterede finansielle instrumenter på et aktivt marked.

Det er dog vores opfattelse, at de børsnoterede finansielle instrumenter udgør en så væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast, at en betydelig del af vores revision koncentrerer sig om værdiansættelsen og tilstedeværelsen af de børsnoterede finansielle instrumenter.

Kriterierne for indregning og værdiansættelse af de børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af foreningens anvendte regnskabspraksis under årsregnskabets fælles noter.

Sammensætningen af de enkelte afdelingers børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af noterne til de enkelte afdelingers balancer.

Forholdet er behandlet således i revisionen

Vores revisionshandlinger rettet mod værdiansættelsen og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter har blandt andet omfattet, men har ikke været begrænset til:

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets interne kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer, som vedrører afstemning med depotbank, automatisk registrering af børs- og valutakurser, automatisk registrering af daglige handelstransaktioner samt andre afledte registreringer heraf. Vores revision har omfattet stikprøvevis kontrol af, at de interne kontroller har været udført og dokumenteret i løbet af regnskabsåret.
- Vi har herudover stikprøvevist kontrolleret, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2016 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis ved sammenholdelse med uafhængig priskilde.
- Vi har endvidere stikprøvevist sammenholdt afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2016 med ekstern dokumentation fra foreningens depotbank.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

Vores konklusion om årsregnskabet omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af årsregnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningen er væsentligt inkonsistent med årsregnskabet eller vores viden opnået ved revisionen, eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskabet og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens evne til at fortsætte driften, at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant, samt at udarbejde årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om bl.a. det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af årsregnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

København, den 22. februar 2017

Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk
Statsautoriseret revisor

Tenna Hauge Jørgensen
Statsautoriseret revisor

Årsrapporten 2016 i hovedtræk

- Udviklingen på de finansielle markeder blev i 2016 præget af markante skift i investorforventninger, vending i olie- og råvarepriser samt af uventede udfald af folkestemninger og et amerikansk præsidentvalg. Trods politisk uro og en negativ start på året leverede aktier positive afkast i 2016. Især markederne uden for Europa oplevede stigende aktiekurser. Dernæst medførte faldende renter og indsnævring af kreditspændene positive afkast på emerging markets obligationer.
- Foreningens afdelinger leverede med undtagelse af de to afdelinger med europæiske aktier positive afkast, der samlet set oversteg ledelsens forventninger primo 2016.
- År 2016 blev et vanskeligt år for foreningens aktivt forvaltede aktieafdelinger. Sammenlignet med benchmark gav alene afdelingerne med japanske aktier et væsentligt højere afkast. Foreningens to afdelinger med emerging markets obligationer gav et afkast lavere end benchmark. Samlet set findes afkastudviklingen i foreningens afdelinger ikke tilfredsstillende for 2016.
- Foreningens formue var 15.533 mio. kr. ultimo 2016 mod 15.021 mio. kr. ultimo 2015.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 839,7 mio. kr. i 2016 mod 1.244,7 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 192,3 mio. kr. i 2016 mod 207,9 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 1,35% i 2016 mod 1,41% året før.
- På en ekstraordinær generalforsamling i august 2016 blev det besluttet at afvikle afdelingerne USA Small/Mid Cap og USA Small /Mid Cap Akk. på grund af manglende investorinteresse. Afdelingerne blev endeligt afviklet i december 2016.
- Foreningens ledelse arbejder løbende på at sikre gode afkast og lave omkostningsprocenter i foreningens afdelinger. Foreningens ledelse indgik med virkning pr. 1. januar 2016 en ny aftale med hoveddistributøren, Nykredit Bank, hvor tegningsprovisionen og markedsføringstillægget ved emissioner bortfaldt.
- Den globale økonomi viste i 2016 som ventet en gradvis bedring, dog med en pause i 1. halvår, hvor især USA oplevede tilbageholdenhed i erhvervsinvesteringerne efter olieprisens fald primo året. En vending i olieprisudviklingen, fortsat stigning i beskæftigelsen og en lempelig pengepolitik bevirkede, at den økonomiske aktivitet tog til i 2. halvår, og erhvervstillidsindikatorerne viste tegn på synkron forbedring i USA, Europa, Japan og Kina. Lav inflation, fortsatte pengepolitiske lempelser og overraskende udfald af valg medførte endnu et år med lave renter, hvor den amerikanske centralbank dog hævede styringsrenten mod slutningen af 2016 og signalerede en fortsat, forsigtig normalisering af pengepolitikken.
- Den globale økonomiske vækst skønnes at blive øget i 2017 som følge af stigende aktivitet i USA, men også pga. fremgang i en række emerging markets lande. Erhvervstillidsindikatorerne i andre geografiske områder peger også i opadgående retning. År 2017 forventes imidlertid at blive præget af en række forskellige usikkerhedsfaktorer, hvor især præsident Trumps ageren, Brexit-forhandlingerne samt udfaldet af en række parlaments- og præsidentvalg i Europa kan påvirke den økonomiske udvikling og de finansielle markeder.

- I 2017 forventes centralbankerne igen at agere forskelligt. Den amerikanske centralbank skønnes at fortsætte en forsigtig stramning af pengepolitikken med små forhøjelser af styringsrenten over året. Den Europæiske Centralbank ventes at fastholde en lav rente samt fortsat foretage obligationsopkøb året ud. Renterne skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i Europa, men kan godt stige moderat i 2. halvår af 2017 som en reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget i 2018.
- Med en forventning om moderat vækst i den globale økonomi skønnes virksomhederne at kunne generere indtjeningsvækst i 2017. Selvom det kommende år vurderes at blive vanskeligt med politisk initieret uro, ventes der et positivt afkast i aktiemarkederne i 2017. Skuffelser vedrørende indtjeningsvækst eller højere end ventet rentestigninger kan resultere i negative aktiekursbevægelser, da aktiemarkederne efter flere års stigninger vurderes at være værdiansat i den høje ende.
- Baseret på disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse moderat positive afkast i foreningens emerging markets obligationsafdelinger samt positive afkast i foreningens aktieafdelinger i 2017. Væsentlige afkastudsving over året må forventes i foreningens afdelinger, og negative afkast i perioder kan ikke udelukkes.

Forventninger til 2017

Primo 2017 vurderes den globale økonomi at være i bedre stand end længe set. Gennem de seneste måneder af 2016 blev der opbygget et moderat, men synkront opsving i såvel USA, Europa, Japan som Kina hjulpet af en meget lempelig pengepolitik, øget beskæftigelse og stigende råvarepriser.

Den globale økonomiske vækst skønnes at blive øget i 2017 som følge af stigende aktivitet i USA, men også pga. fremgang i en række emerging markets lande. Erhvervstillidsindikatorerne i andre geografiske områder peger også i opadgående retning.

År 2017 forventes imidlertid at blive præget af en række forskellige usikkerhedsfaktorer, hvor især politiske forhold vurderes væsentlige for den økonomiske udvikling og for de finansielle markeder.

Det kommende år vil vise, hvilke tiltag den nye amerikanske præsident, Donald Trump, og hans administration vil og kan igangsætte. Under valgkampen blev der luftet adskillige og i nogle tilfælde kontroversielle forslag, der ikke nødvendigvis vil blive fremsat end-sige passere Kongressen i USA.

Trump forventes at igangsætte en ekspansiv finanspolitik med bl.a. skattelettelser. Endvidere ventes igangsæt øgede investeringer i amerikansk infrastruktur med renowing og bygning af veje og broer. Disse tiltag vil i 2017-18 være positivt for væksten i amerikansk økonomi og understøtte indtjeningen i amerikansk erhvervsliv.

Frygten er imidlertid en eventuel indførelse af en mere restriktiv importpolitik vedrørende varer fra især Kina og Latinamerika. Dette kan igangsætte en besværliggørelse af verdenshandlen og i værste tilfælde eskalere til en egentlig global handelskrig. En sådan udvikling kan skabe megen uro på de globale finansielle markeder det kommende år.

Udover Brexit-forhandlingerne står Europa i 2017 over for parlamentsvalg i Holland og Tyskland samt et præsidentvalg i Frankrig. Derudover kan det ikke udelukkes, at der bliver udskrevet parlamentsvalg i Italien i 1. halvår af 2017 i kølvandet på befolkningens nej til forfatningsændringer ved folkeafstemningen i december 2016. Udfaldet af disse valg kan blive påvirket af den populistiske bølge, der strømmer ind over Europa, med bl.a. øget modstand mod globalisering og EU som konsekvens. Valgene kan således skabe usikkerhed om den politiske og økonomiske retning, som Eu-

ropa og de enkelte europæiske lande fremover vil bevæge sig i.

Den økonomiske vækst i Europa skønnes at blive moderat i 2017, hjulpet af lav rente og stigende beskæftigelse. Væksten vurderes at blive hæmmet af fortsat høj statsgæld i Sydeuropa, hvilket vil begrænse mulighederne for øgede finanspolitiske lempelser. Samtidig må der forventes en vis tilbageholdenhed i Storbritannien pga. usikkerheden om resultatet af forhandlingerne om betingelser og vilkår ved Storbritanniens forventede udtræden af EU. Premierminister Theresa Mays udmelding i januar 2017 antyder en kompromisløs engelsk indstilling og dermed svære forhandlinger.

Selvom Kina forventes at opretholde en fortsat høj vækstrate i 2017, lurer der under overfladen en række strukturelle problemer, der på et tidspunkt kan begynde at påvirke markedet. Således vurderes det, at den kinesiske ledelse vil have fokus på den kraftigt stigende indenlandske gæld, kreditkvaliteten af bankernes udlån og de stigende priser på ejendomsmarkedet, hvilket kan resultere i stramninger.

De stigende priser på olie og andre råstoffer forventes sammen med øget beskæftigelse at hæve stignings-takten for inflation og løn i USA og i mindre grad i Europa, dog uden at blive kritisk. Den amerikanske centralbank forventes som annonceret at hæve styringsrenten minimum to gange i 2017. Risikoen er yderligere stramninger i pengepolitikken, såfremt Trumps finanspolitiske tiltag vurderes for lempelige.

Den Europæiske Centralbank ventes at fastholde sin lempelige pengepolitik med negative rentesatser og obligationstilbagekøb året ud. Vurderingen er, at centralbanken hellere vil risikere inflation end at kvæle det spirende opsving.

I 2017 vurderes de korte markedsrenter i Europa at blive holdt nede af Den Europæiske Centralbanks lave styringsrenter og forlænget opkøbsprogram. I 2. halvår skønnes en moderat rentestigning som reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget i 2018, ligesom de amerikanske renter forventes at stige.

De globale aktiemarkeder ventes i det kommende år at nyde godt af den stigende makroøkonomiske aktivitet, hvor selskaberne efter års indtjeningsstilstand forventes at opnå vækst i 2017. De senere års kursstigninger på de globale aktiemarkeder er primært opstået ved højere prisfastsættelse. Værdiansættelsen

vurderes nu som værende i den høje ende, så skuffelser vedrørende indtjeningsvækst eller højere end ventet rentestigninger kan resultere i negative aktiekursbevægelser.

Foreningens ledelse vurderer, at de finansielle markeder i 2017 vil blive præget af fortsat urolige kursbevægelser skabt af forventningsskift, politisk usikkerhed og geopolitiske spændinger. Med en forventning om svagt stigende renter i løbet af året, skønner foreningens ledelse imidlertid, at risikobetonede aktiver som aktier og kreditobligationer vil frembyde bedre afkastmuligheder end stats- og realkreditobligationer i 2017.

Baseret på disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse moderat positive afkast i foreningens emerging markets obligationsafdelinger og positive afkast i aktieafdelingerne. Væsentlige afkastudsving over året må forventes i foreningens aktieafdelinger, og perioder med negative afkast kan ikke udelukkes.

Udviklingen i foreningen i 2016

Afkastudviklingen.

År 2016 gav samlet set højere afkast end ledelsen havde forventet primo året. Alle afdelinger med undtagelse af de to afdelinger med europæiske aktier gav positive afkast. Relativt til afdelingernes respektive benchmark gav kun foreningens to afdelinger med japanske aktier et væsentligt merafkast.

Aktiemarkedene oplevede et meget turbulent år i 2016. Efter en chokstart med kraftige kursfald rettede aktiemarkedene sig markant fra bunden i februar og endte højere ultimo 2016. Da såvel den amerikanske dollar og den japanske yen samtidig steg over for euro og danske kroner bevirkede det, at foreningens aktieafdelinger samlet set gav afkast, der oversteg ledelsens forventning primo 2016.

Det globale marked for emerging markets obligationer var ved indgangen til 2016 relativt lavt prissat efter en periode med faldende råvarepriser og nervøsiteten for faldende vækstrate i Kina. Da råvarepriserne begyndte at rette sig i 2016, og vækstraten i Kina ikke viste et fald, steg kurserne på emerging markets obligationerne væsentligt.

Afkastene i foreningens afdelinger med amerikanske aktier var ca. 11% i 2016. Afkastudviklingen var højere end ventet primo året, men lavere end afdelingernes benchmark. En andel af afkastet kan tilskrives den amerikanske dollar, der steg med ca. 3% over for kroner i 2016. Afkastudviklingen i afdeling USA og USA Akk. findes ikke tilfredsstillende.

Afdelingerne med europæiske aktier gav negative afkast på 5,75% i 2016. Afkastene var lavere end ventet primo året og også noget lavere end afdelingernes benchmark. Foreningens ledelse finder afkastudviklingen i disse afdelinger utilfredsstillende.

Afdelinger med japanske aktier gav et afkast på 10,75% i 2016, hvilket var højere end ventet primo året, men også højere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes derfor meget tilfredsstillende.

Nye Obligationsmarkeder og Nye Obligationsmarkeder Akk. gav i 2016 afkast på næsten 8,5%. Afkastene i afdelingerne var højere end ventet, men lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen i afdelingerne ikke tilfredsstillende.

Afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. leverede i 2016 et afkast på lidt under 5%. Afkastet var på niveau med ledelsens forventning primo 2016. Afkastene var imidlertid over 9 procentpoint lavere end benchmark, hvorfor foreningens ledelse finder udviklingen utilfredsstillende.

Afkastudviklingen i de to afdelinger med globale aktier leverede afkast på lige under 8%, hvilket var højere end ventet primo året. Relativt til afdelingernes benchmark var afkastene 3 procentpoint lavere. Foreningens ledelse finder afkastene i disse afdelinger ikke tilfredsstillende.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2016'.

Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2016 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 839,7 mio. kr. mod 1.244,7 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 15.533 mio. kr. ved udgangen af året mod 15.021 mio. kr. ved starten af året.

Den samlede formue i foreningen faldt i 2016. Årets afkast kunne ikke opveje nettoindløsningen, udlodningerne og nedlæggelsen af afdelingerne USA Small/Mid Cap og US Small/Mid Cap Akk.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2016'.

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

Omkostninger i 2016

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 192,3 mio. kr. mod 207,9 mio. kr. året før. I 2016 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 1,35% mod 1,41% året før.

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

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

Ændring af aftaler

Foreningens ledelse arbejder løbende med afkastmål i foreningens afdelinger og opfølgning herpå. Der er opstillet mål for afkastudviklingen relativt til benchmark samt relativt til konkurrerende investeringsfonde i markedet. Foreningens ledelse gennemgår og vurderer afkastudviklingen på hvert ordinært bestyrelsesmøde.

Konklusionen af dette arbejde har været, at afkastudviklingen i foreningens afdelinger i 2016 ikke har været tilfredsstillende i alle afdelinger.

Bestyrelsen følger udviklingen tæt og overvejer løbende, om hver afdeling har den rigtige porteføljeforvalter, eller om denne skal udskiftes.

Nedlæggelse af afdelinger

Som følge af manglende investoropbakning i de to US Small/Mid Cap afdelinger besluttede bestyrelsen at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling i de to afdelinger den 31. august 2016 med henblik på at stille forslag om afvikling af afdelingerne. Den ekstraordinære generalforsamling besluttede at afvikle afdelingerne, hvilket blev gennemført endeligt i december 2016.

Pristilpasninger

På basis af forhandlingerne mellem foreningens ledelse og foreningens hoveddistributør i efterårsmånederne 2015 blev tegningsprovision og andre omkostninger i forbindelse med emissioner og indløsninger i foreningens afdelinger afskaffet pr. 1. januar 2016. Samtidig blev strukturen for de løbende omkostninger forenklet og samlet i et managementgebyr.

Værdipapirudlån

Foreningen foretager udlån af foreningens værdipapirer med henblik på at øge afkastet i primært foreningens aktieafdelinger.

Udlån af værdipapirer er udbredt i udlandet, hvor store institutionelle investorer som pensionskasser, forsikringselskaber, investeringsfonde, centralbanker og investeringsbanker m.fl. er aktive. Formålet med lånene kan være forskellige varierende fra afdækning af afviklingsproblemer til short selling. Afhængigt af efterspørgslen kan der opnås et større eller mindre beløb for udlånene.

Udlån af værdipapirer kan indebære modpartsrisiko, såfremt låntager ikke er i stand til at levere de lånte værdipapirer tilbage. For at sikre sig mod denne risiko indgår foreningen alene i sådanne forretninger mod behørig sikkerhed i sikre statsobligationer eller kontanter og med overdækning.

For at programmet ikke skal give foreningens investorer underskud, har foreningen en aftale med Nykredit om deling af overskuddet ved værdipapirudlån som eneste betaling for serviceydelsen. Nykredit modtager 30% af de indkomne indtægter og afholder deraf alle omkostninger ved programmet, uanset om foreningens værdipapirer bliver udlånt eller ej.

For 2016 har foreningens indtægt fra programmet været 1.729 t.kr.

Active Share og Tracking Error

Foreningen udbyder aktivt forvaltede aktieafdelinger. Hvert par af afdelinger har sin investeringsstil. Dette kan bl.a. vises ved risikomålene Active Share og Tracking Error.

Risikomålet Active Share måler forskellen i værdipapirbeholdningens sammensætning i en afdeling i forhold til positionerne i afdelingens valgte benchmark. Værdien af Active Share kan befinde sig mellem 0% og 100%. En lav værdi (under 20%) indikerer en portefølje, der beholdningsmæssigt er tæt på benchmark. En høj værdi (over 80%) indikerer en beholdning, der afviger væsentligt fra sammensætningen af benchmark, og dermed en høj risiko for, at afdelingens afkast afviger fra benchmarkafkastudviklingen.

Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. En værdi under 1% indikerer en afdeling, der følger benchmark tæt, mens en værdi over 3% viser, at en afdelings afkast afviger væsentligt fra benchmarkudviklingen.

Afdelingerne med en kvantitativt baseret investeringsstil som de to USA large cap afdelinger har en afkastudvikling, der samvarierer mere med benchmarkafkastet end de øvrige afdelinger, der baseres på en stil med stockpicking. USA-afdelingerne har derfor en lavere værdi af Active Share og Tracking Error end de øvrige aktieafdelinger i foreningen.

I afdelingsberetningerne er ovennævnte nøgletal angivet og beskrevet for hver aktieafdeling.

Forbud mod ex-kupon andele

I juni måned blev lovforslag L 123 vedtaget i Folketinget. Loven medførte, at udstedelse af ex-kupon andele i foreningens aktieafdelinger blev forbudt. Dette ville hvert år afstedkomme en u hensigtsmæssighed i de første måneder ind til generalforsamlingen. Nye midler investeret i disse afdelinger ville modtage udlodning ved generalforsamlingen, og investor ville da blive beskattet af foregående års skattemæssige gevinster, selvom investor ikke havde deltaget heri.

For at tilpasse foreningen til den nye skattemæssige lovgivning indkaldte bestyrelsen til en ekstraordinær generalforsamling den 28. september 2016 med henblik på en ændring af foreningens vedtægter. Ændringen af vedtægterne blev vedtaget, hvorved bestyrelsen kunne beslutte, at foreningens afdelinger udbetalte foreløbig udlodning for 2016 i januar 2017 i stedet for anvendelse af ex-kupon andele som i tidligere år.

Afkastudviklingen i 2016

Afdeling	Afkast 2016	Benchmark-afkast 2016
USA	11,0%	13,8%
USA Akk.	11,0%	13,8%
Europa	-5,8%	2,2%
Europa Akk.	-5,7%	2,2%
Japan	10,7%	5,1%
Japan Akk.	10,8%	5,1%
Nye obligationsmarkeder	8,4%	10,3%
Nye obligationsmarkeder Akk.	8,4%	10,3%
Nye Aktiemarkeder	4,8%	14,1%
Nye Aktiemarkeder Akk.	4,8%	14,1%
Globale Aktier	7,8%	10,7%
Globale Aktier Akk.	7,8%	10,7%

Resultat og formue i 2016

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
USA	167,7	1.776,2	143,67
USA Akk.	388,4	4.167,6	195,48
Europa	-57,7	861,1	94,95
Europa Akk.	-131,8	1.892,5	110,95
Japan	25,5	259,2	96,15
Japan Akk.	49,3	591,4	99,75
Nye obligationsmarkeder	44,4	553,1	95,67
Nye obligationsmarkeder Akk.	86,7	1.205,7	107,07
Nye Aktiemarkeder	22,8	452,1	110,37
Nye Aktiemarkeder Akk.	45,4	1.088,8	110,40
Globale Aktier	54,3	738,7	147,25
Globale Aktier Akk.	144,8	1.946,3	166,45

Omkostningsprocenter

Afdeling	Omk.procent 2016	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014
USA	1,04	0,82	1,15
USA Akk.	1,03	0,93	0,89
Europa	1,61	1,53	1,56
Europa Akk.	1,59	1,51	1,58
Japan	1,58	1,80	1,94
Japan Akk.	1,53	1,77	1,84
Nye obligationsmarkeder	1,21	1,41	1,49
Nye obligationsmarkeder Akk.	1,11	1,38	1,44
Nye Aktiemarkeder	1,49	2,02	1,82
Nye Aktiemarkeder Akk.	1,47	2,01	1,76
Globale Aktier	1,75	1,64	1,72
Globale Aktier Akk.	1,71	1,62	1,66

ÅOP i årsrapporten

Afdeling	ÅOP 2016	ÅOP 2015	ÅOP 2014
USA	1,18	1,45	1,41
USA Akk.	1,17	1,37	1,43
Europa	2,09	2,40	2,40
Europa Akk.	2,06	2,42	2,42
Japan	1,67	2,19	2,19
Japan Akk.	1,62	2,15	2,15
Nye obligationsmarkeder	1,34	1,65	1,93
Nye obligationsmarkeder Akk.	1,28	1,56	1,84
Nye Aktiemarkeder	2,27	1,76	1,76
Nye Aktiemarkeder Akk.	2,21	1,74	1,74
Globale Aktier	1,87	1,99	1,99
Globale Aktier Akk.	1,84	1,96	1,96

I henhold til ny standard fra Investeringsfundsbranchen skal ÅOP, som var gældende og dermed publiceret i foreningens prospekt og på hjemmesiden pr. 31.12, vises i årsrapporterne, hvor de betegnes som "ÅOP i årsrapporten".

De økonomiske omgivelser i 2016

Fremgang i den globale økonomi

Den globale økonomi viste i 2016 en gradvis bedring, dog med en pause i 1. halvår, hvor især USA oplevede tilbageholdenhed i investeringerne efter olieprisens fald primo året. Væksten i de udviklende økonomier stabiliserede sig som helhed i 2016, trods det forhold, at prisfaldet på råvarer primo året dæmpede udviklingen i de råstofeksporterende lande.

En vending i olieprisen, fortsat stigning i beskæftigelsen og en lempelig pengepolitik bevirkede, at den økonomiske aktivitet begyndte at stige i 2. halvår. Erhvervsstillidsindikatorerne viste allerede over sommeren tegn på synkron forbedring i både USA, Europa, Japan og Kina og lå ved årets udgang på et højere niveau end længe set.

Politisk usikkerhed og overraskelsernes år

År 2016 vil blive husket for en række overraskende begivenheder. Nogle påvirkede den økonomiske udvikling og de finansielle markeder med det samme, mens effekten af andre måske først bliver mærkbar i de kommende år.

Udviklingen i olieprisen indledte året med at falde kraftigt til ca. 28 USD pr. td. for derefter at stige til ca. 55 USD pr. td. ved årets udgang. De store prisudsving skal ses i lyset af OPEC's stigende konkurrence fra de nye skiferolie- og gasproducenter i USA, men også i lyset af manglende produktionsdisciplin blandt OPEC-medlemmerne selv. En ny produktionsaftale i OPEC fik stabiliseret olieprisen mod slutningen af året, selvom mange iagttagere er skeptiske over for holdbarheden af aftalen.

Igennem det meste af 1. halvår 2016 udgjorde afstemningen om Storbritanniens fortsatte medlemskab af EU et usikkerhedsmoment i den europæiske økonomi. I juni valgte englænderne ved en folkeafstemning overraskende at stemme for at forlade EU. Resultat var uventet, og efterlod administrationen i Storbritannien uforberedt på processen med at træde ud af EU. Forhandlingerne om betingelserne for en "Brexit" udestår og kan give uro i de kommende år.

I november blev Donald Trump valgt til amerikansk præsident, trods meningsmålingernes spådom om et andet udfald op til valget.

Mere ventet stemte den italienske befolkning i december imod en ændring af forfatningen i Italien, hvilket fik den

siddende premierminister Matteo Renzi til at træde tilbage.

Selvom forventningen til markedsreaktion på de uventede udfald var store kursfald, reagerede de finansielle markeder overraskende afdæmpet eller positivt på udfaldene af valgene i 2016.

Lempelig pengepolitik

De ledende centralbanker verden over agerede forskelligt via deres pengepolitik i 2016.

Den Europæiske Centralbank (ECB) justerede i marts sin pengepolitik. ECB nedsatte styringsrenten fra -0,30% til -0,40%, udvidede beløbet til obligationsopkøb fra 60 mia. EUR til 80 mia. EUR pr. måned samt medtog erhvervsobligationer i opkøbsprogrammet.

I december meddelte såvel ECB som den amerikanske centralbank ændringer i deres pengepolitik. ECB holdt styringsrenten uændret på -0,4% og besluttede at forlænge opkøbsprogrammet fra marts 2017 og året ud, men med et nedsat månedligt opkøbsbeløb på ca. 60 mia. EUR mod de tidligere 80 mia. EUR. Den amerikanske centralbank hævede derimod styringsrenten med ¼ procentpoint og annoncerede, at renten forventedes hævet yderligere to-tre gange af ¼ procentpoint i 2017. Den amerikanske centralbank arbejder således på en langsom normalisering af pengepolitikken i USA.

Danmarks Nationalbank foretog i løbet af 2016 få ændringer i pengepolitikken. Nationalbanken justerede alene indskudsbevisrenten op med 0,10% til -0,65% i januar 2016.

Beherskede valutakursudsving

År 2016 blev samlet set ikke præget af de store kursudsving mellem de toneangivende valutaer i verden med undtagelse af japanske yen, der medio 2016 var steget ca. 15% for derefter at falde, så stigningen udgjorde ca. 5% overfor danske kroner ved udgangen af 2016. Derudover faldt det engelske pund med ca. 14% overfor danske kroner i 2016.

Forskellen i den pengepolitiske udvikling i USA og Europa bevirkede en behersket styrkelse af den amerikanske dollar over for euroen og den danske krone i 2016. Således steg dollaren med ca. 3% i løbet af 2016.

Markedsudviklingen i 2016

Positive afkast i obligationsmarkederne

År 2016 bød på en række usikkerhedsmomenter og overraskelser, der skabte uro på de finansielle markeder.

Primo året var der fortsat stress på oliemarkedet, hvilket fik prisen på råolie til at falde voldsomt. Samtidig opstod der blandt aktørerne på de finansielle markeder en frygt for stigende amerikansk rente samt for en hård opbremsning i den kinesiske økonomi. Derimod steg efterspørgslen efter solide statsobligationer og andre sikre obligationer, hvilket førte til rentefald.

Behersket økonomisk vækst og fortsat lav inflation i Europa fremprovokerede endnu en kvantitativ lempelse af pengepolitikken i Euro-området, idet ECB i marts måned iværksatte yderligere en rentenedsættelse, udvidede beløbet til obligationsopkøb samt medtog erhvervsobligationer i opkøbsprogrammet.

Afstemningsresultatet med et nej til Storbritanniens fortsatte medlemskab af EU kom uventet og medførte turbulens på markederne og gav et fornyet globalt rentefald medio året. Renten på statsobligationer endte i rekordlave niveauer ultimo juni, hvor mange, lange statsobligationer handlede til negative effektive renter.

I 2. halvår 2016 begyndte de makroøkonomiske nøgletal at vise øget vækst. Usikkerheden om udfaldet af det amerikanske præsidentvalg dæmpede imidlertid rentestigningen i efteråret, ligesom den amerikanske centralbank holdt de forventede stramninger af pengepolitikken tilbage. Valget af Donald Trump til præsident bevirkede, at markedet ændrede forventninger til rente- og inflationsforhold med rentestigninger i markedet til følge.

I december meddelte såvel ECB som den amerikanske centralbank ændringer i deres pengepolitik. ECB fastholdt en lempelig pengepolitik, mens den amerikanske centralbank derimod hævdede styringsrenten og signalerede en langsom normalisering af pengepolitikken i USA.

Effekten af ovennævnte var, at den 10-årige rente på statsobligationer i USA faldt fra 2,3% til 1,4% medio året, for derefter at stige til 2,4% ultimo 2016. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt ligeledes fra 0,6% til -0,2% medio året, for så at stige til 0,2% ultimo 2016.

Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation faldt fra lige over 1,0% til 0,6% i 1. halvår 2016, men steg derefter til 1,2% ultimo 2016. Renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra -0,3% til -0,8% gennem 2016.

Det danske obligationsmarked blev i 2016 påvirket af udviklingen i det internationale renteniveau. Den 2-årige danske statsrente faldt fra lige under -0,3% til -0,5%. Den 10-årige danske statsrente faldt fra 1,0% til 0,3%, men var på 0,0% primo juli, da nervøsiteten for Brexit var på sit højeste.

Optur i Emerging Markets obligationer

Det globale marked for emerging markets obligationer var ved indgangen til 2016 relativt lavt prissat efter en periode med faldende råvarepriser, nervøsitet for faldende vækstrate i Kina samt forventning om en stramning af den amerikanske pengepolitik. Da råvarepriserne begyndte at rette sig i 2016, og vækstraten i Kina ikke viste et fald, vendte de internationale investorer tilbage til aktivklassen med stigende kurser på obligationer og emerging markets valutaer til følge.

Markedet for emerging markets obligationer målt ved J.P. Morgan EMBI Global Diversified indeks steg med 13,0% omregnet til danske kroner i 2016.

Positive afkast på de globale aktiemarkeder

År 2016 blev et udsædvanligt, volatilt og vanskeligt år på de globale aktiemarkeder.

Aktiemarkederne blev primo 2016 ramt af chok bl.a. som følge af kraftigt prisfald på olie. Aktiemarkederne oplevede således markante kursfald på ca. 15% i årets første 5-6 uger. Stigende økonomisk fremgang medførte efterfølgende stigende aktiekurser, trods overraskelserne i form af Brexit og udfaldet af det amerikanske præsidentvalg.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 10,7% i 2016, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 13,8%, 2,2% og 5,1% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var ligeledes positiv i 2016, idet MSCI Emerging Markets Free indekset steg med 14,1%.

I 2016 var der stor forskel på afkastudviklingen på sektorniveau. Således steg aktierne i energisektoren og råvaresektoren på globalt plan med henholdsvis 29,9% og 25,7% i gennemsnit, hvorimod aktier i den defensive

sektor stabile forbrugsgoder kun steg 4,3%, mens aktierne i sundhedssektoren faldt 4,4%. Markederne blev i 2016 således præget af en efterspørgsel efter aktier, der var faldet i tidligere år, og en gevinsthjemtagning i sektorer, der var steget i de foregående år.

Moderate afkast i det danske aktiemarked

Efter en årrække med relativt høje afkast på det danske aktiemarked, udviklede markedet sig svagere end de fleste andre aktiemarkeder i 2016. Målt ved OMXCCapGI-indekset steg det danske aktiemarked med 3,2% i 2016.

Generelt leverede de fleste danske selskaber et fornuftigt resultat i 2016. Markedsafkastet blev imidlertid præget af, at Novo Nordisk måtte nedjustere den forventede indtjeningsvækst i de kommende år som følge af prispress fra indkøberne på det vigtige amerikanske insulinmarked. Med et kursfald på over 36% i 2016 påvirkede Novo Nordisk som største selskab det samlede markedsafkast væsentligt. Omvendt gav de cykliske selskaber som A.P. Møller-Mærsk og FLSmidth & Co. et afkast på over 20% i 2016.

Risikoforhold i foreningens afdelinger

Risikoprofilen i foreningens afdelinger er først og fremmest bestemt i foreningens vedtægter og prospekt. I forlængelse heraf fastlægger bestyrelsen desuden en række detaljerede investeringsretningslinjer for direktionen og foreningens investeringsrådgivere.

Dette og det følgende afsnit beskriver de væsentligste risikoforhold i foreningens afdelinger, og hvordan foreningens ledelse håndterer spørgsmålet om risici generelt.

Risiko

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

Standardafvigelse

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

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

Maksimalt registreret kursfald

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

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

Risikoskalaen i Central Investorinformation

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

Tabellen sidst i afsnittet viser indplaceringen af foreningens afdelinger på risikoskalaen ultimo 2016. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

Risikovurdering

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

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

Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standard-afvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
USA	15,7%	42,1%	48,9%	6	Høj
USA Akk.	15,7%	40,6%	48,4%	6	Høj
Europa	17,0%	55,6%	62,4%	6	Høj
Europa Akk.	16,9%	56,4%	63,1%	6	Høj
Japan	20,6%	47,1%	60,5%	6	Høj
Japan Akk.	20,6%	47,2%	61,9%	6	Høj
Nye obligationsmarkeder	9,8%	20,8%	20,8%	4	Middel
Nye obligationsmarkeder Akk.	9,7%	20,7%	20,7%	4	Middel
Nye Aktiemarkeder	16,5%	23,5%	23,5%	6	Høj
Nye Aktiemarkeder Akk.	16,5%	23,4%	23,4%	6	Høj
Globale Aktier	14,7%	20,3%	20,3%	5	Høj
Globale Aktier Akk.	14,8%	20,3%	20,3%	5	Høj

Risikofaktorer og risikostyring

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

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

Nedenstående afsnit omhandler de risici, som ledelsen finder relevante, men skal ikke opfattes som en prioriteret og udtømmende opstilling i relation til alle forudsete og uforudsete scenarier.

Aktiemarkedsrisiko

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

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

Emerging markets risiko

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

Gearingsrisiko

Hvis en afdeling bruger gearing, vil udsvingene i afdelingens afkast sammenlignet med afkastet på markedet blive forstærket i både positiv og negativ retning. Gearing kan medføre, at afdelingen kan få tab, der er større end den indskudte kapital i afdelingen. Der kan derfor være risiko for, at afdelingen kan gå konkurs, og at investor taber hele sin investering i afdelingen.

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

Geografisk risiko

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

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

Kreditrisiko

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

Foreningens to obligationsafdelinger, Nye obligationsmarkeder og Nye obligationsmarkeder Akk., investerer primært i emerging markets stats- og erhvervsobligationer, hvor kreditrisikoen må anses som værende middel til høj.

Risikoen i afdelingerne styres ved, at der maksimalt må investeres 35% af formuen i en enkelt statslig udsteder. Ved erhvervsobligationer investeres der som udgangspunkt maksimalt 5% af formuen i en enkelt udsteder. Der kan dog investeres op til 10% i en enkelt udsteder, såfremt sådanne investeringer samlet ikke udgør over 40% af en afdelings formue.

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

Tabellen herunder viser, hvordan investeringerne i foreningens obligationsafdelinger ultimo 2016 er fordelt på udstedere med forskellig kreditrisiko.

Fordeling på udsteder ultimo 2016

Afdeling	Andel i statsobl.	Andel i realkreditobl.	Andel i erhvervsobl.
Nye obligationsmarkeder	67,3%	-	32,7%
Nye obligationsmarkeder Akk.	69,2%	-	31,8%

Note: Andel i statsobligationer inkluderer statsgaranterede obligationer.

Likviditetsrisiko

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

Modelrisiko

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

Modpartsrisiko

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

Politisk risiko

Værdien af investeringen i værdipapirer kan påvirkes af politiske beslutninger, der ikke var kendt på tidspunktet for investeringen.

Rente- og obligationsmarkedsrisiko

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

I tabellen nedenfor er angivet varigheden for foreningens obligationsafdelinger ultimo 2016.

Renterisiko i obligationsafdelinger ultimo 2016

Afdeling	Varighed ultimo 2016	Varighedsbegrænsning
Nye obligationsmarkeder	5,9	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	5,8	-

Note: Varighedsmålet er den korrigerede varighed.

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

For at styre renterisikoen er der i foreningens vedtægter og prospekt fastsat grænser for varighedens størrelse. Foreningens ledelse overvåger løbende, at grænserne bliver overholdt.

For afdelingerne Nye obligationsmarkeder og Nye obligationsmarkeder Akk. er der ikke vedtægtsmæssige eller prospektmæssige begrænsninger på varigheden. Investeringsstilen i afdelingerne er dog ikke at tage væsentlig varighedsmæssig risiko i forhold til afdelingens benchmark, hvorfor varigheden i afdelingerne normalt vil ligge tæt på benchmarkvarigheden (5,3 ultimo 2016).

Risiko ved investeringsstil

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

Risiko på kontantindestående

En afdeling kan have en større eller mindre del af sin formue som kontantindestående eller aftaleindskud i et pengeinstitut, bl.a. i foreningens depotselskab. Det giver afdelingen en risiko for tab, hvis pengeinstituttet går konkurs.

Risiko ved kreditspænd/rentespænd

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

Udstederspecifik risiko

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

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

Investeringsstilen og investeringsuniverset bevirker, at der er forskel i spredningen af porteføljen i foreningens enkelte aktieafdelinger. I foranstående tabel er angivet mål for spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2016.

Af tabellen fremgår, at der er en rimelig spredning på selskaber i foreningens afdelinger, men afdelingerne Japan og Japan Akk. er afhængige af afkastudviklingen i få aktier med en eksponering på op til 6% i et enkelt selskab og op til 27% på de 5 største selskaber i porteføljen. Afkastudviklingen i disse afdelinger vil i højere grad end de øvrige afdelinger være eksponeret til selskabsspecifik risiko, og afkastet kan derfor afvige en del fra benchmarkudviklingen.

Tabellen herunder beskriver spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2016.

Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2016

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
USA	189	2,7%	11%
USA Akk.	187	2,8%	11%
Europa	85	3,7%	15%
Europa Akk.	87	3,7%	15%
Japan	29	6,0%	27%
Japan Akk.	29	6,0%	27%
Nye Aktiemarkeder	41	4,6%	20%
Nye Aktiemarkeder Akk.	41	4,6%	20%
Globale Aktier	76	4,0%	17%
Globale Aktier Akk.	76	4,0%	17%

Udtræksrisiko

Hvis en afdeling investerer i konverterbare realkreditobligationer, kan der være en risiko for ekstraordinære indfrielse. Det kan give tab for afdelingen, hvis de indfrieede obligationer har en kursværdi over 100, og indfrielsen ikke var ventet i markedet.

Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver en risiko ved omveksling fra udenlandske valutaer til danske kroner, fordi valutakurserne kan svinge. Disse udsving kan påvirke værdien af investeringerne i en afdeling, der investerer i udenlandske værdipapirer i både positiv eller negativ retning. En afdeling, som investerer i danske værdipapirer har fx ingen direkte valutarisiko, mens en afdeling som investerer i europæiske værdipapirer har begrænset valutarisiko. En afdeling, som systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. Det vil være beskrevet under den enkelte afdelings investeringsområde, om den laver en sådan kurssikring.

Tabellen herunder viser den procentvise fordeling af investeringer på en række valutaer i foreningens aktieafdelinger ultimo 2016.

Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2016

Afdeling	DKK og relateret EUR	USD	GBP	JPY	Øvrige
USA	-	100%	-	-	-
USA Akk.	-	100%	-	-	-
Europa	53%	-	33%	-	14%
Europa Akk.	53%	-	33%	-	14%
Japan	-	-	-	100%	-
Japan Akk.	-	-	-	100%	-
Nye Aktiemarkeder	4%	12%	3%	-	81%
Nye Aktiemarkeder Akk.	4%	11%	3%	-	82%
Globale Aktier	15%	53%	4%	10%	18%
Globale Aktier Akk.	15%	53%	4%	10%	18%

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

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

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

Bæredygtige investeringer

Foreningen har i årets løb været involveret i udviklingen af Investeringsfondsbranchens branchestandard for ansvarlige investeringer, ligesom foreningens rådgiver har kommenteret på de nye anbefalinger om aktivt ejerskab, som Komité for god selskabsledelse offentliggjorde i november måned.

Foreningen lever allerede op til branchestandarderne og til ambitionerne bag anbefalingerne fra Komité for God Selskabsledelse. Den konkrete formulering af de 7 anbefalinger fra Komité for God Selskabsledelse giver dog anledning til refleksion, og derfor vil foreningen i det kommende år se nærmere på behovet for præcisering af foreningens politik for stemmeafgivning og ikke mindst rapportering herom.

Politik hvilende på bredt anerkendte konventioner og normer

Politikken for bæredygtige investeringer i foreningen hviler på erkendelsen, at bæredygtighed kan være en katalysator for mindre risiko og bedre afkast.

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

Politikken i praksis

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

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

Dialog og aktivt ejerskab

Respekten for international ret deler foreningen med langt størstedelen af verdens selskaber. Hvis et selskab, som foreningen investerer i, mod forventning i

sin forretning udviser en adfærd, der er i strid med international ret, så ønsker foreningen som udgangspunkt via dialog og aktivt ejerskab at påvirke selskabet til at overholde gældende international ret.

Foreningen gør af flere årsager denne ekstra indsats frem for blot at sælge aktierne eller obligationerne. For det første for at få rettet op på problemet, hvis der er en mulighed for det. For det andet kan der være en langsigtet gevinst for ikke alene samfundet, men også virksomheden selv og dermed ejerne, hvis virksomheden får rettet op på problemet.

Systematik i processen

Aktivt ejerskab forudsætter klare mål, tidsgrænser og ikke mindst vedholdenhed. Nykredit og vor rådgiver GES Investments Services har en stribe værktøjer til rådighed i denne proces. Udover direkte møder med selskabet og deltagelse i selskabets generalforsamling, så kan det også inkludere samarbejde med andre investorer. I løbet af processen evaluerer Nykredit løbende udviklingen i det aktive ejerskab. Hvis det ikke er realistisk at nå målet, så ekskluderes selskabet fra investeringsuniverset. Ved udgangen af året var 23 selskaber ekskluderet. Listen er offentligt tilgængelig på foreningens hjemmeside.

Eksempler på foreningens aktive ejerskab

Ved årets udgang drev foreningen aktivt ejerskab med 17 selskaber. I løbet af året blev flere forløb afsluttet, mens andre blev startet op. Hver gang Nykredit indleder en dialog fokuseret på en bestemt problemstilling er det med en klar ambition om i fællesskab med andre investorer at få selskabet til at gøre noget ved problemet.

I tilfældet PotashCorp og Motorola har foreningens rådgiver desværre måttet konstatere, at det ikke lykkedes. Derfor har foreningen valgt at ekskludere disse selskaber fra investeringsuniverset.

PotashCorp får fosfat fra besatte Vestsahara uden en aftale med den oprindelige befolkning. Dette er i strid med FN's resolutioner. Flere års dialog har ført til, at PotashCorp har anerkendt problemstillingen, men da selskabet ikke agter at gøre yderligere, ser foreningen sig nødsaget til eksklusion af selskabet fra investeringsuniverset.

Motorola har installeret overvågningsudstyr på den ulovligt opførte adskillelsesbarriere i de besatte palæstinensiske områder, og selskabet vedligeholder fortsat disse. Flere års dialog har end ikke ført til selskabets anerkendelse af problemstillingen, trods kritik fra FN.

Selskabet er derfor blevet udelukket fra investeringsuniverset.

Dialogen med amerikanske AES har til gengæld været helt anderledes positiv. Problemet opstod, da selskabet opførte Chan-dæmningen i Panama uden at konsultere med lokale indbyggere, herunder den oprindelige Ngöbe-stamme. Efter flere års dialog med en stribe skandinaviske investorer har selskabet arbejdet seriøst med problemstillingen. I 2016 kunne AES oplyse, at selskabet nu har indgået aftaler om kompensation med samtlige berørte familier. Samtidig har analyser fra UNESCO vist, at selvom skaderne som følge af projektet var målbare, så var det lykkedes AES at begrænse omfang af følgerne.

Foreningen har en meget begrænset eksponering mod Volkswagen, men Nykredit har alligevel engageret sig i den såkaldte emissions-skandale. Sagen berører en række principielle spørgsmål om god selskabsledelse. Spørgsmålet stod centralt på selskabets generalforsamling i juni måned, hvor Nykredit var aktiv deltager. Nykredits rådgiver har desuden haft flere direkte møder med selskabet herunder med lederen af supervisory board og det nye sustainability board, Hans Dieter Potsch. Selskabet har indgået en stribe forlig samt implementeret ny struktur og kontrolmekanismer, men trods stor bevågenhed fra såvel politikere som investorer, er der fortsat meget arbejde forude.

I november 2015 indtraf et af de største uheld i moderne minedrift. Fundao-dæmningen ved BHP Billiton's Samarco mine kollapsede som følge af et mindre jordskælv, og 19 døde og mere end 700 hjem blev ødelagt. Derudover blev den nærliggende flod forurennet af et miks af materiale fra minen og gammelt forurennet sediment fra tidligere tiders minedrift. Nykredit har i samarbejde andre investorer gennem vores rådgiver været i dialog med selskabet, der har udvist godt initiativ. Allerede i marts måned 2016 indgik selskabet et forlig med de brasilianske myndigheder om reservering af mere end 35 mia.kr. til oprydning og kompensation. Selskabet har beredvilligt deltaget i oprydning og efterforskning og har selv finansieret sin egen undersøgelse af ulykken, som blev udført af uvidelige førende eksperter. Konklusionen herfra er lagt på selskabets egen hjemmeside. BHP Billiton oplyste på et telefonmøde i november måned, hvor Nykredit deltog, at de på baggrund af analysens resultater har gennemgået samtlige andre miner og i øvrigt iværksat nye kontrolprocedurer. Selskabet oplyste også, at genhusningen skred godt frem. Målet er endnu ikke nået, men selskabet fortjener ros for at påtage sig sit ansvar og udvise handlekraft ikke blot for oprydning

men også læring, så dette uheld med tab af menneskeliv ikke gentages.

Rio Tinto, som Nykredit har været i dialog med i en årrække, oplyste på et telefonmøde i december, hvor Nykredit deltog, at selskabet også havde gennemgået samtlige af sine dæmninger og tilhørende procedurer som følge af analysen af Samarco-ulykken. Rio Tinto udviser fortsat gode takter i form af implementering af nye standarder for miljøbeskyttelse, interessentinddragelse og ansvaret for oprydning. Rio Tinto har været blandt pionererne i håndtering af korruption, der anses som branchens største udfordring. I forbindelse med gennemgang af selskabets Shimanduminiprojekt i Guinea identificerede selskabet uforklarlige betalinger på 75 mio.kr. i 2010 til eksterne konsulenter. Oplysningerne blev videregivet til relevante myndigheder i UK, USA og Australien, der nu efterforsker sagen. Samtidig har selskabet fyret de involverede medarbejdere. Nykredit vil følge sagens videre udvikling, men ser umiddelbart sagen som et godt eksempel på, at selskabets interne kontrolprocedurer er begyndt at virke.

Stemmeafgivning

Foreningen har i 2016 udvidet sin deltagelse i selskabers generalforsamlinger betragteligt. I årets løb har Nykredit på vegne af foreningen deltaget i 215 generalforsamlinger.

Stemmeaktiviteten sker i naturlig forlængelse af Nykredits forvaltning og øvrige aktive ejerskab med investeringerne. Ud fra foreningens politik træffer den enkelte afdelings porteføljeforvalter beslutning, om der skal stemmes for eller imod under det enkelte punkt. Formålet er til enhver tid at sikre selskabets langsigtede værdiskabelse og dermed foreningens investering. Ligesom deltagelsen giver mulighed for at håndhæve vore kunders interesser, så giver deltagelsen også indsigt i selskabet. En indsigt der yderligere kan styrke forvaltningen af investeringen.

For at lette det praktiske arbejde har Nykredit indgået en aftale med Glass Lewis, der faciliterer indhentning af mødemateriale, afgivelse af stemmer og afrapportering. Glass Lewis leverer også analyser af selskabets adfærd i forhold til standarder og udfordringer i markedet. Disse analyser anvender Nykredit sammen med andre analyser og naturligvis materialet fra selskabet selv til at nå frem til Nykredits egen indstilling. På denne baggrund stemte foreningen under 3013 punkter. I 9,5% af punkterne stemte foreningen imod selskabsbestyrelsens indstilling. I under 1% af punk-

terne stemte foreningen imod anbefalingen fra Glass Lewis.

Generalforsamlingerne for Chevron og Exxon har de senere år modtaget megen opmærksomhed fra såvel investorer som offentlighed. Mens BP og Shell i 2015 imødekom deres investorers ønske om en revision af selskabernes strategi i lyset af behovet for en kraftig reduktion af CO₂-udledningen, så afviste Chevron og Exxon. I 2016 stillede en stribe investorer et nyt forslag om revision af disse to selskabers strategi i lyset af COP21-aftalen. På trods af, at 40% af aktionærene herunder Nykredit valgte at støtte forslaget, så afviste selskaberne alligevel, at klimaaftalen skulle give anledning til at revurdere selskabernes strategi. På Chevrons generalforsamling stemte foreningen i lighed med de tidligere år for et forslag om bedre håndtering af miljøøkonomiske risici med specifik henvisning til selskabets retssager med Ecuadors regering om oprydning efter tidligere olieudvinding i Ecuadors jungle.

Statsobligationer

Foreningen screener udstedere af statsobligationer, men da udstedere er lande eller overnationale organisationer, så er metoden i sin natur anderledes. Ligesom med sanktionerede selskaber så udelukkes udstedere, der er mål for EU's finansielle sanktioner. Derudover screener vi landene ved hjælp af opgørelser fra OECD, FN og ledende globale tænketanke som

eksempelvis Freedom House og Transparency International. I 2015 valgte foreningen at udelukke Etiopien, da landet gennemgår en turbulent periode med betydelig politisk uro. Foreningen fastholdt i 2016 denne beslutning, da situationen i landet blot forværredes. I løbet af året blev EU's sanktioner mod Hvideruslands politiske ledelse og Iran hævet. Som følge af dette er landene fjernet fra eksklusionslisten. Dette betyder, at såfremt rådgiver finder potentiale for investeringer i landenes statsobligationer bl.a. på baggrund af bæredygtighedsanalyser af landenes udvikling inden for uddannelse, sociale forhold og frihedsrettigheder, så er de investerbare. Det er dog endnu ikke tilfældet. Disse analyser anvendes overfor alle investeringer i statsobligationer. Foreningens rådgiver og forvalter evaluerer hvert halve år porteføljen på baggrund af disse kriterier og udvikler herudfra på tilgangen. Udviklingen er bemærket af bl.a. MSCI ESG Research, der vurderer, at porteføljen af statsobligationer fra udviklingslande ligger i den absolutte top ud fra bæredygtighedskriterier.

Anvendelsen af bæredygtighedsanalyser i forvaltningen

Foreningens rådgiver, Nykredit, fortsatte i 2016 sin videreudvikling af bæredygtighedsanalyser i forvaltningen, de såkaldte ESG-ratings. I lighed med screening mod normbrud, så blev afdelingerne løbende analyseret ud fra ESG-kriterier for at identificere potentielle ESG-risiko. Samtidig forfinede Nykredit anvendelse af ESG i sine aktive strategier.

Fund Governance

Generelt

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

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

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

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

Generalforsamling og investorforhold

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

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne ud over generalforsamlingen er foreningens hjemmeside multimanagerinvest.dk samt publikationen "Nykredit Invest", der udkommer hvert kvartal. Foreningen holder desuden investormøder flere steder i landet.

Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

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

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

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

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

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

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

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

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

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

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

Forretningsgange

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

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

Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

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

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

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

Handel med investeringsbeviser

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og prospekt, der kan hentes via hjemmesiden multimanagerinvest.dk.

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

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

Handel med underliggende værdipapirer

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

Risikostyring og regnskabsafslutning

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

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

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

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

Foreningens aktionærrettigheder

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

Revisionen

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

Væsentlige aftaler

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

Depotselskabsaftale

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

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling samt et gebyr pr. transaktion plus VP-omkostninger. Derudover betaler foreningen et gebyr baseret på kursværdien af udenlandske værdipapirer. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 8,0 mio. kr. mod 9,4 mio. kr. året før.

Administrationsaftale

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

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

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til administration 29,2 mio. kr. mod 29,8 mio. kr. året før.

Aftaler om porteføljevaltning

Foreningen havde ultimo 2016 aftaler med BlackRock, Harding Loevner, Investec Asset Management Limited, Lazard Asset Management, MFS International (UK) Limited, Nykredit Bank (Asset Management) og Sands Capital Management om ydelse af investeringsrådgivning.

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

Samarbejdsaftale

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

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

Revision

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 181 t.kr. mod 190 t.kr. året før.

I 2016 har foreningen ikke haft omkostninger til revision ud over det, der vedrører den lovpligtige revision.

Generalforsamling 2017

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 18. april 2017.

Udlodning

For 2016 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse de foreløbige udlodninger, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2017. Udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger er angivet i nedenstående tabel.

Bestyrelsens forslag til udlodning for 2016

Afdeling	Udlodning*
USA	11,30 kr.
Europa	0,00 kr.
Japan	0,00 kr.
Nye obligationsmarkeder	0,00 kr.
Nye Aktiemarkeder	1,70 kr.
Globale Aktier	7,40 kr.

* Udbyttet er udbetalt via VP Securities A/S i januar 2017 som foreløbig udlodning.

Øvrige forhold

Samfundsansvar

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

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

Foreningen bliver administreret af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykredit koncernen. Administrationen foregår indenfor rammerne af Nykredit koncernens politik for samfundsmæssigt ansvar. Denne politik er beskrevet nærmere på koncernens hjemmeside nykredit.dk.

Politik vedrørende det underrepræsenterede køn

Foreningens politik er, at begge køn skal være repræsenteret i bestyrelsen med et måltal på 25% for det underrepræsenterede køn. Ved valg af kandidater til bestyrelsen skal der først og fremmest ses på kvalifikationer og derefter køn.

Ultimo 2016 opfyldte foreningen politikken.

Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

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

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

Foreningen gør brug af sin stemmeret, hvis den ud fra en konkret vurdering skønner, at en aktiv stillingtagen – evt. i samarbejde med andre investorer – vil kunne give en positiv effekt på afkastet eller bæredygtigheden i investeringen. Som udgangspunkt ønsker foreningens bestyrelse, at udøvelse af stemmeret sker over for virksomheder, der ikke lever op til foreningens bæredygtige og etiske investeringspolitik.

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

Foreningens anvendelse af stemmeretten i 2016 er beskrevet i afsnittet "Bæredygtige investeringer" på side 25.

Usikkerhed ved indregning eller måling

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

Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

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

Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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

Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

Bestyrelse

Tine Roed

Bestyrelsesformand

Direktør, Dansk Industri

Født 1964, indvalgt i bestyrelsen 2014

Bestyrelsesformand for:

Kapitalforeningen Nykredit Alpha

Medlem af bestyrelsen for:

Investeringsforeningen Nykredit Invest

Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros

Kapitalforeningen Nykredit Invest

Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening)

Bestyrelsesforeningen

Øvrige hverv:

Medlem af Dialogforum for Samfundsansvar

Medlem af Landsskatteretten

Erik Højberg Nielsen

Medlem

Direktør,

Født 1950, indvalgt i bestyrelsen 2010

Medlem af bestyrelsen for:

Kapitalforeningen Nykredit Alpha

Mads Jensen, MBA, CFA

Medlem

Direktør

Født 1973, indvalgt i bestyrelsen 2013

Medlem af bestyrelsen for:

Kapitalforeningen Nykredit Alpha

Alvis SICAV-SIF

FA Solutions OY

Mortality Fund 1

Northill Alternatives Funds ICAV

Northill Global Fund ICAV

Northill Global Funds Management Company Ltd.

Northill Global Strategies SPC

Securis 1 Fund

Securis 1 Master Fund

Securis General Partner

Securis II Fund

Securis ILS Fund ICAV

Securis Investment Partners Ltd.

Securis LCM Fund

Securis LCM Master Fund

Securis Life Fund

Securis Life Master Fund

Securis MF1

Securis Non-Life Fund

Securis Non-Life Master Fund

Securis Opportunities Fund

Securis Opportunities Master Fund

Strenta Fund 1

Kim Esben Stenild Højbye

Medlem

Advokat, Partner, NJORD Law Firm
Født 1969, indvalgt i bestyrelsen 2005

Bestyrelsesformand for:

Kapitalforeningen HP Hedge
Investeringsforeningen HP Invest
MoMa Advisors A/S (FAIF)

Medlem af bestyrelsen for:

Investeringsforeningen Investin
Kapitalforeningen Investin Pro
Kapitalforeningen EMD Invest
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II
Kapitalforeningen Nykredit Mira III
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III
Kapitalforeningen Nykredit Alpha
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA
Kapitalforeningen Pro-Target Invest
Kapitalforeningen Investin
Kapitalforeningen Institutionel Investor
Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term
Economic Investment Fund (L.E.I.F.)
Kapitalforeningen LB Investering
Kapitalforeningen Nykredit Invest Engros

Øvrige hverv:

Direktør i K/S EWII Invest I
Direktør i K/S EWII Invest II

Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2016 afholdt 6 ordinære møder.

Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2016 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 365 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 125 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 80 t.kr.

Der har i 2016 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Adm. direktør

Medlem af bestyrelsen for
InvestIn SICAV

Tage Fabrin-Brasted

Direktør

Medlem af bestyrelsen for Investeringsfondsbranchen

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

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

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 10,95%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 13,80% i samme periode. Afkastet i afdelingen blev højere end ventet af ledelsen primo året, men var noget lavere end benchmark. I forhold hertil findes afdelingens afkast ikke tilfredsstillende.

Trods en svag begyndelse endte året med at blive ottende år i træk med positivt afkast for amerikanske aktier målt i danske kroner. Året var præget af makro-drevne hændelser, der resulterede i massive rotationer mellem sektorer og investeringsstile generelt.

Første halvdel af året bød på en udtalt præference for lav-risiko aktier på trods af en ofte høj prisfastsættelse. Derimod blev andet halvår nærmest et spejlbillede af dette, da forventningerne om højere økonomisk vækst resulterede i store kursstigninger i value-aktier. Efter en vanskelig begyndelse på året sammenlignet med udviklingen i benchmark, var der derfor efterfølgende en smule bedre takter.

Særligt udviklingen i olieprisen i første halvdel af 2016 påvirkede afdelingens afkast negativt. En kraftigt stigende oliepris fra februar og frem var godt nyt for de fleste olieselskaber, men ikke for afdelingens beholdninger af amerikanske olieraffinaderier, der havde klarret sig fint med en lav oliepris. I positiv retning trak investeringerne i stålselskaberne Steel Dynamics og Nucor, der nød godt af de mere optimistiske toner for økonomien. Dertil kom, at selskaberne dels ventedes at få gavn af de investeringer i infrastrukturen, som præsident Trump ventes at sætte gang i, og dels potentielle forbedringer i konkurrencesituationen gennem told på import af stål. Amazon.com bidrog også til det positive afkast i forbindelse med, at forbrugere fortsat skifter indkøb i fysiske forretninger til online indkøb.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv, men baseret på en kvantitativ investeringsstil. Nøgletallet Active Share udgjorde 56% ultimo 2016, hvilket indikerer en middelhøj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 1,7%.

Afdelingens nettoresultat blev på 167,7 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 1.776,2 mio. kr. svarende til en indre værdi på 143,67 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 11,30 kr. pr. andel. svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 15,7% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi tegner til et synkront opsving, primært trukket af vækst i USA. De positive udsigter bygger bl.a. på en forventet ekspansiv finanspolitik i USA. Dette ventes at trække indtjeningsvæksten i amerikanske virksomheder i positiv retning. Dette understøtter en forventning om positive afkast for amerikanske aktier i 2017.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	10,95	12,05	28,27	21,41	7,65
Indre værdi pr. andel (i kr.)	143,67	150,00	141,52	116,52	96,77
Udlodning pr. andel (i kr.)	11,30	20,00	8,90	6,20	1,00
Omkostningsprocent ^{*)}	1,04	0,82	1,15	1,37	1,48
Sharpe ratio	0,91	0,72	0,85	0,95	-0,13
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	167.701	167.814	295.121	199.167	70.430
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.776.212	1.495.079	1.350.887	916.306	1.029.408
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.363	9.967	9.541	7.864	10.637
Omsætningshastighed	0,66	0,55	0,59	0,87	0,15
Tracking Error i %	1,72	1,87	2,17	2,40	2,30
Active Share i %	56,00	54,28	-	-	-

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	19	2
2	Renteudgifter	-42	-19
3	Udbytter	33.264	30.927
	I alt renter og udbytter	33.241	30.910
	Kursgevinster og -tab		
	Obligationer	406	-
4	Kapitalandele	153.469	152.724
5	Afledte finansielle instrumenter	-2	-
	Valutakonti	1.338	1.572
	Øvrige aktiver/passiver	-15	-18
6	Handelsomkostninger	-987	-274
	I alt kursgevinster og -tab	154.209	154.004
7	Andre indtægter	132	28
	I alt indtægter	187.582	184.942
8	Administrationsomkostninger	15.345	12.059
	Resultat før skat	172.237	172.883
	Skat	4.536	5.069
	Årets nettoresultat	167.701	167.814
	Overskudsdisponering		
9	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	139.699	199.350
	Overført til udlodning næste år	786	94
	Overført til formuen	27.216	-31.630

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	11.130	9.238
	I alt likvide midler	11.130	9.238
10	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.764.495	1.487.523
	I alt kapitalandele	1.764.495	1.487.523
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	2.455	1.404
	Aktuelle skatteaktiver	58	20
	I alt andre aktiver	2.513	1.424
	Aktiver i alt	1.778.138	1.498.185
	 PASSIVER		
11,12	Investoreernes formue	1.776.212	1.495.079
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.926	3.106
	I alt anden gæld	1.926	3.106
	Passiver i alt	1.778.138	1.498.185
13	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	19	2
I alt renteindtægter	19	2
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	42	19
I alt renteudgifter	42	19
3 Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	33.172	30.827
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	92	100
I alt udbytter	33.264	30.927
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	155.123	150.469
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-1.654	2.255
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	153.469	152.724
5 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	-2	-
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	-2	-
6 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-1.241	-339
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	254	65
I alt handelsomkostninger	-987	-274
7 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	132	28
I alt andre indtægter	132	28
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	264	28
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-132	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	132	28

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
8 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	30	30
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Gebyrer til depotselskab	460	-	460
Administrationshonorar	3.208	-	3.208
Managementhonorar	11.525	-	11.525
Øvrige omkostninger	60	46	106
I alt administrationsomkostninger 2016	15.267	78	15.345

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	26	26
Revisionshonorar til revisorer	7	2	9
Gebyrer til depotselskab	455	-	455
Administrationshonorar	3.135	-	3.135
Managementhonorar	8.333	-	8.333
Øvrige omkostninger	78	23	101
I alt administrationsomkostninger 2015	12.008	51	12.059

	2016	2015
9 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	33.414	30.959
Ikke refunderbare udbytteskatter	-4.566	-5.069
Kursgevinster og -tab til udlodning	112.566	180.996
Udlodningsregulering	14.321	4.179
Udlodning overført fra sidste år	94	438
Minimumsindkomst	155.829	211.503
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-15.345	-12.059
I alt til rådighed for udlodning	140.484	199.444

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

10 Kapitalandele	%		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	21,44		
Sundhedspleje	15,59		
Finans	15,32		
Varige forbrugsgoder	14,21		
Konsumentvarer	9,56		
Industri	7,91		
Energi	5,71		
Forsyning	4,01		
Telekommunikation	3,19		
Råvarer	3,06		
	100,00		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		2016	2015
11 Investorerens formue			
Investorerens formue primo		1.495.079	1.350.888
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12		-149.482	-84.909
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger		-41.013	4.713
Emissioner i året		410.397	207.678
Indløsninger i året		-106.972	-151.255
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		502	150
Foreslået udlodning til cirkulerende andele		139.699	199.350
Overført til udlodning næste år		786	94
Overført fra resultatopgørelsen		27.216	-31.630
I alt investorernes formue		1.776.212	1.495.079
12 Cirkulerende andele (1.000 stk.)			
Cirkulerende andele primo		9.967	9.541
Emissioner i året		3.118	1.093
Indløsninger i året		-722	-667
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)		12.363	9.967
13 Finansielle instrumenter i procent			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,12	99,08
Øvrige finansielle instrumenter		0,63	0,62
I alt		99,75	99,70
Andre aktiver/Anden gæld		0,25	0,30
I alt finansielle instrumenter i procent		100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

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

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 10,95%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 13,80% i samme periode. Afkastet i afdelingen blev højere end ventet af ledelsen primo året, men var noget lavere end benchmark. I forhold hertil findes afdelingens afkast ikke tilfredsstillende.

Trods en svag begyndelse endte året med at blive ottende år i træk med positivt afkast for amerikanske aktier målt i danske kroner. Året var præget af makro-drevne hændelser, der resulterede i massive rotationer mellem sektorer og investeringsstile generelt.

Første halvdel af året bød på en udtalt præference for lav-risiko aktier på trods af en ofte høj prisfastsættelse. Derimod blev andet halvår nærmest et spejlbillede af dette, da forventningerne om højere økonomisk vækst resulterede i store kursstigninger i value-aktier. Efter en vanskelig begyndelse på året sammenlignet med udviklingen i benchmark, var der derfor efterfølgende en smule bedre takter.

Særligt udviklingen i olieprisen i første halvdel af 2016 påvirkede afdelingens afkast negativt. En kraftigt stigende oliepris fra februar og frem var godt nyt for de fleste olieselskaber, men ikke for afdelingens beholdninger af amerikanske olieraffinaderier, der havde klarret sig fint med en lav oliepris. I positiv retning trak investeringerne i stålselskaberne Steel Dynamics og Nucor, der nød godt af de mere optimistiske toner for økonomien. Dertil kom, at selskaberne dels ventedes at få gavn af de investeringer i infrastrukturen, som præsident Trump ventes at sætte gang i, og dels potentielle forbedringer i konkurrencesituationen gennem told på import af stål. Amazon.com bidrog også til det positive afkast i forbindelse med, at forbrugere fortsat skifter indkøb i fysiske forretninger til online indkøb.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv, men baseret på en kvantitativ investeringsstil. Nøgletallet Active Share udgjorde 56% ultimo 2016, hvilket indikerer en middelhøj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 1,7%.

Afdelingens nettoresultat blev på 388,4 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 4.167,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 195,48 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 15,7% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi tegner til et synkront opsving, primært trukket af vækst i USA. De positive udsigter bygger bl.a. på en forventet ekspansiv finanspolitik i USA. Dette ventes at trække indtjeningsvæksten i amerikanske virksomheder i positiv retning. Dette understøtter en forventning om positive afkast for amerikanske aktier i 2017.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	10,95	11,97	28,43	21,62	7,56
Indre værdi pr. andel (i kr.)	195,48	176,19	157,12	122,52	100,74
Omkostningsprocent ^{*)}	1,03	0,93	0,89	1,40	1,47
Sharpe ratio	0,91	0,72	0,85	0,95	-0,10
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	388.368	402.900	767.347	574.306	181.283
Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)	4.167.566	3.656.049	3.434.462	2.506.525	2.973.702
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	21.320	20.750	21.826	20.459	29.518
Omsætningshastighed	0,67	0,59	0,11	0,89	0,16
Tracking Error i %	1,71	1,93	2,19	2,37	2,28
Active Share i %	55,96	54,27	-	-	-

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	35	10
2	Renteudgifter	-100	-38
3	Udbytter	79.528	75.523
	I alt renter og udbytter	79.463	75.495
	Kursgevinster og -tab		
	Obligationer	804	-
4	Kapitalandele	357.071	369.449
	Valutakonti	91	2.473
	Øvrige aktiver/passiver	-70	-16
5	Handelsomkostninger	-1.994	638
	I alt kursgevinster og -tab	355.902	372.544
6	Andre indtægter	332	67
	I alt indtægter	435.697	448.106
7	Administrationsomkostninger	36.239	33.469
	Resultat før skat	399.458	414.637
	Skat	11.090	11.737
	Årets nettoresultat	388.368	402.900

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	12.454	21.940
	I alt likvide midler	12.454	21.940
8	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.153.090	3.637.309
	I alt kapitalandele	4.153.090	3.637.309
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	5.781	3.438
	Aktuelle skatteaktiver	152	375
	I alt andre aktiver	5.933	3.813
	Aktiver i alt	4.171.477	3.663.062
	 PASSIVER		
9,10	Investorerens formue	4.167.566	3.656.049
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	3.911	7.013
	I alt anden gæld	3.911	7.013
	Passiver i alt	4.171.477	3.663.062
11	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	35	10
I alt renteindtægter	35	10
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	100	38
I alt renteudgifter	100	38
3 Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	79.367	75.366
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	161	157
I alt udbytter	79.528	75.523
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	361.063	366.317
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-3.992	3.132
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	357.071	369.449
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-2.332	638
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	338	-
I alt handelsomkostninger	-1.994	638
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	332	67
I alt andre indtægter	332	67
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	664	67
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-332	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	332	67

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	72	72
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Gebyrer til depotselskab	833	-	833
Administrationshonorar	7.524	-	7.524
Managementhonorar	27.595	-	27.595
Øvrige omkostninger	92	107	199
I alt administrationsomkostninger 2016	36.058	181	36.239

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	67	67
Revisionshonorar til revisorer	7	2	9
Gebyrer til depotselskab	711	-	711
Administrationshonorar	7.328	-	7.328
Managementhonorar	25.153	-	25.153
Øvrige omkostninger	143	58	201
I alt administrationsomkostninger 2015	33.342	127	33.469

8 Kapitalandele

	%
Sektorfordeling	
Informationsteknologi	21,45
Sundhedspleje	15,57
Finans	15,37
Varige forbrugsgoder	14,16
Konsumentvarer	9,55
Industri	7,91
Energi	5,69
Forsyning	4,02
Telekommunikation	3,21
Råvarer	3,07
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2016	2015
9 Investorerens formue		
Investorerens formue primo	3.656.049	3.434.462
Emissioner i året	462.579	73.504
Indløsninger i året	-340.699	-255.470
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.269	653
Overført fra resultatopgørelsen	388.368	402.900
I alt investorerens formue	4.167.566	3.656.049

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	20.750	21.826
Emissioner i året	2.579	426
Indløsninger i året	-2.009	-1.502
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	21.320	20.750
11 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,46	99,11
Øvrige finansielle instrumenter	0,30	0,60
I alt	99,76	99,71
Andre aktiver/Anden gæld	0,24	0,29
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af europæiske selskaber eller handlet på et europæisk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på -5,75%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 2,20% i samme periode. Årets afkast var lavere end ventet af ledelsen primo 2016 og noget lavere end benchmark. Afkastet findes utilfredsstillende.

2016 var et udfordrende år, hvor porteføljens afkast blev negativt påvirket af markedsrotationen fra aktier i den finansielle sektor til aktier i energisektoren. Sammen med enkeltstående større politiske begivenheder med ikke forventet udfald, som Brexit og det amerikanske præsidentvalg, var dette ikke gunstigt for porteføljen. Positioner i Bank of Ireland, Lloyds Bank and Intensa var blandt de største negative bidragsydere til afdelingens afkast.

I 4. kvartal vendte udviklingen for aktier i den finansielle sektor, men en undervægt betød, at afdelingen ikke fik det fulde bidrag af disse aktiers fremgang. Afdelingens overvægt i engelske aktier op til Brexit og aktievalget bidrog negativt. Bl.a. Hargreaves Lansdown, Worldpay, BT og mineselskabet Glencore, trak afdelingens relative afkast ned. Positioner i Adidas samt Tenans, Royal Dutch Shell og Lundin Petroleum bidrog derimod positivt til afdelingens afkast i 2016.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 80% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 3,1%.

Afdelingens nettoresultat blev på -57,7 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 861,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 94,95 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 17,0% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi tegner til et synkront opsving, der ventes at trække den globale indtjeningsvækst i positiv retning. Dette understøtter en forventning om positive afkast for europæiske aktier i 2017. De positive udsigter bygger bl.a. på en forventning om en fortsat lempelig pengepolitik i Europa samt en ekspansiv finanspolitik i USA.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan undvikes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	-5,75	11,55	2,56	22,28	21,07
Indre værdi pr. andel (i kr.)	94,95	100,75	90,17	88,06	73,90
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00
Omkostningsprocent	1,61	1,53	1,56	1,55	1,63
Sharpe ratio	0,52	0,44	0,44	0,77	-0,33
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-57.729	82.763	12.700	125.994	108.179
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	861.122	955.054	755.322	692.090	569.951
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.069	9.479	8.363	7.859	7.712
Omsætningshastighed	1,10	0,99	0,23	1,02	1,07
Tracking Error i %	3,08	2,54	3,14	2,88	2,79
Active Share i %	80,14	71,52	-	-	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	-	325
2	Renteudgifter	-100	-16
3	Udbytter	25.602	27.181
	I alt renter og udbytter	25.502	27.490
	Kursgevinster og -tab		
4	Kapitalandele	-64.168	73.493
	Valutakonti	-517	108
	Øvrige aktiver/passiver	-28	58
5	Handelsomkostninger	-2.643	-3.481
	I alt kursgevinster og -tab	-67.356	70.178
6	Andre indtægter	75	7
	I alt indtægter	-41.779	97.675
7	Administrationsomkostninger	13.740	14.361
	Resultat før skat	-55.519	83.314
	Skat	2.210	551
	Årets nettoresultat	-57.729	82.763
	Overskudsdisponering		
8	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i> Negativ udlodning til overførsel	-49.373	-
	Overført til formuen	-8.356	82.763

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	11.317	6.639
	I alt likvide midler	11.317	6.639
9	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	40.836	34.974
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	808.138	914.134
	I alt kapitalandele	848.974	949.108
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	67	678
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	878	217
	Aktuelle skatteaktiver	2.227	2.184
	I alt andre aktiver	3.172	3.079
	Aktiver i alt	863.463	958.826
	 PASSIVER		
10,11	Investorerernes formue	861.122	955.054
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.870	3.501
	Gæld vedrørende handelsafvikling	471	271
	I alt anden gæld	2.341	3.772
	Passiver i alt	863.463	958.826
12	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	-	325
I alt renteindtægter	-	325
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	100	16
I alt renteudgifter	100	16
3 Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	804	316
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.798	26.865
I alt udbytter	25.602	27.181
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	-4.905	9.936
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-59.263	63.557
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	-64.168	73.493
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-2.809	-3.717
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	166	236
I alt handelsomkostninger	-2.643	-3.481
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	75	7
I alt andre indtægter	75	7
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	132	7
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-57	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	75	7

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	24	24
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Gebyrer til depotselskab	411	-	411
Administrationshonorar	1.880	-	1.880
Managementhonorar	11.297	-	11.297
Øvrige omkostninger	56	57	113
I alt administrationsomkostninger 2016	13.657	83	13.740

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	20	20
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17
Gebyrer til depotselskab	373	-	373
Administrationshonorar	2.014	-	2.014
Managementhonorar	11.841	-	11.841
Øvrige omkostninger	61	35	96
I alt administrationsomkostninger 2015	14.304	57	14.361

	2016	2015
8 Til rådighed for udlodning		
Fremførte tab	-	-95.207
Renter og udbytter	25.677	27.512
Ikke refunderbare udbytteskatter	-2.491	-798
Kursgevinster og -tab til udlodning	-74.386	77.236
Udlodningsregulering	2.164	-6.459
Minimumsindkomst	-49.036	2.284
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-13.740	-14.361
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	13.403	12.077
I alt til rådighed for udlodning	-49.373	-

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

9 Kapitalandele	%		
Sektorfordeling			
Finans	16,89		
Konsumtvarer	14,65		
Sundhedspleje	13,32		
Industri	11,98		
Varige forbrugsgoder	10,33		
Telekommunikation	9,57		
Energi	8,63		
Informationsteknologi	8,61		
Råvarer	5,53		
Forsyning	0,49		
	100,00		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		2016	2015
10 Investorerens formue			
Investorerens formue primo		955.054	755.322
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12		-602	978
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger		602	-978
Emissioner i året		40.848	121.721
Indløsninger i året		-77.357	-5.022
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		306	270
Negativ udlodning til overførsel		-49.373	-
Overført fra resultatopgørelsen		-8.356	82.763
I alt investorerens formue		861.122	955.054
11 Cirkulerende andele (1.000 stk.)			
Cirkulerende andele primo		9.479	8.363
Emissioner i året		442	1.171
Indløsninger i året		-852	-55
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)		9.069	9.479
12 Finansielle instrumenter i procent			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,05	98,60
Øvrige finansielle instrumenter		1,31	0,69
I alt		99,36	99,29
Andre aktiver/Anden gæld		0,64	0,71
I alt finansielle instrumenter i procent		100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af europæiske selskaber eller handlet på et europæisk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på -5,66%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 2,20% i samme periode. Årets afkast var lavere end ventet af ledelsen primo 2016 og noget lavere end benchmark. Afkastet findes utilfredsstillende.

2016 var et udfordrende år, hvor porteføljens afkast blev negativt påvirket af markedsrotationen fra aktier i den finansielle sektor til aktier i energisektoren. Sammen med enkeltstående større politiske begivenheder med ikke forventet udfald, som Brexit og det amerikanske præsidentvalg, var dette ikke gunstigt for porteføljen. Positioner i Bank of Ireland, Lloyds Bank and Intensa var blandt de største negative bidragsydere til afdelingens afkast.

I 4. kvartal vendte udviklingen for aktier i den finansielle sektor, men en undervægt betød, at afdelingen ikke fik det fulde bidrag af disse aktiers fremgang. Afdelingens overvægt i engelske aktier op til Brexit og aktievalget bidrog negativt. Bl.a. Hargreaves Lansdown, Worldpay, BT og mineselskabet Glencore, trak afdelingens relative afkast ned. Positioner i Adidas samt Tenans, Royal Dutch Shell og Lundin Petroleum bidrog derimod positivt til afdelingens afkast i 2016.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 80% ultimo 2016, hvilket indike-

rer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 3,1%.

Afdelingens nettoresultat blev på -131,8 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 1.892,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 110,95 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 16,9% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi tegner til et synkront opsving, der ventes at trække den globale indtjeningsvækst i positiv retning. Dette understøtter en forventning om positive afkast for europæiske aktier i 2017. De positive udsigter bygger bl.a. på en forventning om en fortsat lempelig pengepolitik i Europa samt en ekspansiv finanspolitik i USA.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	-5,66	11,70	2,55	22,63	21,14
Indre værdi pr. andel (i kr.)	110,95	117,61	105,12	102,68	83,74
Omkostningsprocent	1,59	1,51	1,58	1,53	1,58
Sharpe ratio	0,52	0,44	0,45	0,77	-0,33
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-131.815	225.903	49.916	344.418	297.181
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.892.507	2.218.406	1.909.388	1.530.134	1.595.467
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	17.057	18.862	18.135	14.902	19.053
Omsætningshastighed	1,10	1,00	0,23	1,05	1,12
Tracking Error i %	3,08	2,54	3,13	2,90	2,78
Active Share i %	80,07	71,51	-	-	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	-	835
2	Renteudgifter	-237	-58
3	Udbytter	53.850	64.548
	I alt renter og udbytter	53.613	65.325
	Kursgevinster og -tab		
4	Kapitalandele	-146.103	202.348
	Valutakonti	-936	-175
	Øvrige aktiver/passiver	30	138
5	Handelsomkostninger	-5.242	-7.900
	I alt kursgevinster og -tab	-152.251	194.411
6	Andre indtægter	170	20
	I alt indtægter	-98.468	259.756
7	Administrationsomkostninger	29.336	33.292
	Resultat før skat	-127.804	226.464
	Skat	4.011	561
	Årets nettoresultat	-131.815	225.903

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	23.267	18.481
	I alt likvide midler	23.267	18.481
8	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	89.822	80.996
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.776.346	2.119.975
	I alt kapitalandele	1.866.168	2.200.971
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	148	1.582
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.924	2.461
	Aktuelle skatteaktiver	6.182	5.502
	I alt andre aktiver	8.254	9.545
	Aktiver i alt	1.897.689	2.228.997
	 PASSIVER		
9,10	Investorerens formue	1.892.507	2.218.406
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	4.149	8.004
	Gæld vedrørende handelsafvikling	1.033	2.587
	I alt anden gæld	5.182	10.591
	Passiver i alt	1.897.689	2.228.997
11	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	-	835
I alt renteindtægter	-	835
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	237	58
I alt renteudgifter	237	58
3 Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.660	811
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	52.191	63.736
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-1	1
I alt udbytter	53.850	64.548
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	-10.656	24.854
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-135.447	177.494
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	-146.103	202.348
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-5.737	-8.248
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	495	348
I alt handelsomkostninger	-5.242	-7.900
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	170	20
I alt andre indtægter	170	20
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	297	20
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-127	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	170	20

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	52	52
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14
Gebyrer til depotselskab	840	-	840
Administrationshonorar	3.957	-	3.957
Managementhonorar	24.308	-	24.308
Øvrige omkostninger	72	93	165
I alt administrationsomkostninger 2016	29.189	147	29.336

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	45	45
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Gebyrer til depotselskab	751	-	751
Administrationshonorar	4.565	-	4.565
Managementhonorar	27.750	-	27.750
Øvrige omkostninger	99	67	166
I alt administrationsomkostninger 2015	33.178	114	33.292

8 Kapitalandele

	%
Sektorfordeling	
Finans	16,96
Konsumentvarer	14,63
Sundhedspleje	13,32
Industri	11,97
Varige forbrugsgoder	10,33
Telekommunikation	9,60
Energi	8,59
Informationsteknologi	8,58
Råvarer	5,53
Forsyning	0,49
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2016	2015
9 Investorerens formue		
Investorerens formue primo	2.218.406	1.909.388
Emissioner i året	93.040	138.935
Indløsninger i året	-288.152	-56.253
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.028	433
Overført fra resultatopgørelsen	-131.815	225.903
I alt investorerens formue	1.892.507	2.218.406

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	18.862	18.135
Emissioner i året	862	1.178
Indløsninger i året	-2.667	-451
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	17.057	18.862
11 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,07	98,27
Øvrige finansielle instrumenter	1,22	0,83
I alt	99,29	99,10
Andre aktiver/Anden gæld	0,71	0,90
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af japanske selskaber eller handlet på et japansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Lazard Asset Management.

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 10,69%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 5,05% i samme periode. Afdelingens afkast i 2016 blev noget højere end ledelsens forventning primo året som følge af en gunstig udvikling i såvel det japanske aktiemarked som i yenkursen over danske kroner. Afkast var endvidere noget højere end benchmark, hvilket ledelsen finder meget tilfredsstillende.

I første halvår reagerede det japanske aktiemarked med usikkerhed på effekten af den meget lempelige pengepolitik med negative styringsrenter, hvilket ville gøre det svære for den finansielle sektor i Japan at skabe indtjeningsvækst. Derudover blev markedet påvirket af kursfald oven på Brexit. Nedturen ramte især aktier i finanssektoren og cykliske aktier, som afdelingen var overvægtet i.

I andet halvår skiftede markedet karakter med kursstigninger som følge af mindre uro omkring EU efter Brexit og afklaring af det amerikanske præsidentvalg. Renten på 10-årige japanske statsobligationer bevægede sig over 0%, hvilket medførte kursstigningerne for aktier i bl.a. den finansielle sektor samt for yen-følsomme selskaber.

I løbet af 2016 øgede afdelingen positionerne i selskaber inden for finanssektoren samt i cykliske aktier.

Blandt selskaberne med positive bidrag til afdelingens afkast i 2016 var Nintendo, hvor Pokemon Go øgede indtjeningsforventningerne. Derudover bidrog bl.a. Tokyo Electron, der øgede marginerne med aktiekursstigning til følge.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 83% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 6,1%.

Afdelingens nettoresultat blev på 25,5 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 259,2 mio. kr. svarende til en indre værdi på 96,15 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 20,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Det japanske aktiemarked ventes at give et positivt afkast i 2017. Markedet ventes drevet af ændringer i den økonomiske vækst, hvor der er tegn på, at det Liberale Demokratiske Party vil skubbe økonomien yderligere i gang med en lempelig finanspolitik. Den japanske centralbank ventes ikke at foretage yderligere lempelser i pengepolitikken, hvilket sammen med gradvise rentestigninger i USA kan føre til svag stigning i renten på 10-årige japanske obligationer.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	10,69	18,13	-0,06	17,73	10,65
Indre værdi pr. andel (i kr.)	96,15	86,86	73,57	73,58	62,60
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,58	1,80	1,94	1,81	1,86
Sharpe ratio	0,47	0,26	0,28	0,46	-0,30
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	25.539	35.665	2.482	28.752	16.517
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	259.167	243.648	190.740	145.297	167.138
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.695	2.805	2.594	1.975	2.669
Omsætningshastighed	0,13	0,12	0,03	0,18	1,17
Tracking Error i %	6,13	5,33	5,10	5,09	4,53
Active Share i %	82,98	83,94	-	-	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteudgifter	-4	-2
2	Udbytter	5.216	5.124
	I alt renter og udbytter	5.212	5.122
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	24.713	35.754
4	Afledte finansielle instrumenter	-	-3
	Valutakonti	76	-89
	Øvrige aktiver/passiver	-4	-1
5	Handelsomkostninger	-64	-59
	I alt kursgevinster og -tab	24.721	35.602
6	Andre indtægter	41	5
	I alt indtægter	29.974	40.729
7	Administrationsomkostninger	3.653	4.312
	Resultat før skat	26.321	36.417
	Skat	782	752
	Årets nettoresultat	25.539	35.665
	Overskudsdisponering		
8	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Negativ udlodning til overførsel	-58.997	-75.891
	Overført til formuen	84.536	111.556

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	1.369	1.330
	I alt likvide midler	1.369	1.330
9	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	258.226	243.182
	I alt kapitalandele	258.226	243.182
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	54	113
	I alt andre aktiver	54	113
	Aktiver i alt	259.649	244.625
	 PASSIVER		
10,11	Investorerens formue	259.167	243.648
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	482	977
	I alt anden gæld	482	977
	Passiver i alt	259.649	244.625
12	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

1 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	4	2
I alt renteudgifter	4	2
2 Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.216	5.124
I alt udbytter	5.216	5.124
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.713	35.754
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	24.713	35.754
4 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	-	-3
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	-	-3
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-85	-76
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	21	17
I alt handelsomkostninger	-64	-59
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	41	5
I alt andre indtægter	41	5
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	75	5
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-34	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	41	5

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	7	7
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Gebyrer til depotselskab	304	-	304
Administrationshonorar	579	-	579
Managementhonorar	2.704	-	2.704
Øvrige omkostninger	39	5	44
I alt administrationsomkostninger 2016	3.639	14	3.653

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	5	5
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17
Gebyrer til depotselskab	288	-	288
Administrationshonorar	585	-	585
Managementhonorar	3.370	-	3.370
Øvrige omkostninger	42	5	47
I alt administrationsomkostninger 2015	4.300	12	4.312

	2016	2015
8 Til rådighed for udlodning		
Fremførte tab	-75.891	-81.468
Renter og udbytter	5.257	5.129
Ikke refunderbare udbytteskatter	-782	-752
Kursgevinster og -tab til udlodning	9.854	7.700
Udlodningsregulering	2.686	-6.566
Minimumsindkomst	-58.876	-75.957
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-3.653	-4.312
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	3.533	4.378
I alt til rådighed for udlodning	-58.996	-75.891

9 Kapitalandele	%
Sektorfordeling	
Finans	35,03
Industri	28,74
Informationsteknologi	11,40
Varige forbrugsgoder	10,43
Råvarer	9,36
Forsyning	2,73
Sundhedspleje	2,31
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
10 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	243.648	190.741
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-	195
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-	-195
Emissioner i året	4.984	17.200
Indløsninger i året	-15.053	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	49	42
Negativ udlodning til overførsel	-58.997	-75.891
Overført fra resultatopgørelsen	84.536	111.556
I alt investorerne formue	259.167	243.648
11 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	2.805	2.594
Emissioner i året	64	211
Indløsninger i året	-174	-
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	2.695	2.805
12 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,26	99,02
Øvrige finansielle instrumenter	0,53	0,54
I alt	99,79	99,56
Andre aktiver/Anden gæld	0,21	0,44
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af japanske selskaber eller handlet på et japansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Lazard Asset Management.

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 10,76%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 5,05% i samme periode. Afdelingens afkast i 2016 blev noget højere end ledelsens forventning primo året som følge af en gunstig udvikling i såvel det japanske aktiemarked som i yenkursen over danske kroner. Afkast var endvidere noget højere end benchmark, hvilket ledelsen finder meget tilfredsstillende.

I første halvår reagerede det japanske aktiemarked med usikkerhed på effekten af den meget lempelige pengepolitik med negative styringsrenter, hvilket ville gøre det svære for den finansielle sektor i Japan at skabe indtjeningsvækst. Derudover blev markedet påvirket af kursfald oven på Brexit. Nedturen ramte især aktier i finanssektoren og cykliske aktier, som afdelingen var overvægtet i.

I andet halvår skiftede markedet karakter med kursstigninger som følge af mindre uro omkring EU efter Brexit og afklaring af det amerikanske præsidentvalg. Renten på 10-årige japanske statsobligationer bevægede sig over 0%, hvilket medførte kursstigningerne for aktier i bl.a. den finansielle sektor samt for yen-følsomme selskaber.

I løbet af 2016 øgede afdelingen positionerne i selskaber inden for finanssektoren samt i cykliske aktier.

Blandt selskaberne med positive bidrag til afdelingens afkast i 2016 var Nintendo, hvor Pokemon Go øgede indtjeningsforventningerne. Derudover bidrog bl.a. Tokyo Electron, der øgede marginerne med aktiekursstigning til følge.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 83% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 6,1%.

Afdelingens nettoresultat blev på 49,3 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 591,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 99,75 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 20,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Det japanske aktiemarked ventes at give et positivt afkast i 2017. Markedet ventes drevet af ændringer i den økonomiske vækst, hvor der er tegn på, at det Liberale Demokratiske Party vil skubbe økonomien yderligere i gang med en lempelig finanspolitik. Den japanske centralbank ventes ikke at foretage yderligere lempelser i pengepolitikken, hvilket sammen med gradvise rentestigninger i USA kan føre til svag stigning i renten på 10-årige japanske obligationer.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	10,76	18,29	-0,02	17,90	11,11
Indre værdi pr. andel (i kr.)	99,75	90,06	76,14	76,15	64,59
Omkostningsprocent	1,53	1,77	1,84	1,74	1,81
Sharpe ratio	0,48	0,28	0,31	0,50	-0,28
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	49.286	94.263	3.827	74.816	40.826
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	591.372	612.670	513.039	442.871	421.485
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.928	6.802	6.739	5.816	6.525
Omsætningshastighed	0,13	0,12	0,15	0,17	1,15
Tracking Error i %	6,15	5,29	5,07	5,02	4,46
Active Share i %	82,98	83,94	-	-	-

Resultatoppgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteudgifter	-17	-2
2	Udbytter	11.747	13.035
	I alt renter og udbytter	11.730	13.033
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	47.653	94.014
4	Afledte finansielle instrumenter	-	-7
	Valutakonti	-195	116
	Øvrige aktiver/passiver	-10	-2
5	Handelsomkostninger	-125	-151
	I alt kursgevinster og -tab	47.323	93.970
6	Andre indtægter	98	23
	I alt indtægter	59.151	107.026
7	Administrationsomkostninger	8.103	10.851
	Resultat før skat	51.048	96.175
	Skat	1.762	1.912
	Årets nettoresultat	49.286	94.263

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	2.892	3.513
	I alt likvide midler	2.892	3.513
8	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	589.424	611.251
	I alt kapitalandele	589.424	611.251
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	121	284
	I alt andre aktiver	121	284
	Aktiver i alt	592.437	615.048
	 PASSIVER		
9,10	Investorerens formue	591.372	612.670
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.065	2.378
	I alt anden gæld	1.065	2.378
	Passiver i alt	592.437	615.048
11	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

1 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	17	2
I alt renteudgifter	17	2
2 Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.747	13.035
I alt udbytter	11.747	13.035
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	47.653	94.014
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	47.653	94.014
4 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	-	-7
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	-	-7
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-208	-177
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	83	26
I alt handelsomkostninger	-125	-151
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	98	23
I alt andre indtægter	98	23
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	179	23
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-81	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	98	23

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	17	17
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14
Gebyrer til depotselskab	675	-	675
Administrationshonorar	1.199	-	1.199
Managementhonorar	6.143	-	6.143
Øvrige omkostninger	44	11	55
I alt administrationsomkostninger 2016	8.073	30	8.103

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	12	12
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Gebyrer til depotselskab	680	-	680
Administrationshonorar	1.339	-	1.339
Managementhonorar	8.740	-	8.740
Øvrige omkostninger	52	12	64
I alt administrationsomkostninger 2015	10.825	26	10.851

8 Kapitalandele**%**

Sektorfordeling	
Finans	35,00
Industri	28,76
Informationsteknologi	11,39
Varige forbrugsgoder	10,46
Råvarer	9,34
Forsyning	2,73
Sundhedspleje	2,32
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2016	2015
9 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	612.670	513.039
Emissioner i året	9.965	15.345
Indløsninger i året	-80.785	-10.040
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	236	63
Overført fra resultatopgørelsen	49.286	94.263
I alt investorerne formue	591.372	612.670

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	6.802	6.739
Emissioner i året	122	181
Indløsninger i året	-996	-118
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	5.928	6.802
11 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,31	99,00
Øvrige finansielle instrumenter	0,49	0,57
I alt	99,80	99,57
Andre aktiver/Anden gæld	0,20	0,43
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i et bredt udsnit af statsobligationer udstedt i lokale emerging markets valutaer og i vestlige valutaer samt i emerging markets erhvervsobligationer. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Investec Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets obligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er 50% JPMorgan Government Bond Index – Emerging Markets Global Diversified EUR + 25% JPMorgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified Hedged to EUR + 25% JPMorgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified Hedged to EUR.

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 8,41%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 10,31% i samme periode. Afkastet i afdelingen var højere end ventet, men lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen ikke tilfredsstillende.

Afdelingens lavere afkast end benchmark opstod i de første tre måneder af året. Afdelingens defensive strategi betød, at afdelingen ikke fik det fulde bidrag fra kursstigningerne på markederne. I den resterende del af året var der et merafkast i afdelingen. Den positive udvikling i afdelingen kom dels fra en styrkelse af den russiske rubel i takt med stigende oliepris og dels en øget interesse for russiske obligationer i kølvandet på det amerikanske præsidentvalg. Endvidere fik afdelingen et positivt bidrag fra en undervægt i tyrkiske lira, der blev svækket i 4. kvartal grundet kupforsøget i Tyrkiet og den efterfølgende usikre politiske situation.

I gennem store dele af 2016 blev der i afdelingen fastholdt en strategi med overvægt i længere løbende obligationer, der bidrog til afkastet i afdelingen.

Afdelingens obligationsdel i lokal valuta opnåede et relativt lavt afkast bl.a. grundet en undervægt i lange brasilianske obligationer, som indebar, at afdelingen fik et mindre bidrag fra de faldende brasilianske renter i 2016. De faldende markedsrenter kom i tilknytning til spekulationer omkring den politiske situation i forbindelse med rigsretssagen mod Dilma Rousseff. I modsat retning bidrog en overvægt i Sydafrikanske obligationer med et positivt bidrag til afdelingens afkast i andet halvår.

Afdelingens nettoresultat blev på 44,4 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 553,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 95,67 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 9,8% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

De udviklende lande ventes at kunne fortsætte deres økonomiske forbedringer i 2017 understøttet af en øget global vækst. Stigninger i de amerikanske renter kan dog skabe mere udfordrende omgivelser for obligationer fra emerging markets landene.

På baggrund af ovennævnte skønnes et moderat positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	8,41	-4,52	6,82	-14,61	15,85
Indre værdi pr. andel (i kr.)	95,67	88,25	94,05	89,79	113,21
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	1,80	1,80	8,25
Omkostningsprocent ^{*)}	1,21	1,41	1,49	1,40	1,34
Sharpe ratio	0,17	-0,08	0,01	-0,11	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	44.401	-24.254	32.363	-71.543	79.973
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	553.068	526.526	548.143	443.875	481.732
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.780	5.966	5.828	4.943	4.255
Omsætningshastighed	0,70	1,03	0,70	0,44	0,62

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	40.458	39.604
2	Renteudgifter	-6.174	-184
	Udbytter	-	83
	I alt renter og udbytter	34.284	39.503
	Kursgevinster og -tab		
3	Obligationer	30.653	-45.103
	Kapitalandele	48	1.534
	Bankloans	-	-18
4	Afledte finansielle instrumenter	-13.448	-4.028
	Valutakonti	-44	-7.397
	Øvrige aktiver/passiver	19	11
5	Handelsomkostninger	-97	-332
	I alt kursgevinster og -tab	17.131	-55.333
6	Andre indtægter	99	19
	I alt indtægter	51.514	-15.811
7	Administrationsomkostninger	6.649	7.833
	Resultat før skat	44.865	-23.644
	Skat	464	610
	Årets nettoresultat	44.401	-24.254
	Overskudsdisponering		
8	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i> Negativ udlodning til overførsel	-3.129	-
	Overført til formuen	47.530	-24.254

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	6.954	25.657
	Indestående i andre pengeinstitutter	775	-
	I alt likvide midler	7.729	25.657
9	Obligationer		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	502.995	459.674
	Unoterede udenlandske obligationer	29.078	32.742
	I alt obligationer	532.073	492.416
	Afledte finansielle instrumenter		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	4.978	6
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	8.561	8.844
	I alt afledte finansielle instrumenter	13.539	8.850
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	9.090	8.778
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.797	1.430
	Aktuelle skatteaktiver	37	71
	I alt andre aktiver	10.924	10.279
	Aktiver i alt	564.265	537.202
	 PASSIVER		
10,11	Investorerens formue	553.068	526.526
	Afledte finansielle instrumenter		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	155	1.197
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	6.254	6.942
	I alt afledte finansielle instrumenter	6.409	8.139
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.412	2.470
	Gæld vedrørende handelsafvikling	3.311	11
	Aktuelle skatteforpligtelser	66	56
	Skyldige renter	-1	-
	I alt anden gæld	4.788	2.537
	Passiver i alt	564.265	537.202
12	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	182	260
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	33.226	36.687
Unoterede udenlandske obligationer	1.291	2.538
Noterede afledte finansielle instrumenter	32	65
Unoterede afledte finansielle instrumenter	5.727	54
I alt renteindtægter	40.458	39.604
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	85	152
Noterede afledte instrumenter	65	32
Unoterede afledte instrumenter	6.024	-
I alt renteudgifter	6.174	184
3 Kursgevinster og -tab obligationer		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	30.080	-42.463
Unoterede udenlandske obligationer	573	-2.640
I alt kursgevinster og -tab obligationer	30.653	-45.103
4 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	-13.821	-316
Noterede afledte finansielle instrumenter	1.021	-2.332
Unoterede afledte finansielle instrumenter	-648	-1.380
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	-13.448	-4.028
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-102	-337
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	5	5
I alt handelsomkostninger	-97	-332
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	99	19
I alt andre indtægter	99	19
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	166	19
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-67	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	99	19

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	15	15
Revisionshonorar til revisorer	17	2	19
Gebyrer til depotselskab	688	-	688
Administrationshonorar	691	-	691
Managementhonorar	5.131	-	5.131
Øvrige omkostninger	75	30	105
I alt administrationsomkostninger 2016	6.602	47	6.649

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20
Gebyrer til depotselskab	936	-	936
Administrationshonorar	586	-	586
Managementhonorar	6.157	-	6.157
Øvrige omkostninger	98	25	123
I alt administrationsomkostninger 2015	7.795	38	7.833

	2016	2015
8 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	34.588	39.591
Ikke refunderbare udbytteskatter	-486	-718
Kursgevinster og -tab til udlodning	-37.164	-32.714
Udlodningsregulering	68	483
Udlodning overført fra sidste år	-	372
Minimumsindkomst	-2.994	7.014
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-6.649	-7.833
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	6.514	819
I alt til rådighed for udlodning	-3.129	-

9 Obligationer	%
Regionsfordeling	
Sydamerika	37,75
Europa	29,58
Asien	16,50
Øvrige	10,97
Afrika	4,27
Nordamerika	0,93
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
10 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	526.526	548.143
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-325	-10.491
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	325	746
Emissioner i året	17.711	59.464
Indløsninger i året	-35.725	-47.191
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	155	109
Negativ udlodning til overførsel	-3.129	-
Overført fra resultatopgørelsen	47.530	-24.254
I alt investorerne formue	553.068	526.526
11 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	5.966	5.828
Emissioner i året	191	607
Indløsninger i året	-377	-469
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	5.780	5.966
12 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	88,30	84,12
Øvrige finansielle instrumenter	8,97	13,54
I alt	97,27	97,66
Andre aktiver/Anden gæld	2,73	2,34
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer i et bredt udsnit af statsobligationer udstedt i lokale emerging markets valutaer og i vestlige valutaer samt i emerging markets erhvervsobligationer. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Investec Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets obligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er 50% JPMorgan Government Bond Index – Emerging Markets Global Diversified EUR + 25% JPMorgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified Hedged to EUR + 25% JPMorgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified Hedged to EUR.

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 8,38%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 10,31% i samme periode. Afkastet i afdelingen var højere end ventet, men lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen ikke tilfredsstillende.

Afdelingens lavere afkast end benchmark opstod i de første tre måneder af året. Afdelingens defensive strategi betød, at afdelingen ikke fik det fulde bidrag fra kursstigningerne på markederne. I den resterende del af året var der et merafkast i afdelingen. Den positive udvikling i afdelingen kom dels fra en styrkelse af den russiske rubel i takt med stigende oliepris og dels en øget interesse for russiske obligationer i kølvandet på det amerikanske præsidentvalg. Endvidere fik afdelingen et positivt bidrag fra en undervægt i tyrkiske lira, der blev svækket i 4. kvartal grundet kupforsøget i Tyrkiet og den efterfølgende usikre politiske situation.

I gennem store dele af 2016 blev der i afdelingen fastholdt en strategi med overvægt i længere løbende obligationer, der bidrog til afkastet i afdelingen.

Afdelingens obligationsdel i lokal valuta opnåede et relativt lavt afkast bl.a. grundet en undervægt i lange brasilianske obligationer, som indebar, at afdelingen fik et mindre bidrag fra de faldende brasilianske renter i 2016. De faldende markedsrenter kom i tilknytning til spekulationer omkring den politiske situation i forbindelse med rigsretssagen mod Dilma Rousseff. I modsat retning bidrog en overvægt i Sydafrikanske obligationer med et positivt bidrag til afdelingens afkast i andet halvår.

Afdelingens nettoresultat blev på 86,7 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 1.205,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 107,07 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 9,7% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

De udviklende lande ventes at kunne fortsætte deres økonomiske forbedringer i 2017 understøttet af en øget global vækst. Stigninger i de amerikanske renter kan dog skabe mere udfordrende omgivelser for obligationer fra emerging markets landene.

På baggrund af ovennævnte skønnes et moderat positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	8,38	-4,66	7,05	-14,66	15,29
Indre værdi pr. andel (i kr.)	107,07	98,80	103,62	96,80	113,43
Omkostningsprocent ^{*)}	1,11	1,38	1,44	1,33	1,33
Sharpe ratio	0,15	-0,09	-0,01	-0,14	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	86.707	-47.420	80.629	-199.333	177.311
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.205.687	1.028.301	1.304.211	1.131.475	1.322.970
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	11.260	10.408	12.586	11.688	11.663
Omsætningshastighed	0,68	1,12	0,75	0,53	0,66

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	84.938	85.553
2	Renteudgifter	-14.605	-149
	Udbytter	-	199
	I alt renter og udbytter	70.333	85.603
	Kursgevinster og -tab		
3	Obligationer	57.764	-87.478
	Kapitalandele	204	3.832
4	Afledte finansielle instrumenter	-23.556	-13.692
	Valutakonti	-4.948	-17.176
	Øvrige aktiver/passiver	15	39
5	Handelsomkostninger	-113	-333
	I alt kursgevinster og -tab	29.366	-114.808
6	Andre indtægter	276	34
	I alt indtægter	99.975	-29.171
7	Administrationsomkostninger	12.512	16.797
	Resultat før skat	87.463	-45.968
	Skat	756	1.452
	Årets nettoresultat	86.707	-47.420

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	11.172	67.026
	I alt likvide midler	11.172	67.026
8	Obligationer		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.099.169	886.546
	Unoterede udenlandske obligationer	61.886	62.182
	I alt obligationer	1.161.055	948.728
	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.439	-
	I alt kapitalandele	1.439	-
	Afledte finansielle instrumenter		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	10.652	38
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	17.465	18.039
	I alt afledte finansielle instrumenter	28.117	18.077
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	19.893	16.847
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	5.188	361
	Aktuelle skatteaktiver	275	281
	I alt andre aktiver	25.356	17.489
	Aktiver i alt	1.227.139	1.051.320
	 PASSIVER		
9,10	Investorerens formue	1.205.687	1.028.301
	Afledte finansielle instrumenter		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	261	1.749
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	12.381	16.092
	I alt afledte finansielle instrumenter	12.642	17.841
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.913	4.376
	Lån	-	179
	Gæld vedrørende handelsafvikling	6.753	34
	Aktuelle skatteforpligtelser	144	113
	Skyldige renter	-	476
	I alt anden gæld	8.810	5.178
	Passiver i alt	1.227.139	1.051.320
11	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	333	295
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	67.394	79.284
Unoterede udenlandske obligationer	3.009	6.088
Noterede afledte finansielle instrumenter	511	-450
Unoterede afledte finansielle instrumenter	13.691	336
I alt renteindtægter	84.938	85.553
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	149	87
Noterede afledte instrumenter	-	62
Unoterede afledte instrumenter	14.456	-
I alt renteudgifter	14.605	149
3 Kursgevinster og -tab obligationer		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	57.288	-82.421
Unoterede udenlandske obligationer	476	-5.057
I alt kursgevinster og -tab obligationer	57.764	-87.478
4 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	-24.380	-4.980
Noterede afledte finansielle instrumenter	1.901	-5.497
Unoterede afledte finansielle instrumenter	-1.077	-3.215
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	-23.556	-13.692
5 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-120	-360
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	7	27
I alt handelsomkostninger	-113	-333
6 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	276	34
I alt andre indtægter	276	34
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	488	34
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-212	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	276	34

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
7 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	34	34
Revisionshonorar til revisorer	17	1	18
Gebyrer til depotselskab	1.268	-	1.268
Administrationshonorar	1.253	-	1.253
Managementhonorar	9.820	-	9.820
Øvrige omkostninger	80	39	119
I alt administrationsomkostninger 2016	12.438	74	12.512

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	21	21
Revisionshonorar til revisorer	18	3	21
Gebyrer til depotselskab	1.869	-	1.869
Administrationshonorar	1.344	-	1.344
Managementhonorar	13.388	-	13.388
Øvrige omkostninger	118	36	154
I alt administrationsomkostninger 2015	16.737	60	16.797

8 Obligationer

	%
Regionsfordeling	
Sydamerika	38,51
Europa	28,83
Asien	15,64
Øvrige	11,18
Afrika	4,91
Nordamerika	0,93
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2016	2015
9 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	1.028.301	1.304.211
Emissioner i året	109.358	121.110
Indløsninger i året	-19.057	-350.835
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	378	1.235
Overført fra resultatopgørelsen	86.707	-47.420
I alt investorerne formue	1.205.687	1.028.301

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	10.408	12.586
Emissioner i året	1.043	1.115
Indløsninger i året	-191	-3.293
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	11.260	10.408
11 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,02	82,69
Øvrige finansielle instrumenter	8,24	15,20
I alt	97,26	97,89
Andre aktiver/Anden gæld	2,74	2,11
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

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

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 4,78%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 14,10% i samme periode. Afkastet var på niveau med ledelsens forventning primo året, men noget lavere end afdelingens benchmark i 2016. Afkastet findes utilfredsstillende.

De to væsentligste faktorer, der påvirkede årets afkast relativt til benchmark negativt, var for det første råvareprisudviklingen, der vendte i opadgående retning i begyndelsen af året, og for det andet annonceringen af demonetarisering af store rupees sedler i Indien mod årets slutning. Sidstnævnte forventes at ville ramme Indiens betydelige undergrundsøkonomi.

Afdelingens positioner i selskabet Raia Drogasil, en af de største apotekskæder i Brasilien, var blandt de mest givtige aktier i porteføljen i 2016. Selskabet Jubilant Foodworks, en af de dominerende franchisetagere for Domino's Pizza brand i Indien, var derimod blandt de dårligste bidragydere til årets afkast i afdelingen.

På sektorniveau bidrog afdelingens positioner i aktier inden for varige forbrugsgoder og ejendomme mest til afdelingens afkast, mens positionerne inden for Health Care og IT bidrog mindst.

På regionalt niveau bidrog aktier i Latinamerika og Mellemøsten/Afrika mest til afdelingens afkast, mens aktier i Europa og i asiatiske lande, bidrog mindst.

Investeringsstilen indeholder ikke specifikke strategier for afdelingens fordeling af investeringer på sektorer eller regioner. De primære investeringsvalg foretages ud fra en bottom-up tilgang til aktier.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 87% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 6,0%.

Afdelingens nettoresultat blev på 22,8 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 452,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 110,37 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 1,70 kr. pr. andel. svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 16,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, emerging markets risiko, geografisk risiko, likviditetsrisiko, operationelle risici, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

I 2017 forventes en positiv økonomisk udvikling i de udviklende lande, der skønnes at give emerging markets aktier et positivt afkast. Udviklingen er imidlertid usikker, hvor effekterne af den indiske demonetarisering, en styrket USD og svingende råvarepriser kan påvirke selskabernes indtjening det kommende år.

På trods af usikkerheden ventes et positivt afkast i afdelingen i 2017.

Forventningen til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	4,78	1,01	5,71	-5,86	13,01
Indre værdi pr. andel (i kr.)	110,37	105,34	104,29	98,66	104,79
Udlodning pr. andel (i kr.)	1,70	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent ^{*)}	1,49	2,02	1,82	1,83	1,88
Sharpe ratio	0,20	0,03	0,03	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	22.810	-837	18.961	-21.051	26.819
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	452.148	464.123	383.499	549.845	249.668
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.096	4.406	3.677	5.573	2.383
Omsætningshastighed	0,16	0,27	0,74	0,09	0,10
Tracking Error i %	6,03	6,74	3,64	-	-
Active Share i %	86,53	89,53	-	-	-

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	-	42
2	Renteudgifter	-114	-33
3	Udbytter	5.123	4.860
	I alt renter og udbytter	5.009	4.869
	Kursgevinster og -tab		
4	Kapitalandele	24.021	5.038
5	Afledte finansielle instrumenter	1.466	253
	Valutakonti	-166	-615
	Øvrige aktiver/passiver	23	-20
6	Handelsomkostninger	-448	-823
	I alt kursgevinster og -tab	24.896	3.833
7	Andre indtægter	55	2
	I alt indtægter	29.960	8.704
8	Administrationsomkostninger	6.766	9.181
	Resultat før skat	23.194	-477
	Skat	384	360
	Årets nettoresultat	22.810	-837
	Overskudsdisponering		
9	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	6.964	-
	Overført til udlodning næste år	360	253
	Overført til formuen	15.486	-1.090

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	16.560	23.035
	I alt likvide midler	16.560	23.035
10	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	424.632	431.649
	I alt kapitalandele	424.632	431.649
	Afledte finansielle instrumenter		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	12.183	13.622
	I alt afledte finansielle instrumenter	12.183	13.622
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	104	83
	Aktuelle skatteaktiver	18	26
	I alt andre aktiver	122	109
	Aktiver i alt	453.497	468.415
	 PASSIVER		
11,12	Investorerens formue	452.148	464.123
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.349	4.292
	I alt anden gæld	1.349	4.292
	Passiver i alt	453.497	468.415
13	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 33.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	-	42
I alt renteindtægter	-	42
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	114	33
I alt renteudgifter	114	33
3 Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.123	4.860
I alt udbytter	5.123	4.860
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.021	5.038
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	24.021	5.038
5 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	-5	182
Noterede afledte finansielle instrumenter	1.471	71
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	1.466	253
6 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-660	-1.068
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	212	245
I alt handelsomkostninger	-448	-823
7 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	55	2
I alt andre indtægter	55	2
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	66	2
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-11	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	55	2

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
8 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	13	13
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Gebyrer til depotselskab	392	-	392
Administrationshonorar	1.048	-	1.048
Managementhonorar	5.167	-	5.167
Øvrige omkostninger	119	12	131
I alt administrationsomkostninger 2016	6.739	27	6.766

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	9	9
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17
Gebyrer til depotselskab	533	-	533
Administrationshonorar	1.018	-	1.018
Managementhonorar	7.474	-	7.474
Øvrige omkostninger	117	13	130
I alt administrationsomkostninger 2015	9.157	24	9.181

	2016	2015
9 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	5.179	4.905
Ikke refunderbare udbytteskatter	-377	-385
Kursgevinster og -tab til udlodning	8.934	4.860
Udlodningsregulering	102	54
Udlodning overført fra sidste år	253	-
Minimumsindkomst	14.091	9.434
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-6.766	-9.181
I alt til rådighed for udlodning	7.325	253

10 Kapitalandele	%
Regionsfordeling	
Asien	45,20
Sydamerika	32,12
Europa	7,04
Øvrige	6,06
Afrika	5,94
Nordamerika	3,64
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk.
Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
11 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	464.123	383.499
Emissioner i året	26.734	81.380
Indløsninger i året	-61.519	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	-	81
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	6.964	-
Overført til udlodning næste år	360	253
Overført fra resultatopgørelsen	15.486	-1.090
I alt investorerne formue	452.148	464.123
12 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	4.406	3.677
Emissioner i året	273	729
Indløsninger i året	-583	-
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	4.096	4.406
13 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96,04	94,20
Øvrige finansielle instrumenter	3,64	4,87
I alt	99,68	99,07
Andre aktiver/Anden gæld	0,32	0,93
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

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

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 4,81%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 14,10% i samme periode. Afkastet var på niveau med ledelsens forventning primo året, men noget lavere end afdelingens benchmark i 2016. Afkastet findes utilfredsstillende.

De to væsentligste faktorer, der påvirkede årets afkast relativt til benchmark negativt, var for det første råvareprisudviklingen, der vendte i opadgående retning i begyndelsen af året, og for det andet annonceringen af demonetarisering af store rupees sedler i Indien mod årets slutning. Sidstnævnte forventes at ville ramme Indiens betydelige undergrundsøkonomi.

Afdelingens positioner i selskabet Raia Drogasil, en af de største apotekskæder i Brasilien, var blandt de mest givtige aktier i porteføljen i 2016. Selskabet Jubilant Foodworks, en af de dominerende franchisetagere for Domino's Pizza brand i Indien, var derimod blandt de dårligste bidragydere til årets afkast i afdelingen.

På sektorniveau bidrog afdelingens positioner i aktier inden for varige forbrugsgoder og ejendomme mest til afdelingens afkast, mens positionerne inden for Health Care og IT bidrog mindst.

På regionalt niveau bidrog aktier i Latinamerika og Mellemøsten/Afrika mest til afdelingens afkast, mens aktier i Europa og i asiatiske lande, bidrog mindst.

Investeringsstilen indeholder ikke specifikke strategier for afdelingens fordeling af investeringer på sektorer eller regioner. De primære investeringsvalg foretages ud fra en bottom-up tilgang til aktier.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 87% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 6,0%.

Afdelingens nettoresultat blev på 45,4 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 1.088,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 110,40 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 16,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, emerging markets risiko, geografisk risiko, likviditetsrisiko, operationelle risici, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

I 2017 forventes en positiv økonomisk udvikling i de udviklende lande, der skønnes at give emerging markets aktier et positivt afkast. Udviklingen er imidlertid usikker, hvor effekterne af den indiske demonetarisering, en styrket USD og svingende råvarepriser kan påvirke selskabernes indtjening det kommende år.

På trods af usikkerheden ventes et positivt afkast i afdelingen i 2017.

Forventningen til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	4,81	0,96	5,77	-5,74	11,75
Indre værdi pr. andel (i kr.)	110,40	105,34	104,33	98,64	104,65
Omkostningsprocent ^{*)}	1,47	2,01	1,76	1,73	1,90
Sharpe ratio	0,19	0,03	0,03	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	45.398	5.164	42.364	-79.326	65.338
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.088.751	1.154.407	1.020.887	1.365.034	1.134.610
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.861	10.959	9.786	13.838	10.842
Omsætningshastighed	0,16	0,25	0,88	0,10	0,04
Tracking Error i %	6,00	6,72	3,82	-	-
Active Share i %	86,53	89,52	-	-	-

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	2	26
2	Renteudgifter	-268	-277
3	Udbytter	12.079	12.207
	I alt renter og udbytter	11.813	11.956
	Kursgevinster og -tab		
4	Kapitalandele	48.332	19.401
5	Afledte finansielle instrumenter	3.146	396
	Valutakonti	-299	-951
	Øvrige aktiver/passiver	56	-47
6	Handelsomkostninger	-981	-1.623
	I alt kursgevinster og -tab	50.254	17.176
7	Andre indtægter	98	21
	I alt indtægter	62.165	29.153
8	Administrationsomkostninger	15.844	23.006
	Resultat før skat	46.321	6.147
	Skat	923	983
	Årets nettoresultat	45.398	5.164

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	41.403	55.359
	I alt likvide midler	41.403	55.359
9	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.021.241	1.075.192
	I alt kapitalandele	1.021.241	1.075.192
	Afledte finansielle instrumenter		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	28.863	34.019
	I alt afledte finansielle instrumenter	28.863	34.019
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	248	204
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1	-
	Aktuelle skatteaktiver	52	64
	I alt andre aktiver	301	268
	Aktiver i alt	1.091.808	1.164.838
	 PASSIVER		
10,11	Investorerens formue	1.088.751	1.154.407
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	3.057	10.431
	I alt anden gæld	3.057	10.431
	Passiver i alt	1.091.808	1.164.838
12	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	2	26
I alt renteindtægter	2	26
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	268	277
I alt renteudgifter	268	277
3 Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.079	12.207
I alt udbytter	12.079	12.207
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	48.332	19.401
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	48.332	19.401
5 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutatertminsforretninger / futures	-14	59
Noterede afledte finansielle instrumenter	3.160	337
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	3.146	396
6 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-1.551	-1.971
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	570	348
I alt handelsomkostninger	-981	-1.623
7 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	98	21
I alt andre indtægter	98	21
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	175	21
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-77	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	98	21

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
8 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	30	30
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14
Gebyrer til depotselskab	922	-	922
Administrationshonorar	2.348	-	2.348
Managementhonorar	12.349	-	12.349
Øvrige omkostninger	111	70	181
I alt administrationsomkostninger 2016	15.742	102	15.844

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	23	23
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Gebyrer til depotselskab	1.332	-	1.332
Administrationshonorar	2.396	-	2.396
Managementhonorar	19.113	-	19.113
Øvrige omkostninger	104	22	126
I alt administrationsomkostninger 2015	22.959	47	23.006

9 Kapitalandele

	%
Regionsfordeling	
Asien	45,13
Sydamerika	32,09
Europa	7,03
Øvrige	6,17
Afrika	5,94
Nordamerika	3,64
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2016	2015
10 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	1.154.407	1.020.887
Emissioner i året	57.854	128.190
Indløsninger i året	-168.908	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	-	166
Overført fra resultatopgørelsen	45.398	5.164
I alt investorerne formue	1.088.751	1.154.407

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
11 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	10.959	9.786
Emissioner i året	566	1.173
Indløsninger i året	-1.664	-
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	9.861	10.959
12 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,91	94,38
Øvrige finansielle instrumenter	3,78	4,71
I alt	99,69	99,09
Andre aktiver/Anden gæld	0,31	0,91
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer globalt i aktier. Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af amerikanske Harding Loevner LP.

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 7,83%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 10,69% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året. Afkastet var imidlertid lavere end benchmark i 2016, hvilket ledelsen finder ikke tilfredsstillende.

Aktiemarkederne steg i 2016, hvor særligt december viste positive aktiemarkeder i kølvandet på udfaldet af det amerikanske præsidentvalg. Den amerikanske centralbank, FED, hævede sine styrende renter med 0,25 procentpoint og signalerede potentielle yderligere stigninger i 2017, som understøttede forventningerne om stigende økonomisk vækst og inflation.

Amerikanske aktier inden for sektorerne cykliske og varige forbrugsgoder blev positivt påvirket heraf samt af et øget markedsfokus på selskabernes fundamentale forhold.

I første halvår trak investeringerne i amerikanske finansielle selskaber afdelingens afkast ned, da M&A aktiviteter og udsigten til stigende renteindtægter atter skuffede markedet. Markedets gradvist øget interesse for selskabernes værdiansættelse gav imidlertid for året robuste afkast i afdelingens finansielle aktier, herunder SIVB Financial og First Republic Bank. Overordnet fik afdelingen dog ikke det fulde udbytte af markedsudviklingen i Emerging Markets og i USA, hvilket overskyggede de gode resultater fra aktievalgene i bl.a. Europa.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 91% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 3,0%.

Afdelingens nettoresultat blev på 54,3 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 738,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 147,25 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 7,40 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2016 været 14,7% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi tegner til et synkront opsving, der ventes at trække den globale indtjeningsvækst i positiv retning. Dette understøtter en forventning om positive afkast for globale aktier i 2017. De positive udsigter bygger bl.a. på en forventning om en fortsat lempelig pengepolitik i Europa samt en ekspansiv finanspolitik i USA.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	7,83	12,45	18,83	14,35	0,63
Indre værdi pr. andel (i kr.)	147,25	147,72	136,74	115,08	100,63
Udlodning pr. andel (i kr.)	7,40	11,00	6,30	-	-
Omkostningsprocent	1,75	1,64	1,72	1,65	0,33
Sharpe ratio	0,85	0,97	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	54.277	92.287	98.551	49.668	1.797
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	738.656	796.005	714.104	434.543	300.274
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.016	5.388	5.222	3.776	2.984
Omsætningshastighed	0,24	0,27	0,22	0,11	0,63
Tracking Error i %	3,00	2,88	-	-	-
Active Share i %	90,92	89,31	-	-	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	-	9
2	Renteudgifter	-135	-124
3	Udbytter	10.171	11.245
	I alt renter og udbytter	10.036	11.130
	Kursgevinster og -tab		
4	Kapitalandele	58.330	95.775
5	Afledte finansielle instrumenter	117	384
	Valutakonti	-415	-677
	Øvrige aktiver/passiver	11	15
6	Handelsomkostninger	-236	-362
	I alt kursgevinster og -tab	57.807	95.135
7	Andre indtægter	111	25
	I alt indtægter	67.954	106.290
8	Administrationsomkostninger	12.592	12.976
	Resultat før skat	55.362	93.314
	Skat	1.085	1.027
	Årets nettoresultat	54.277	92.287
	Overskudsdisponering		
9	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	37.122	59.277
	Overført til udlodning næste år	449	31
	Overført til formuen	16.706	32.979

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	10.205	17.325
	I alt likvide midler	10.205	17.325
10	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	14.815	-
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	703.077	762.749
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	14.771	18.041
	I alt kapitalandele	732.663	780.790
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	342	249
	Aktuelle skatteaktiver	864	684
	I alt andre aktiver	1.206	933
	Aktiver i alt	744.074	799.048
	 PASSIVER		
11,12	Investorerernes formue	738.656	796.005
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.804	3.043
	Gæld vedrørende handelsafvikling	3.614	-
	I alt anden gæld	5.418	3.043
	Passiver i alt	744.074	799.048
13	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	-	9
I alt renteindtægter	-	9
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	135	124
I alt renteudgifter	135	124
3 Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	26	-
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.663	10.457
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	482	788
I alt udbytter	10.171	11.245
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	50	-
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	58.684	97.451
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-404	-1.676
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	58.330	95.775
5 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutatermisforretninger / futures	96	384
Noterede afledte finansielle instrumenter	21	-
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	117	384
6 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-395	-523
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	159	161
I alt handelsomkostninger	-236	-362
7 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	111	25
I alt andre indtægter	111	25
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	197	25
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-86	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	111	25

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
8 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	20	20
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Gebyrer til depotselskab	468	-	468
Administrationshonorar	1.594	-	1.594
Managementhonorar	10.351	-	10.351
Øvrige omkostninger	53	91	144
I alt administrationsomkostninger 2016	12.479	113	12.592

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	16	16
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17
Gebyrer til depotselskab	510	-	510
Administrationshonorar	1.687	-	1.687
Managementhonorar	10.659	-	10.659
Øvrige omkostninger	57	30	87
I alt administrationsomkostninger 2015	12.928	48	12.976

	2016	2015
9 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	10.282	11.278
Ikke refunderbare udbytteskatter	-1.250	-1.438
Kursgevinster og -tab til udlodning	41.627	61.308
Udlodningsregulering	-529	746
Udlodning overført fra sidste år	31	390
Minimumsindkomst	50.161	72.284
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-12.592	-12.976
I alt til rådighed for udlodning	37.569	59.308

10 Kapitalandele	%
Sektorfordeling	
Informationsteknologi	23,94
Sundhedspleje	17,45
Finans	14,32
Industri	14,13
Varige forbrugsgoder	12,01
Energi	6,89
Konsumentvarer	6,58
Råvarer	2,80
Telekommunikation	1,88
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
11 Investorerne formue		
Investorerne formue primo	796.005	714.103
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-58.871	-32.900
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	1.181	1.913
Emissioner i året	88.973	105.521
Indløsninger i året	-142.950	-85.006
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	41	87
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	37.122	59.277
Overført til udlodning næste år	449	31
Overført fra resultatopgørelsen	16.706	32.979
I alt investorerne formue	738.656	796.005
12 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	5.388	5.222
Emissioner i året	624	623
Indløsninger i året	-996	-457
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	5.016	5.388
13 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,79	95,09
Øvrige finansielle instrumenter	3,33	4,41
I alt	99,12	99,50
Andre aktiver/Anden gæld	0,88	0,50
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer globalt i aktier. Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af amerikanske Harding Loevner LP.

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

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

Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 7,78%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 10,69% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året. Afkastet var imidlertid lavere end benchmark i 2016, hvilket ledelsen finder ikke tilfredsstillende.

Aktiemarkedene steg i 2016, hvor særligt december viste positive aktiemarkeder i kølvandet på udfaldet af det amerikanske præsidentvalg. Den amerikanske centralbank, FED, hævede sine styrende renter med 0,25 procentpoint og signalerede potentielle yderligere stigninger i 2017, som understøttede forventningerne om stigende økonomisk vækst og inflation.

Amerikanske aktier inden for sektorerne cykliske og varige forbrugsgoder blev positivt påvirket heraf samt af et øget markedsfokus på selskabernes fundamentale forhold.

I første halvår trak investeringerne i amerikanske finansielle selskaber afdelingens afkast ned, da M&A aktiviteter og udsigten til stigende renteindtægter atter skuffede markedet. Markedets gradvist øget interesse for selskabernes værdiansættelse gav imidlertid for året robuste afkast i afdelingens finansielle aktier, herunder SIVB Financial og First Republic Bank. Overordnet fik afdelingen dog ikke det fulde udbytte af markedsudviklingen i Emerging Markets og i USA, hvilket overskyggede de gode resultater fra aktievalgene i bl.a. Europa.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 91% ultimo 2016, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 3,0%.

Afdelingens nettoresultat blev på 144,8 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 1.946,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 166,45 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2016 været 14,8% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi tegner til et synkront opsving, der ventes at trække den globale indtjeningsvækst i positiv retning. Dette understøtter en forventning om positive afkast for globale aktier i 2017. De positive udsigter bygger bl.a. på en forventning om en fortsat lempelig pengepolitik i Europa samt en ekspansiv finanspolitik i USA.

På baggrund af ovennævnte skønnes et positivt afkast for afdelingen i 2017.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	7,78	12,51	19,07	14,38	0,79
Indre værdi pr. andel (i kr.)	166,45	154,43	137,26	115,28	100,79
Omkostningsprocent	1,71	1,62	1,66	1,64	0,26
Sharpe ratio	0,86	0,98	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	144.796	210.424	265.209	148.690	6.017
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.946.293	1.870.363	1.653.095	1.240.066	959.199
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	11.694	12.111	12.044	10.757	9.517
Omsætningshastighed	0,25	0,30	0,22	0,10	0,91
Tracking Error	2,98	2,86	-	-	-
Active Share	90,91	89,31	-	-	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2016	2015
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	3	24
2	Renteudgifter	-323	-272
3	Udbytter	25.735	26.041
	I alt renter og udbytter	25.415	25.793
	Kursgevinster og -tab		
4	Kapitalandele	154.568	218.000
5	Afledte finansielle instrumenter	185	1.092
	Valutakonti	-722	-1.491
	Øvrige aktiver/passiver	21	49
6	Handelsomkostninger	-707	-933
	I alt kursgevinster og -tab	153.345	216.717
7	Andre indtægter	242	54
	I alt indtægter	179.002	242.564
8	Administrationsomkostninger	31.477	29.786
	Resultat før skat	147.525	212.778
	Skat	2.729	2.354
	Årets nettoresultat	144.796	210.424

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2016	2015
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	27.160	42.316
	I alt likvide midler	27.160	42.316
9	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	39.242	-
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.852.105	1.790.255
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	39.033	42.469
	I alt kapitalandele	1.930.380	1.832.724
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	899	584
	Aktuelle skatteaktiver	2.183	1.727
	I alt andre aktiver	3.082	2.311
	Aktiver i alt	1.960.622	1.877.351
	 PASSIVER		
10,11	Investorerernes formue	1.946.293	1.870.363
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	4.542	6.988
	Gæld vedrørende handelsafvikling	9.787	-
	I alt anden gæld	14.329	6.988
	Passiver i alt	1.960.622	1.877.351
12	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
	<i>Yderligere specifikation af finansielle instrumenter mv., se side 122 under fællesnoter.</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 34.

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

	2016	2015
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	3	24
I alt renteindtægter	3	24
2 Renteudgifter		
Øvrige renteudgifter	323	272
I alt renteudgifter	323	272
3 Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	70	-
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	24.505	24.202
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	1.160	1.839
I alt udbytter	25.735	26.041
4 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	127	-
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	156.004	221.736
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-1.563	-3.736
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	154.568	218.000
5 Kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter		
Valutaterminsforretninger / futures	112	1.092
Noterede afledte finansielle instrumenter	73	-
I alt kursgevinster og -tab, afledte finansielle instrumenter	185	1.092
6 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-881	-1.064
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	174	131
I alt handelsomkostninger	-707	-933
7 Andre indtægter		
Andre indtægter ved aktieudlån	242	54
I alt andre indtægter	242	54
Gebyrindtægt ved aktieudlån specificeres således:		
Brutto fee ved aktieudlån	431	54
Direkte og indirekte omkostninger og gebyrer fratrukket i brutto fee.	-189	-
Nettoindtægt ved aktieudlån	242	54

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
8 Administrationsomkostninger 2016			
Honorar til bestyrelse mv.	-	54	54
Revisionshonorar til revisorer	12	2	14
Gebyrer til depotselskab	777	-	777
Administrationshonorar	3.948	-	3.948
Managementhonorar	26.493	-	26.493
Øvrige omkostninger	69	122	191
I alt administrationsomkostninger 2016	31.299	178	31.477

Som følge af ændringen af foreningens aftale med investeringsforvaltningsselskabet, jf. omtalen i ledelsesberetningen, er sammenligningstal for 2015 tilpasset, og omkostninger for hele 2016 vises alene efter den nye opdeling. Ændringerne i forhold til 2015 årsrapporten består i, at posten "Fast administrationshonorar" er ændret til "Administrationshonorar", mens posten "Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen" og posten "Markedsføringsomkostninger" indgår i "Managementhonorar".

Administrationsomkostninger 2015

Honorar til bestyrelse mv.	-	38	38
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Gebyrer til depotselskab	939	-	939
Administrationshonorar	3.783	-	3.783
Managementhonorar	24.862	-	24.862
Øvrige omkostninger	88	60	148
I alt administrationsomkostninger 2015	29.686	100	29.786

9 Kapitalandele

	%
Sektorfordeling	
Informationsteknologi	23,90
Sundhedspleje	17,44
Finans	14,33
Industri	14,12
Varige forbrugsgoder	11,98
Energi	6,91
Konsumentvarer	6,60
Råvarer	2,81
Telekommunikation	1,91
	100,00

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2016	2015
10 Investorerens formue		
Investorerens formue primo	1.870.363	1.653.095
Emissioner i året	81.352	80.078
Indløsninger i året	-150.420	-73.529
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	202	295
Overført fra resultatopgørelsen	144.796	210.424
I alt investorerens formue	1.946.293	1.870.363

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2016	2015
11 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	12.111	12.044
Emissioner i året	572	537
Indløsninger i året	-989	-470
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	11.694	12.111
12 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,77	95,01
Øvrige finansielle instrumenter	3,35	4,50
I alt	99,12	99,51
Andre aktiver/Anden gæld	0,88	0,49
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Anvendt regnskabspraksis

Generelt

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

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal med totaler, hvilket er den matematiske mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

Resultatopgørelsen

Renter

Renteindtægter omfatter renter på obligationer, afledte finansielle instrumenter og kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter renter på øvrige renteudgifter samt afledte finansielle instrumenter.

Udbytter

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

Udbytteskat

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

Kursgevinster og -tab

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

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

Handelsomkostninger

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

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

Andre indtægter og udgifter

Andre indtægter indeholder modtagne og afgivne gebyrer ved aktieudlån. Beløbet er specificeret i noterne.

Administrationsomkostninger

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

Udlodning

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

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

Balancen

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

lancen under obligationer eller kapitalandele.

Dagsværdien for unoterede kapitalandele, obligationer og afledte finansielle instrumenter opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvisning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Andre aktiver

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

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorerne formue.

Nettoemissions- og indløsningsindtægter

Nettoemissionsindtægter består af tillæg til emissionskursen med fradrag af udgifter i forbindelse med emissionen. Nettoindløsningsindtægter består af fradrag i indløsningskursen efter modregning af udgifter i forbindelse med indløsningen. Nettoemissions- og indløsningsindtægter er overført til investorerne formue ultimo regnskabsåret.

Anden gæld

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

Omregning af fremmed valuta

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

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

Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for danske UCITS samt retningslinjer fra Investeringsfundsbranchen. I årsrapporten indgår følgende nøgletal:

Afkast i procent

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

Indre værdi pr. andel

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

Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

Omkostningsprocent

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

Sharpe ratio

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

Omsætningshastighed

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

Tracking Error

Tracking Error er et mål for variation i forskellen på afkastet mellem afdelingen og dens benchmark. Nøgletallet beregnes for en periode på de seneste 3 år, dog kun hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder.

Active Share

Active Share er et udtryk for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark på et bestemt tidspunkt, som her er pr. statusdagen.

Oplysninger om Værdipapirfinansieringstransaktioner

Foreningen er omfattet af EU forordning 2015/2365 af 25. november 2015 om gennemsigtighed af værdipapirfinansieringstransaktioner og vedrørende genanvendelse samt om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012. Forordningen indebærer at årsrapporter, der aflægges efter 13. januar 2017, skal medtage oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner defineret som genkøbstransaktioner, udlån af værdipapirer eller råvarer og indlån af værdipapirer eller råvarer og buy/sell-back-forretninger, sell/buy-back-forretninger og margenlån. Nedenfor er, ud fra en fortolkning af kravene, medtaget de væsentligste oplysninger om de omfattede finansielle instrumenter i den udstrækning data forefandt og kunne fremskaffes på tidspunktet for regnskabsaflæggelsen.

Foreningen indgår aftaler om værdipapirudlån med fuld sikkerhedsstillelse, som indgår i depot hos foreningens depotselskab, Nykredit Bank A/S. Aktieudlån foretages med Bank of New York Mellon som låneagent, der har tilknyttet følgende modparter til sit låneprogram:

- BNP Paribas Arbitrage
- Citigroup Global Markets Limited
- Credit Suisse Securities (Europe) Limited
- Credit Suisse Securities (USA) LLC
- Deutsche Bank, AG
- Goldman, Sachs & Co.
- HSBC Bank PLC
- ING Bank NV
- J.P. Morgan Securities LLC
- JP Morgan Securities, Plc.
- Macquarie Bank Limited
- Merrill Lynch International
- Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.
- Morgan Stanley & Co. LLC
- Societe Generale
- UBS AG

Sikkerhedsstillelsen består af amerikanske statsobligationer eller børsnoterede aktier fra ledende markedsindeks. Sikkerhedsstillelsen foretages både bilateralt og via en tredje part (Tri-party aftale). Sikkerhedsstillelsen er diversificeret, således at koncentrationsandelen af en udsteder ikke overstiger 20% af afdelingens formue.

Pr. 31. december 2016 udgjorde de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr. af:

Afdeling	Udlånte værdipapirer	Lånte værdipapirer	Modtaget sikkerhed	Afgivet sikkerhed	Andel af udlånte værdipapirer i pct. af formuen
USA	217.042	-	232.236	-	12%
USA Akk.	452.158	-	487.005	-	11%
Europa	58.718	-	63.383	-	7%
Europa Akk.	114.086	-	123.543	-	6%
Japan	8.961	-	9.865	-	3%
Japan Akk.	42.965	-	47.395	-	7%
Nye obligationsmarkeder	26.884	-	28.315	-	5%
Nye obligationsmarkeder Akk.	44.302	-	46.533	-	4%
Nye Aktiemarkeder	72.483	-	80.128	-	16%
Nye Aktiemarkeder Akk.	188.086	-	204.844	-	17%
Globale Aktier	99.758	-	110.160	-	14%
Globale Aktier Akk.	333.804	-	365.189	-	17%
Foreningen i alt	1.659.247	-	1.792.596	-	11%

Pr. 31. december 2015 udgjorde de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr. af:

Afdeling	Udlånte værdipapirer	Lånte værdipapirer	Modtaget sikkerhed	Afgivet sikkerhed	Andel af udlånte værdipapirer i pct. af formuen
USA	178.931	-	199.152	-	12%
USA Akk.	407.928	-	449.729	-	11%
Europa	100.076	-	112.019	-	10%
Europa Akk.	226.902	-	255.469	-	10%
Japan	16.302	-	18.117	-	7%
Japan Akk.	29.984	-	33.319	-	5%
Nye obligationsmarkeder	65.829	-	71.961	-	13%
Nye obligationsmarkeder Akk.	137.006	-	150.142	-	13%
Nye Aktiemarkeder	22.196	-	22.942	-	5%
Nye Aktiemarkeder Akk.	140.372	-	147.270	-	12%
Globale Aktier	94.664	-	106.488	-	12%
Globale Aktier Akk.	223.474	-	250.769	-	12%
Foreningen i alt	1.643.664	-	1.817.377	-	11%

Indtægter af værdipapirudlån fremgår af noterne til resultatopgørelsen for de enkelte afdelinger.

Specifikation af afledte finansielle instrumenter

Foreningen indgår aftaler om afdækning af positioner gennem afledte finansielle instrumenter, der kan omfatte valutakontrakter, futures og andre kontrakter, herunder andre terminkontrakter end valutakontrakter, swaps og tegningsrettigheder. Sikkerhedsstillelsen gives i medfør af ISDA eller lignende aftaler og dækker fuldt ud positionen. Der er indgået aftaler med følgende modparter/udstedere:

- Barclays Bank PLC
- Barclays PLC
- Citibank NA/London
- Credit Suisse AG/Nassau
- Goldman Sachs International
- HSBC Bank PLC
- Indonesia Treasury Bond
- Royal Bank of Scotland Group PLC
- UBS AG/London
- Rand Merchant Bank

Pr. 31. december 2016 udgjorde de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr. af:

2016			Hovedstol	Positiv	Negativ		
Afdeling	Instrumenttype	Valuta	t.kr	markeds-	markeds-	Køb t.kr	Salg t.kr
Nye obligationsmarkeder				værdi t.kr	værdi t.kr		
	Valutakontrakter	BRL	1.048	58	-	522	149
		CNY	2.509	-	30	2.490	358
		COP	6.569	-	8	2.886.388	950
		DKK	112.712	-	797	112.712	16.149
		EGP	7.746	-	670	19.361	1.132
		EUR	153.053	18	1.433	20.468	26.079
		GHS	4.153	-	414	2.674	613
		HUF	1.507	19	-	63.473	214
		IDR	11.527	-	112	22.157.009	1.636
		INR	24.262	-	127	236.180	3.470
		KES	2.180	101	-	35.492	323
		MAD	2.575	2	3	3.725	367
		MXN	14.744	17	163	43.360	2.105
		NGN	2.338	391	-	128.710	347
		PEN	24.309	439	-	12.099	3.515
		PHP	16.396	138	-	117.810	2.335
		PLN	27.291	72	205	16.355	3.927
		RUB	32.208	2.537	5	322.374	4.805
		THB	17.590	-	120	89.606	2.516
		UGX	2.879	-	99	1.553.100	434
		USD	223.838	4.466	1.151	31.739	8.930.605
		ZAR	17.801	163	35	35.529	2.545
	Sum		709.234	8.419	5.365	27.891.175	9.004.574
	Futures	KRW	3.200.000	26	-	3.200.000	-
		ZAR	50.700	-	155	50.700	-
	Sum		3.250.700	26	155	3.250.700	-

Foreningens noter

	Andre instrumenter	IDR	9.098.000	4.952	-	9.098.000	-
		CNY	4.680	14	-	4.680	4.680
		CZK	19.076	73	-	19.076	19.076
		ILS	7.600	-	44	7.600	7.600
		INR	152.700	-	51	152.700	152.700
		MXN	14.105	-	399	14.105	14.105
		MYR	1.461	55	-	1.461	1.461
		ZAR	6.600	-	396	6.600	6.600
	Sum		9.304.222	5.094	890	9.304.222	206.222
	Total		13.264.157	9.466	6.417	40.446.098	9.210.796
Nye obligationsmarkeder							
Akk.							
	Valutakontrakter	BRL	9.025	497	-	4.495	1.287
		CNY	3.084	-	37	3.060	440
		COP	13.948	-	17	6.128.541	2.018
		DKK	243.231	-	1.720	243.231	34.849
		EGP	16.572	-	1.376	41.567	2.422
		EUR	334.607	49	3.125	44.749	57.091
		GHS	8.342	-	831	5.372	1.232
		HUF	3.118	40	-	131.340	444
		IDR	29.717	-	289	57.119.167	4.218
		INR	52.142	-	272	507.580	7.457
		KES	4.269	197	-	69.508	632
		MAD	5.354	4	6	7.746	764
		MXN	28.873	27	353	84.720	4.118
		NGN	4.675	781	-	257.370	693
		PEN	52.483	948	-	26.121	7.588
		PHP	35.332	297	-	253.873	5.032
		PLN	61.944	162	464	37.121	8.913
		RUB	59.759	4.500	-	595.076	8.891
		THB	43.340	-	296	220.786	6.200
		UGX	6.530	-	224	3.522.700	984
		USD	494.164	9.546	2.237	70.064	20.324.691
		ZAR	29.535	216	57	58.929	4.228
	Sum		1.540.044	17.264	11.304	69.433.116	20.484.192
	Futures	KRW	6.700.000	55	-	6.700.000	-
		ZAR	82.200	-	261	82.200	-
	Sum		6.782.200	55	261	6.782.200	-
	Andre instrumenter	IDR	19.457.000	10.598	-	19.457.000	-
		CNY	-	30	-	10.060	10.060
		CZK	-	144	-	37.691	37.691
		ILS	-	-	95	16.400	16.400
		INR	-	-	110	331.000	331.000
		MXN	-	-	320	9.285	9.285
		MYR	-	23	-	622	622
		ZAR	-	-	551	9.200	9.200
	Sum		19.457.000	10.795	1.076	19.871.258	414.258
	Total		27.779.244	28.114	12.641	96.086.574	20.898.451

Foreningens noter

2016							
Afdeling	Instrumenttype	Valuta	Hovedstol t.kr	Positiv markeds- værdi t.kr	Negativ markeds- værdi t.kr	Køb t.kr	Salg t.kr
Nye Aktiemarkeder							
	Andre instrumenter	USD	95	12.183	-	95	-
	Sum		95	12.183	-	95	-
	Total		95	-	-	95	-
Nye Aktiemarkeder Akk.							
	Valutakontrakter	USD	225	28.863	-	225	-
	Sum		225	28.863	-	225	-
	Total		225	28.863	-	225	-

Hoved- og nøgletalsoversigt

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent					
USA	10,95	12,05	28,27	21,41	7,65
USA Akk.	10,95	11,97	28,43	21,62	7,56
Europa	-5,75	11,55	2,56	22,28	21,07
Europa Akk.	-5,66	11,70	2,55	22,63	21,14
Japan	10,69	18,13	-0,06	17,73	10,65
Japan Akk.	10,76	18,29	-0,02	17,90	11,11
Nye obligationsmarkeder	8,41	-4,52	6,82	-14,61	15,85
Nye obligationsmarkeder Akk.	8,38	-4,66	7,05	-14,66	15,29
Nye Aktiemarkeder	4,78	1,01	5,71	-5,86	13,01
Nye Aktiemarkeder Akk.	4,81	0,96	5,77	-5,74	11,75
Globale Aktier	7,83	12,45	18,83	14,35	0,63
Globale Aktier Akk.	7,78	12,51	19,07	14,38	0,79
Indre værdi pr. andel					
USA	143,67	150,00	141,52	116,52	96,77
USA Akk.	195,48	176,19	157,12	122,52	100,74
Europa	94,95	100,75	90,17	88,06	73,90
Europa Akk.	110,95	117,61	105,12	102,68	83,74
Japan	96,15	86,86	73,57	73,58	62,60
Japan Akk.	99,75	90,06	76,14	76,15	64,59
Nye obligationsmarkeder	95,67	88,25	94,05	89,79	113,21
Nye obligationsmarkeder Akk.	107,07	98,80	103,62	96,80	113,43
Nye Aktiemarkeder	110,37	105,34	104,29	98,66	104,79
Nye Aktiemarkeder Akk.	110,40	105,34	104,33	98,64	104,65
Globale Aktier	147,25	147,72	136,74	115,08	100,63
Globale Aktier Akk.	166,45	154,43	137,26	115,28	100,79
Udlodning pr. andel (i kr.)					
USA	11,30	20,00	8,90	6,20	1,00
USA Akk.	-	-	-	-	-
Europa	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00
Europa Akk.	-	-	-	-	-
Japan	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japan Akk.	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder	0,00	0,00	1,80	1,80	8,25
Nye obligationsmarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	1,70	0,00	0,00	0,00	0,00
Nye Aktiemarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Globale Aktier	7,40	11,00	6,30	0,00	0,00
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
Omkostningsprocent					
USA *)	1,04	0,82	1,15	1,37	1,48
USA Akk. *)	1,03	0,93	0,89	1,40	1,47
Europa	1,61	1,53	1,56	1,55	1,63
Europa Akk.	1,59	1,51	1,58	1,53	1,58
Japan	1,58	1,80	1,94	1,81	1,86
Japan Akk.	1,53	1,77	1,84	1,74	1,81
Nye obligationsmarkeder *)	1,21	1,41	1,49	1,40	1,34
Nye obligationsmarkeder Akk. *)	1,11	1,38	1,44	1,33	1,33
Nye Aktiemarkeder *)	1,49	2,02	1,82	1,83	1,88
Nye Aktiemarkeder Akk. *)	1,47	2,01	1,76	1,73	1,90
Globale Aktier	1,75	1,64	1,72	1,65	0,33
Globale Aktier Akk.	1,71	1,62	1,66	1,64	0,26

	2016	2015	2014	2013	2012
Sharpe ratio					
USA	0,91	0,72	0,85	0,95	-0,13
USA Akk.	0,91	0,72	0,85	0,95	-0,10
Europa	0,52	0,44	0,44	0,77	-0,33
Europa Akk.	0,52	0,44	0,45	0,77	-0,33
Japan	0,47	0,26	0,28	0,46	-0,30
Japan Akk.	0,48	0,28	0,31	0,50	-0,28
Nye obligationsmarkeder	0,17	-0,08	0,01	-0,11	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	0,15	-0,09	-0,01	-0,14	-
Nye Aktiemarkeder	0,20	0,03	0,03	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,19	0,03	0,03	-	-
Globale Aktier	0,85	0,97	-	-	-
Globale Aktier Akk.	0,86	0,98	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)					
USA	167.701	167.814	295.121	199.167	70.430
USA Akk.	388.368	402.900	767.347	574.306	181.283
Europa	-57.729	82.763	12.700	125.994	108.179
Europa Akk.	-131.815	225.903	49.916	344.418	297.181
Japan	25.539	35.665	2.482	28.752	16.517
Japan Akk.	49.286	94.263	3.827	74.816	40.826
Nye obligationsmarkeder	44.401	-24.254	32.363	-71.543	79.973
Nye obligationsmarkeder Akk.	86.707	-47.420	80.629	-199.333	177.311
Nye Aktiemarkeder	22.810	-837	18.961	-21.051	26.819
Nye Aktiemarkeder Akk.	45.398	5.164	42.364	-79.326	65.338
Globale Aktier	54.277	92.287	98.551	49.668	1.797
Globale Aktier Akk.	144.796	210.424	265.209	148.690	6.017
Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)					
USA	1.776.212	1.495.079	1.350.887	916.306	1.029.408
USA Akk.	4.167.566	3.656.049	3.434.462	2.506.525	2.973.702
Europa	861.122	955.054	755.322	692.090	569.951
Europa Akk.	1.892.507	2.218.406	1.909.388	1.530.134	1.595.467
Japan	259.167	243.648	190.740	145.297	167.138
Japan Akk.	591.372	612.670	513.039	442.871	421.485
Nye obligationsmarkeder	553.068	526.526	548.143	443.875	481.732
Nye obligationsmarkeder Akk.	1.205.687	1.028.301	1.304.211	1.131.475	1.322.970
Nye Aktiemarkeder	452.148	464.123	383.499	549.845	249.668
Nye Aktiemarkeder Akk.	1.088.751	1.154.407	1.020.887	1.365.034	1.134.610
Globale Aktier	738.656	796.005	714.104	434.543	300.274
Globale Aktier Akk.	1.946.293	1.870.363	1.653.095	1.240.066	959.199
Andele ultimo (i 1.000 stk.)					
USA	12.363	9.967	9.541	7.864	10.637
USA Akk.	21.320	20.750	21.826	20.459	29.518
Europa	9.069	9.479	8.363	7.859	7.712
Europa Akk.	17.057	18.862	18.135	14.902	19.053
Japan	2.695	2.805	2.594	1.975	2.669
Japan Akk.	5.928	6.802	6.739	5.816	6.525
Nye obligationsmarkeder	5.780	5.966	5.828	4.943	4.255
Nye obligationsmarkeder Akk.	11.260	10.408	12.586	11.688	11.663
Nye Aktiemarkeder	4.096	4.406	3.677	5.573	2.383
Nye Aktiemarkeder Akk.	9.861	10.959	9.786	13.838	10.842
Globale Aktier	5.016	5.388	5.222	3.776	2.984
Globale Aktier Akk.	11.694	12.111	12.044	10.757	9.517

	2016	2015	2014	2013	2012
Omsætningshastighed					
USA	0,66	0,55	0,59	0,87	0,15
USA Akk.	0,67	0,59	0,11	0,89	0,16
Europa	1,10	0,99	0,23	1,02	1,07
Europa Akk.	1,10	1,00	0,23	1,05	1,12
Japan	0,13	0,12	0,03	0,18	1,17
Japan Akk.	0,13	0,12	0,15	0,17	1,15
Nye obligationsmarkeder	0,70	1,03	0,70	0,44	0,62
Nye obligationsmarkeder Akk.	0,68	1,12	0,75	0,53	0,66
Nye Aktiemarkeder	0,16	0,27	0,74	0,09	0,10
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,16	0,25	0,88	0,10	0,04
Globale Aktier	0,24	0,27	0,22	0,11	0,63
Globale Aktier Akk.	0,25	0,30	0,22	0,10	0,91
Tracking Error					
USA	1,72	1,87	2,17	2,40	2,30
USA Akk.	1,71	1,93	2,19	2,37	2,28
Europa	3,08	2,54	3,14	2,88	2,79
Europa Akk.	3,08	2,54	3,13	2,90	2,78
Japan	6,13	5,33	5,10	5,09	4,53
Japan Akk.	6,15	5,29	5,07	5,02	4,46
Nye obligationsmarkeder	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	6,03	6,74	3,64	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	6,00	6,72	3,82	-	-
Globale Aktier	3,00	2,88	-	-	-
Globale Aktier Akk.	2,98	2,86	-	-	-
Active Share					
USA	56,00	54,28	-	-	-
USA Akk.	55,96	54,27	-	-	-
Europa	80,14	71,52	-	-	-
Europa Akk.	80,07	71,51	-	-	-
Japan	82,98	83,94	-	-	-
Japan Akk.	82,98	83,94	-	-	-
Nye obligationsmarkeder	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	86,53	89,53	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	86,53	89,52	-	-	-
Globale Aktier	90,92	89,31	-	-	-
Globale Aktier Akk.	90,91	89,31	-	-	-

*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

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

Telefon 44 55 92 00
Fax 44 55 91 40

CVR nr. 29 13 86 13

multimanagerinvest.dk