

ÅRSRAPPORT 2016

Årsrapport 2016

Investeringsforeningen C WorldWide

04	Forord
06	C WorldWide og samarbejdspartnere
12	C WorldWides interesser
14	Ledelsesberetning – Beretning for alle afdelinger
18	Ledelsesberetning – Risiko og risikostyring
20	Ledelsesberetning – Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017
24	Ledelsespåtegning
25	Den uafhængige revisors revisionspåtegning
28	Anvendt regnskabspraksis
30	Femårsoplysninger og nøgletal om risiko
34	Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier KL
39	Resultatopgørelse
39	Balance
40	Noter
42	Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL
47	Resultatopgørelse
47	Balance
48	Noter
50	Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier Etik KL
55	Resultatopgørelse
55	Balance
56	Noter
58	Ledelsesberetning – Afdeling Stabile Aktier KL
63	Resultatopgørelse
63	Balance
64	Noter
66	Ledelsesberetning – Afdeling Danmark KL
71	Resultatopgørelse
71	Balance
72	Noter
74	Ledelsesberetning – Afdeling Asien KL
79	Resultatopgørelse
79	Balance
80	Noter
82	Ledelsesberetning – Afdeling Emerging Markets KL
87	Resultatopgørelse
87	Balance
88	Noter
90	Ledelsesberetning – Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver KL

Forord

Kære investor

Politik og rentestigninger dominerede 2016

Ved indgangen til 2016 var der ikke mange, der ville have gættet, at briterne ville vælge Brexit, og at amerikanerne ville vælge Donald Trump. Overraskende var også investorernes reaktion. Den politiske usikkerhed blev ignoreret og i stedet var fokus på, at finanspolitik sættes i spil for at understøtte økonomisk vækst. Investorerne øgede risikoappetitten, og aktiekurserne nåede nye rekorder. Verdensindekset steg således 10,7 pct. målt i DKK. Med udsigt til højere vækst via ekspansiv finanspolitik steg obligationsrenterne markant i andet halvår, hvor eksempelvis den 10-årige rente i USA steg fra et bundniveau omkring 1,4 pct. til at slutte året omkring 2,4 pct.

Vi så en markant markedsrotation i 2016. Investorerne søgte de cykliske aktier og de såkaldte valueaktier. Omvendt havde de store stabile vækstaktier det svært. Denne udvikling overraskede os og betød, at det blev et vanskeligt og utilfredsstillende år for flere af vores aktieafdelinger, idet vores fokus er på store kvalitetselskaber med strukturel frem for cyklisk medvind. Denne negative udvikling var det omvendte billede af 2015, hvor vores globale afdelinger skabte markante merafkast i forhold til markedet. Vores største afdeling - afdeling Globale Aktier KL - faldt eksempelvis 4,0 pct. i 2016. Bedste udvikling fik afdeling Emerging Markets KL og afdeling Asien KL med afkast på hhv. 4,5 pct. og 5,5 pct.

Bestyrelsen finder årets resultater utilfredsstillende, idet ingen af afdelingerne skabte merafkast i forhold til de respektive benchmark.

2016 er ikke et år, vi skal glemme, men et år vi skal lære af. Vi har oplevet denne situation før, og da vi ikke ser en længerevarende periode med høj vækst og inflation, tror vi, at investorernes fokus langsomt vender tilbage til de strukturelt værdiskabende selskaber, som kan øge indtjeningen år efter år. Selvom vi i år er blevet ramt af nogle negative selskabsspecifikke nyheder bl.a. inden for medicinal- og finanssektoren, er selskabernes overordnede vækstudsigter intakte. Efter vores opfattelse arbejder tiden for de strukturelt værdiskabende selskaber og dermed også for vores investeringsstrategi.

Resultat 2016

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier KL	-4,0%	10,7%	-14,7%
Globale Aktier Akku. KL	-2,9%	11,7%	-14,6%
Globale Aktier Etik KL	-6,6%	10,7%	-17,3%
Stabile Aktier KL	3,3%	10,2%	-6,9%
Danmark KL	-0,1%	3,2%	-3,3%
Asien KL	5,5%	8,2%	-2,7%
Emerging Markets KL	4,5%	14,1%	-9,6%

Carnegie WorldWide bliver til C WorldWide

Foreningen har besluttet at skifte navn til C WorldWide. Gennem mange år har vi delt navn med svenske Carnegie Investment Bank. I 2009 besluttede vores investeringsrådgiver Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S at blive adskilt fra resten af Carnegie. Dette var første skridt mod at etablere Carnegie Asset Management-gruppen som en selvstændig kapitalforvalter.

Navnet Carnegie har en mangeårig stærk identitet, som Carnegie WorldWide har været med til at udvikle. Men to separate selskaber, som deler varemærke, kan skabe forvirring. Derfor giver det mening at tage næste skridt og føre investeringsforeningen videre med en ny, klar og uafhængig profil.

I dagens forbundne og komplekse verden er et globalt udsyn nøglen til holdbare investeringsbeslutninger. "C" udtales "see" og understreger sammen med "WorldWide" vigtigheden af et globalt udsyn. Det understøttes visuelt af vores nye logo, der er et C formet som en globus. Dette er C WorldWides identitet.

Navneskiftet blev formelt behandlet og vedtaget af investorerne på en ekstraordinær generalforsamling 17. januar 2017. Finanstilsynet godkendte navneskiftet i februar 2017, hvorfor navneskiftet nu er trådt i kraft. Vores to samarbejdspartnere Carnegie Asset Administration A/S og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S forventes at skifte navn til hhv. C WorldWide Fund Management A/S og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 7. marts 2017. Vi har derfor i denne årsrapport valgt at bruge de nye navne for vores administrationselskab og vores investeringsrådgiver. Du kan læse mere om baggrunden for navneskiftet på vores hjemmeside cww.dk.

Ny lovgivning for distributionsbetalinger

Der er en række ændringer af den finansielle lovgivning på vej. Disse går under betegnelsen MiFID II. Første del træder i kraft medio 2017 og har bl.a. til hensyn at regulere og øge transparensen af den rådgivningsydelse bankerne giver i forbindelse med investering.

Markedsundersøgelser viser, at langt de fleste danske private investorer søger rådgivning, når opsparingen eller pensionen skal investeres. Dette er fornuftigt, da mange ikke selv kan overskue alle aspekter i sammensætningen af den rigtige investeringsportefølje, så risikoen passer.

C WorldWide er en uafhængig investeringsforening med hovedfokus på at skabe attraktive afkast til investorerne. Afkast, der over tid ligger i toppen af konkurrentstatistikkerne. Vi har derfor valgt at samarbejde med banker og andre rådgivere om den individuelle rådgivning, så vi kan koncentrere os om afkastet. Derfor er vi afhængige af et godt samarbejde med banker og rådgivere, hvis vi skal være relevante for flertallet af danske private investorer.

Intentionen i den nye lovgivning er umiddelbart positiv, idet betalingerne til bankerne bliver mere transparente for investorerne. Det er dog

afgørende, at vi som uafhængig forening har mulighed for at honorere samarbejdspartnere for deres arbejde, ellers risikerer vi, at bankerne søger andre løsninger. En fordel ved den nye lovgivning er, at bankerne skal åbne deres produktpalette for 3. parts foreningerne såsom C WorldWide, hvis de fremover ønsker at kunne modtage honorarer. Hermed vil vi se, at bankerne begynder med en mere bred rådgivning. For at sikre fortsat relevans i forhold til banker og andre rådgivere har bestyrelsen på en ekstraordinær generalforsamling i januar foreslået muligheden for, at vi kan oprette andelsklasser. På den måde kan vi skræddersy individuelle klasser i vores afdelinger, så vi passer ind i vores samarbejdspartneres rådgivningsmodeller.

En af de ønskede konsekvenser af den nye lovgivning er, at betalingen for investeringsplejen bliver adskilt fra rådgivningsdelen. Denne udvikling giver de investorer, der ikke ønsker rådgivning, mulighed for at fravælge dette. Udfordringen er dog, hvis mange investorer, der reelt har brug for rådgivning, måske fravælger rådgivning, da den risikerer at blive dyrere, idet den nu skal afregnes individuelt.

Vi ser også en risiko for, at investeringsrådgivere pga. af den nye lovgivning fravælger en foreningsløsning og i stedet foreslår andre investeringsformer til deres kunder. For en uafhængig forening som vores er der risiko for, at vi taber markedsandele, hvis vi ikke har tiltrækkelige muligheder for at honorere rådgivernes arbejde. Bestyrelsen arbejder derfor aktivt med disse nye muligheder og udfordringer for at sikre at C WorldWides grundlæggende idé om at skabe et attraktivt langsigtet afkast gennem en fokuseret og aktiv forvaltning fortsat kan udbredes til danske private investorer.

Vores administrator planlægger fusion

C WorldWide Fund Management A/S, som er investeringsforvaltningsselskabet for foreningen, har besluttet at søge en fusion med søsterselskabet C WorldWide Fund Management S.A. (CWWFM). CWWFM administrerer C WorldWide Asset Management-gruppens fonde, der er registreret i Luxembourg. Planen er, at CWWFM på basis af C WorldWide Fund Management A/S' nuværende aktiviteter etablerer en dansk filial, som skal videreføre administrationen af investeringsforeningen C WorldWide. Baggrunden for fusionen er at skabe stordriftsfordele mellem de to administrationsselskaber, så vi kan fortsætte med at udbyde konkurrencedygtige fondsløsninger til gavn for kunder og samarbejdspartnere. Fusionen er bl.a. betinget af godkendelser fra de relevante myndigheder i henholdsvis Danmark og Luxembourg. Sammenlægningsprocessen forventes at være tilendebragt medio 2017.

Bestyrelsen

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



Bestyrelsens fire medlemmer ønsker at genopstille i 2017. Bestyrelsen arbejder med en fornyelsesplan, og valget af Camilla Harder Hartvig i 2015 var en del af denne plan. Målsætningen er inden for ét til to år at få endnu en ny person valgt til bestyrelsen. For 2017 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med fire personer.

Investorkonference og generalforsamling

Vi afholder investorkonferencer og generalforsamling til foråret.

Årets investorkonference afholder vi 8. marts i København og 9. marts i Århus. Her kan du komme og høre de afdelingsansvarlige porteføljeformidlere gå i dybden med investeringsstrategien og udsigterne for udvalgte afdelinger.

Adm. direktør Bo Knudsen vil give sit syn på de globale investeringsudsigter og temaspécialist og medlem af regeringens energikommission Morten Springborg vil fortælle om udviklingen inden for nye banebrydende teknologier såsom kunstig intelligens og Cloud Computing samt give en status på den grønne omstilling i energisektoren. Invitationen til denne konference blev udsendt til alle navnenoterede investorer i starten af februar.

Foreningens ordinære generalforsamling afholder vi i år onsdag den 22. marts på foreningens adresse. Generalforsamlingen henvender sig som de foregående år primært til dem med interesse for de formelle punkter på dagsordenen.

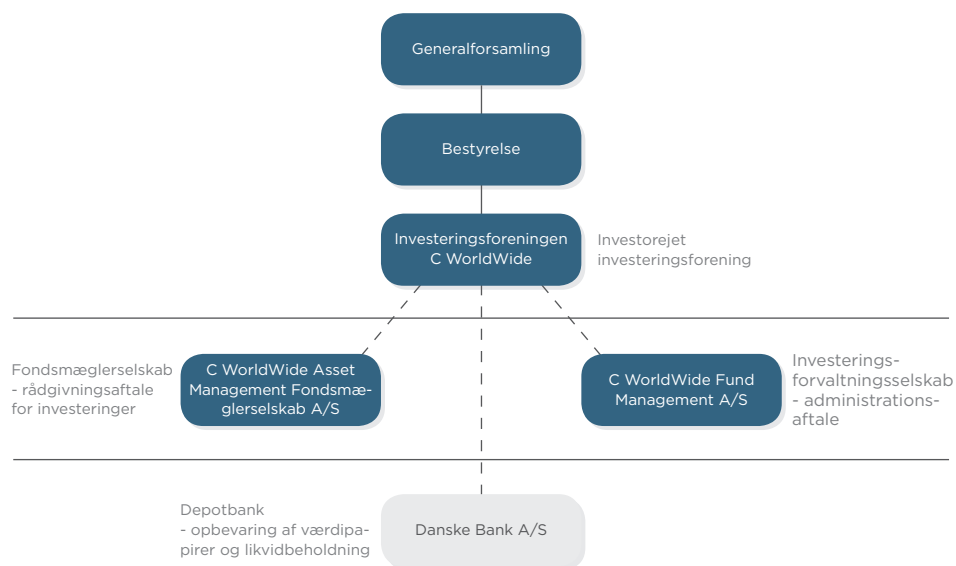
Afslutningsvis vil jeg gerne takke foreningens investorer for den fortsatte opbakning samt vores samarbejdspartner C WorldWide Fund Management A/S, som varetager den daglige ledelse af foreningen, og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der rådgiver om vores investeringer, for samarbejdet i 2016.

Med ønsket om et godt 2017 til alle foreningens investorer.

Karsten Kielland

Formand

C WorldWide og samarbejdspartnere



Holdbare investeringer siden 1990

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

Den ambition har vi fulgt siden starten i 1990.

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

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

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

C WorldWides historie

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

FOKUS

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

STABILITET

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

PASSION

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

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

Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver



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

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

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

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

I februar 2017 ændrede investeringsforeningen navn fra Carnegie WorldWide til C WorldWide. Afdeling Globale Aktier Stabile ændrede navn til afdeling Stabile Aktier og afdeling Danske Aktier ændrede navn til afdeling Danmark

Generalforsamling

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

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

Bestyrelsen varetager foreningens interesser

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

Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2016 har bestyrelsen afholdt i alt fire bestyrelsesmøder.

Et af de årlige møder afholdes som et bestyrelsesseminar, hvor bestyrelsen sætter fokus på særlige emner. I år var fokus bl.a. på ny lovgivning særligt inden for distribution. Direktionen for investeringsforvaltningsselskabet deltager på møderne, og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder, når diskussionerne vedrører investeringerne.

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

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

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

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

Bestyrelsens arbejde i overskrifter

- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- sikre uafhængig styring af interessekonflikter
- foretage løbende risikovurdering
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- fastlægge strategi for udøvelse af stemmerettigheder
- evaluere foreningens produktudbud
- evaluere rådgiver, administrator og dennes direktion
- sikre at administrationen fungerer betryggende og er i overensstemmelse med lovgivningen
- udarbejde skriftlige retningslinier for direktionen i CWWFM
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver
- foreslå valg af revisor samt evaluering af denne

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

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

Investeringsrådgiveren: C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

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



Den daglige administration: C WorldWide Fund Management A/S

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

C WorldWide Fund Management A/S' opgaver i overskrifter

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

Depotbanken er uafhængig og sikrer særskilt opbevaring af foreningens midler

C WorldWide har indgået en depotaftale med Danske Bank A/S om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvide midler. Depotbanken er uafhængig, hvorved det sikres, at foreningens værdi-

Omkostninger

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

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

Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere

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

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

Bestyrelsen foretager på seminaret en konkret evaluering af samarbejdspartnernes indsats for året, herunder en vurdering af foreningens afkast, som administrator og investeringsrådgiveren har skabt til investorerne i det forløbne år. Bestyrelsen foretager en vurdering af, hvorvidt de opnåede resultater er tilfredsstillende både i forhold til

markeds gennemsnittet og i relation til de omkostninger, foreningen har betalt. C WorldWides målsætning er at skabe langsigtede resultater, som er over gennemsnittet. Derfor vurderer bestyrelsen også resultaterne i et længere perspektiv.

Fakta om C WorldWide

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

Udbyttet fra disse aktieafdelinger omfatter renter og modtagne udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier udregnet efter fradrag af administrationsomkostninger. Afdeling Emerging Markets KL har dog et historisk tab, som kan modregnes i fremtidige gevinster. Størrelsen af dette historiske skattetab kan ses i noterne i regnskabet.

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

Afdeling Globale Aktier - Akkumulerende KL er akkumulerende i skattemæssig forstand (lagerbeskattet) og udbetaler ikke udbytte.

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

C WorldWide er medlem af InvesteringsFondsBranchen.

Informationer fra C WorldWide

Alle C WorldWides syv afdelinger er børsnoteret og kursnoteres dagligt på NASDAQ Copenhagen.

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

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

Disse informationer er tilgængelige på foreningens hjemmeside cww.dk. Som investor kan man også få disse tilsendt i et elektronisk nyhedsbrev.

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

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

Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside cww.dk skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her.

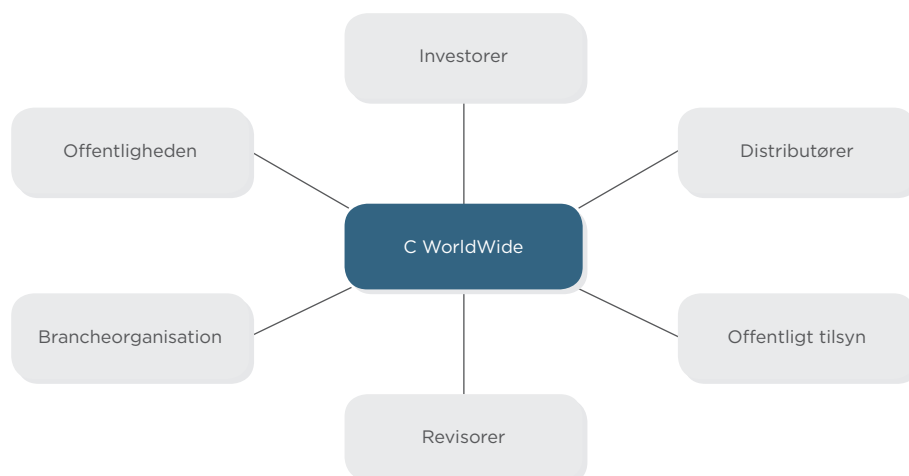
Endeligt afholder vi løbende investormøder, hvor der er mulighed for at komme i dialog med vores porteføljeforvaltere og høre om vores aktuelle tanker om udviklingen på aktiemarkedet.

Investorrettigheder

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



Carnegie WorldWides interessenter



Investorer

Foreningen har ca. 14.000 navnenoterede investorer. Derudover er en række investorer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede antal investorer inklusive ikke-navnenoterede investorer er ca. 16.000.

Distributører

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

Distributører

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

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

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

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

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

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

Offentligt tilsyn

C WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Finanstilsynet arbejder med lovgivningen for investeringsforeninger samt udfører kontrol af foreningerne. C WorldWide er registreret hos Finanstilsynet under FT 11057. På Finanstilsynets hjemmeside finansstilsynet.dk findes alle relevante love og vejledninger vedrørende investeringsforeninger.

Revisorer

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

Revisorer

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

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

Brancheorganisation

C WorldWide er medlem af InvesteringsFondsBranchen. På deres hjemmeside IFB.dk findes en lang række nyttige oplysninger om investeringsforeningerne i Danmark, herunder sammenlignende afkaststatistikker.

Offentligheden

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



Beretning for alle afdelinger

Læsevejledning til beretning og regnskaber

Foreningen har i alt syv afdelinger, og hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året og giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Vi har valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, vores generelle markedsforventninger, fem års nøgletal på afdelingerne, foreningens vidensressourcer, redegørelse for samfundsansvar, usikkerhed ved indregning og måling samt

generelle risici og foreningens risikostyring i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Oplysninger om ledelses- og bestyrelsesforhold finder du i et separat afsnit sidst i årsrapporten.

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

Resultater og udbytter 2016

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast efter omkostninger i procentpoint	Omkostningsprocent	Udbytte pr. andel	Heraf aktieindkomst
Globale Aktier KL	-4,0%	10,7%	-14,7%	1,6%	44,50 kr.	44,50 kr.
Globale Aktier Akkumulerende KL ¹⁾	-2,9%	11,7%	-14,6%	1,7%	- kr.	- kr.
Globale Aktier Etik KL	-6,6%	10,7%	-17,3%	1,8%	0,00 kr.	- kr.
Stabile Aktier KL	3,3%	10,2%	-6,9%	1,6%	0,70 kr.	0,70 kr.
Danmark KL	-0,1%	3,2%	-3,3%	1,6%	23,70 kr.	23,70 kr.
Asien KL	5,5%	8,2%	-2,7%	1,9%	0,00 kr.	- kr.
Emerging Markets KL	4,5%	14,1%	-9,6%	1,9%	0,00 kr.	- kr.

1) Afdelingen blev introduceret den 10. december 2015, og alle angivne nøgletal fra 2016 er fra denne dato.

Blandede afkast i 2016

Den politiske udvikling dominerede i 2016. Ved indgangen til 2016 var der ikke mange, der ville have gættet, at briterne ville vælge Brexit, og at amerikanerne ville vælge Donald Trump som ny præsident. Overraskende var også aktieinvestorerne reaktion. Den politiske usikkerhed blev ignoreret, og i stedet fokuserede investorerne på de nye politiske vinde, hvor finanspolitikken sættes i spil for at understøtte økonomisk vækst. Investorerne valgte at øge risikoappetitten, og aktiekurserne nåede nye højder. Med udsigt til højere vækst steg obligationsrenterne markant, og vi så en voldsom markedsrotation, hvor investorerne foretrak de cykliske aktier og de såkaldte valueaktier, mens de store stabile vækstaktier det svært.

For os var denne udvikling overraskende og betød, at det blev et vanskeligt og utilfredsstillende år for vores afdelinger, idet vores fokus er på store kvalitetsselskaber med strukturel frem for cyklisk medvind. Bestyrelsen finder således ikke årets resultater tilfredsstillende, idet ingen af afdelingerne skabte merafkast i forhold til de respektive benchmark.

2016 er ikke et år, vi skal glemme, men et år vi skal lære af. Vi har oplevet denne situation før, og historien viser, at markedet vender og belønner de selskaber, som kan levere en strukturelt voksende indtjening.

Selvom vi i år er blevet ramt af nogle negative selskabsspecifikke nyheder bl.a. inden for sektorerne medicinal og finans, er selskabernes underliggende vækstudsigter intakte. Så selv om der er stunder, hvor strategien ikke virker optimalt, konstaterer bestyrelsen, at den målt over en længere tidshorisont har vist sit værd.

Blandede afkast i 2016

Ved indgangen til 2016 var der ikke mange, der ville have gættet, at briterne ville vælge Brexit, og at amerikanerne ville vælge Donald Trump som ny præsident. Investorerne valgte overraskende at øge risikoappetitten, og aktiekurserne nåede nye højder. Vi så en voldsom markedsrotation, hvor investorerne foretrak de cykliske aktier og de såkaldte valueaktier, mens de store stabile vækstaktier det svært. Derfor blev det et vanskeligt og utilfredsstillende år for vores afdelinger, idet vores fokus er på store kvalitetsselskaber med strukturel medvind.

Afdeling Globale Aktier KL faldt 4,0 pct., afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL faldt 4,3 pct., og afdeling Globale Aktier Etik KL 6,6 pct., hvilket bestyrelsen for året ikke anser for tilfredsstillende, da verdensindekset i 2016 steg 10,7 pct. Afdelingernes investeringsstil har altid haft fokus på stabile vækstselskaber, og de aktier havde det svært i 2016. Hertil var der en række skuffelser fra enkeltelskaber inden for særligt medicinalbranchen, hvor aktier som Novo Nordisk, Gilead, CVS og McKesson faldt med 20-35 pct.

Afdeling Stabile Aktier KL steg 3,3 pct., hvilket var lavere end benchmark, som steg 10,2 pct. 2016. Det negative relative afkast opstod hovedsageligt i første kvartal, hvor vores investeringer i detailbanker blev straffet på grund af stor usikkerhed om den økonomiske udvikling. Benchmark har omvendt store investeringer i bl.a. guldminer og i ejendomssektoren, der begge havde stor gavn af de faldende renter i første kvartal. Bestyrelsen anser resultatet som utilfredsstillende.

Afdeling Danske Aktier skabte et afkast på -0,1 pct., hvilket var lavere end benchmark, som steg 3,2 pct. Et meget svingende aktiemarked gjorde det svært at have en langsigtet strategi. Hertil kom et skifte i markedets fokus på, hvilket typer af aktier man skulle eje. Der var en bevægelse over imod aktier med lavere kvalitet – målt på f.eks. egenkapitalforrentning (såsom AP Møller-Mærsk), som historisk har givet lave afkast, og væk fra aktier med høj kvalitet (som f.eks. Novo Nordisk). Det ramte porteføljen negativt. Bestyrelsen anser resultatet som utilfredsstillende.

Afdeling Asien KL skabte et afkast på 5,5 pct., hvilket var lavere end benchmark, som steg 8,2 pct. Afdeling Emerging Markets KL steg 4,5 pct., hvilket var også lavere end benchmark, der steg 14,1 pct. Det lavere relative afkast i de to afdelinger skyldes primært, at vi ikke havde eksponering til vendingen i råvare- og energiaktier, ligesom afdelingerne var undervægtet i finansaktier, der gjorde det godt efter renteforhøjelsen i USA.

Afdelingernes faktiske afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen på side 14.

Du kan læse beretningen for de enkelte afdelinger under de enkelte afdelingsafsnit på siderne 34-89 i årsrapporten.

Femårsoplysninger

På side 30 og 31 i årsrapporten fremgår de sidste fem års nøgletal for blandt andet afdelingernes afkast, formueudvikling, udbytter og omkostninger.

Vidensressourcer

Foreningens vidensressourcer er af afgørende betydning for de opnåede resultater samt de fremtidige afkast i foreningen. Som beskrevet i afsnittet ”C WorldWide og samarbejdspartnere” har foreningen indgået administrations- og rådgivningsaftaler med C WorldWide Fund Management A/S og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Disse formueforvaltere besidder en mangeårig investerings erfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig

kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte portefølje medarbejdere. Denne unikke kultur har skabt stor stabilitet i de investeringsteams, som rådgiver foreningen, og denne stabilitet er et vigtigt fundament for gode langsigtede investeringsresultater.

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

Redegørelse for samfundsansvar

For en investeringsvirksomhed er det vigtigt, at de virksomheder, vi investerer i, ganske enkelt opfører sig ordentligt. Virksomhedernes etik og samfundsmæssige opførsel har altid været en komponent i vores vurdering af investeringsmuligheder. Vores målsætning er at opnå en stabil, langsigtet formue tilvækst til foreningens investorer, og lidt firkantet kan man sige, at en bæredygtig og ansvarlig samfundsøkonomi er en forudsætning for at opnå langsigtet positiv værditilvækst fra aktieinvesteringer. Vi kalder vores politik på dette område ”investeringspolitik i et samfundsmæssigt perspektiv” – fordi det er en integreret del af vores investeringsproces. Du kan læse mere om vores investeringspolitik på foreningens hjemmeside cww.dk.

Vi er aktive forvaltere, som nøje udvælger hver enkelt aktie til en balanceret og fokuseret portefølje. Vi investerer i selskaber, hvor ledelsen og selskabet har en høj grad af integritet. Vi investerer med en 3-5 års tidshorizont primært i større internationale kvalitetsselskaber, som analyseres grundigt af mange interessenter verden over. Disse analyser er med til at give os et detaljeret indblik i selskabets struktur og forretninger samt samfundsmæssige adfærd.

I udvælgelsen af investeringer indgår vores forventninger til selskabets langsigtede økonomiske potentiale samt mange andre parametre – deriblandt selskabets ageren i forhold til samfundsmæssig adfærd. For at sikre aktiens langsigtede potentiale analyserer vi hver enkelt aktie grundigt, inden vi investerer i den. Det er det samlede indtryk af økonomi, ledelse og andre selskabsspecifikke forhold, som ligger til grund for den enkelte investeringsbeslutning.

Vi vurderer, at de selskaber, vi investerer i, har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, idet vi mener, at det modsatte kan skade aktiens værdi på lang sigt. De områder, vi ud fra en helhedsbetragtning blandt andet evaluerer, er socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korrupsion, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion. Foreningens rådgiver screener i samarbejde med et eksternt analysefirma alle foreningens investeringer i forhold til FN'

Global Compact principper og OECDs retningslinjer for multinationale selskaber.

Foreningen investerer ikke i selskaber, der har direkte produktion af konventionsomfattede våben såsom klyngebomber og landminer.

Foreningen anvender ikke metodisk ikke-finansielle nøgletal for evaluering af investeringernes samfundsansvarlige adfærd.

Den store udfordring med politikker for samfundsansvar er, hvordan de omsættes til praksis. Mange virksomheder kan være anklaget i enkelt-sager, men ofte er det kun den ene part eller den ene side af historien, som præger billedet i medierne. Når vi vurderer en virksomhed i relation til samfundsansvar, er vores grundlæggende princip en helhedsbetragtning. Vi foretager ikke en endelig afgørelse ud fra enkelt-sager. En anden udfordring er, at der er store samfundsmæssige og kulturelle forskelle på, hvad der er acceptabelt, når vi sammenligner standarderne i de mere modne økonomier med standarderne i udviklingsøkonomierne. I praksis har vi indarbejdet foreningens investeringspolitik i fondsinstruksen til administrator og foreningens investeringsrådgiver. En gang om året vurderer et uafhængigt analyseselskab de selskaber, som foreningen har investeret i forhold til selskabernes samfundsmæssige adfærd. Bestyrelsen diskuterer og evaluerer herefter resultaterne af denne analyse med foreningens administrator og investeringsrådgiver, hvor alle investeringer evalueres. Hvis der er tegn på alvorlige overtrædelser, vil vi gå i dialog med selskabet enten direkte eller gennem en rådgiver for derigennem at belyse virksomhedens rolle i den pågældende sag. Endelig kan bestyrelsen også træffe beslutning om eksklusion af et givent selskab.

Det ligger os på sinde at administrere denne politik om samfundsansvar på en måde, så samfundsansvar og rammerne for at skabe de bedste investeringsresultater går op i en højere enhed. I forhold til udnyttelse af stemmerettigheder overvåger vi alle relevante begivenheder blandt foreningens porteføljeselskaber med henblik på at udøve vores stemmeret, hvis vi finder det fordelagtigt.

I praksis er det svært at måle de faktiske resultater af foreningens arbejde med samfundsansvar, herunder reduktion af klimapåvirkningen, arbejdstagerrettigheder og medarbejderforhold, respekt for menneskerettigheder, antikorruption og bestikkelse. Reelt har effekten nok været lille. I forhold til risici på foreningens investeringer, hvis nogle af de ovennævnte områder udvikler sig negativt, vil det i visse tilfælde kunne påvirke investeringernes værdi negativt. Vi håndterer disse risici via løbende overvågning af selskaberne via samarbejdet med en ekstern analysevirksomhed. Vurderer vi, at et selskab ikke lever op til vores investeringspolitik, investerer vi ikke i selskabet. Hvis der sker en væsentlig ændring i vores vurdering af en investering, sælger vi den pågældende aktie.

I 2016 var vi i dialog – enten direkte eller via rådgiver – med ca. 5 selskaber, ingen investeringer er blevet ekskluderet og dermed solgt ud af porteføljerne.

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

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

Måltal for det underrepræsenterede køn

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

Usikkerhed ved indregning og måling

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

Officielle børskurser

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

Værdiansættelsen af unoterede værdipapirer

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

Afdeling Asien KL og Afdeling Emerging Markets KL har dog investeret i det kinesiske selskab Sound Global, som siden april 2016 og frem til ultimo 2016 har været suspenderet for handel på børsen. Selskabets drift er ifølge vores vurdering normal, men givet usikkerheden forårsaget af den langvarige suspension på børsen i Hong Kong har vi af tre omgange i løbet af 2016 nedskrevet værdien fra 2,98 HKD, som er den sidst handlede kurs, til 2 HKD. I begge afdelinger udgør værdien af investeringen i Sound Global mindre end ½ pct.

Tilgodehavende udbytteskat

Afdeling Globale Aktier KL, afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL, afdeling Stabile Aktier KL, afdeling Globale Aktier Etik KL og afdeling Emerging Markets KL har pr. balancedagen tilgodehavender fra refunderbare udbytteskatte i lande, hvor Danmark har indgået dobbeltbeskatningsaftaler. Disse aktiver er medtaget på balancen og vurderes at kunne hjem søges med høj sandsynlighed. Vi ser dog, at skattemyndighederne i udvalgte lande begynder at indføre nye dokumentationskrav for refusion. Dette kan være krav, som foreningen ikke med sikkerhed kan fremskaffe.

I henhold til praksis fra domme afsagt under EU-lovgivningen har afdeling Globale Aktier KL, afdeling Globale Aktier Etik KL og afdeling Stabile Aktier KL et muligt tilgodehavende på hhv. kr. 1,6 mio., kr. 15.000 og kr. 152.000 fra udbytterskatter tilbageholdt i Spanien og Finland. Foreningen har igangsat en undersøgelse af mulighederne for at tilbagesøge disse mulige tilgodehavende, men da udfaldet af denne proces vurderes som usikker, er disse mulige aktiver ikke medtaget på balancerne for disse tre afdelinger.

Navneskifte

Foreningen har besluttet at skifte navn fra Carnegie WorldWide til C WorldWide. Navneskiftet blev formelt behandlet og vedtaget af investorerne på en ekstraordinær generalforsamling 17. januar 2017. Finanstilsynet godkendte navneskiftet i februar 2017, hvorfor navneskiftet nu er trådt i kraft. Vores to samarbejdspartnere Carnegie Asset Administration A/S og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S forventes at skifte navn til hhv. C WorldWide Fund Management A/S og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 7. marts 2017. Vi har derfor i denne årsrapport valgt at bruge de nye navne for vores administrationselskab og vores investeringsrådgiver. Du kan læse mere om baggrunden for navneskiftet på vores hjemmeside cww.dk.



Risiko og risikostyring

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

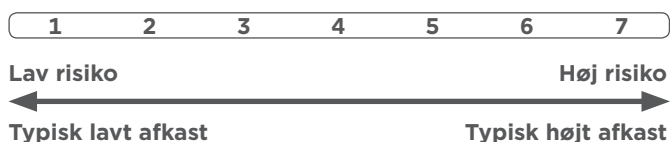
Risikoen ved at investere via investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

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

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



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

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

Risici knyttet til investeringsmarkederne

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

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

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

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

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

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

Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

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

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henviser vi til de gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades på foreningens hjemmeside cww.dk.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande eller snævre områder

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

Eksposering mod udlandet

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

Valuta

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

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. For eksempel kan forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold påvirke selskabernes indtjening. Vores afdelinger har generelt fokuserede porteføljer med typisk 25-35 investeringer i hver afdeling. Afdeling Stabile Aktier KL, afdeling Asien KL og afdeling Emerging Markets KL er dog undtagelser, hvor vi kan investere i op til hhv. 60, 70 og 120 selskaber. En afdelings værdi kan derfor variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. De enkelte selskaber kan gå konkurs, så investeringen i dem bliver tabt.

Emerging Markets

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

Særligt for afdeling Stabile Aktier KL

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

Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017

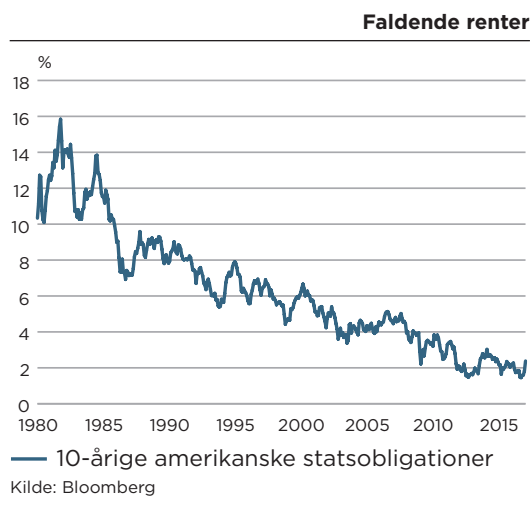
Ved indgangen til 2016 var der ikke mange, der ville have gættet, at briterne ville vælge Brexit, og at amerikanerne ville vælge Donald Trump. Overraskende var også investorenes reaktion. Den politiske usikkerhed blev ignoreret, og i stedet var fokus rettet mod de finanspolitiske tiltag, der kunne sættes i spil for at understøtte økonomisk vækst. Investorerne øgede risikoappetitten, og aktiekurserne nåede nye rekorder. Verdensindekset steg således 10,7 pct. målt i DKK. Særligt aktierne i emerging markets udviklede sig positivt med overordnede stigninger på 14,1 pct. Disse markeder var understøttet af en stigende dollar (3 pct. målt i danske kroner) samt stigende råvarepriser. Udviklingen på det danske aktiemarked blev lavere end verdensindekset bl.a. som følge af en skuffende udvikling inden for udvalgte selskaber såsom Novo Nordisk.

Med udsigt til højere vækst via ekspansiv finanspolitik steg obligationsrenterne markant i andet halvår, hvor eksempelvis den 10-årige rente i USA steg fra et bundniveau omkring 1,4 pct. til at slutte året omkring 2,4 pct.

Er perioden med faldende renter slut?

I lyset af de stigende renter i 2016 er et vigtigt spørgsmål, om de aktuelle rentestigninger er cykliske eller mere permanente. Den vigtigste økonomiske trend i de sidste 35 år har været de kontinuerligt faldende renter globalt. Når denne udvikling vender, vil det få store konsekvenser for de økonomiske udsigter og de finansielle markeder. Tidens teknologiske og demografiske tendenser påvirker vores økonomi deflationært, hvilket er fundamentet for lave renter. Dette er dog ikke de eneste faktorer, der påvirker inflationsudsigterne og derfor renteutviklingen. Politikkerne har ligeledes stor indflydelse på inflationsudviklingen i kraft af finanspolitik, strukturreformer og frihandel. Gennem de seneste 35 år har vi indtil for nyligt levet i en verden, hvor international handel er ekspanderet, og tidligere totalitære regimer har overgivet sig til den kapitalistiske model. Dette har været inflationsdæmpende og har understøttet lave renter (se figur 1).

Figur 1



Brexit og valget af Donald Trump kan være en indikation af, at den stigende internationalisering og integration af verdensøkonomien står ved en korsvej samtidigt med, at vi er ved at nå til vejs ende for centralbankernes ekstremt lempelige pengepolitik. Hertil kommer en nyfunden tro på, at nationalisme og finanspolitik er løsningen på den svage vækst i kølvandet på finanskrisen.

Spørgsmålet forbliver dog, om de aktuelle rentestigninger er cykliske, eller om vi er i et nyt paradigme med højere renter i løbet af de kommende år? Vi hælder til at de seneste bevægelser på obligationsmarkederne er en reaktion fra meget overkøbte niveauer. Men pendulet er stadig i bevægelse, så renterne vil sandsynligvis fortsætte deres stigende tendens, indtil dollarens stigninger, højere renter og stigende lønninger får en afdæmpende virkning på den amerikanske økonomi i løbet af 2017.

” Vi hælder til, at de seneste bevægelser på obligationsmarkederne er en reaktion fra meget overkøbte niveauer. Men pendulet er stadig i bevægelse, så renterne vil sandsynligvis fortsætte deres stigende tendens, indtil dollarens stigninger, højere renter og stigende lønninger får en afdæmpende virkning på den amerikanske økonomi i løbet af 2017.

2016 var et vanskeligt år for vækstaktierne

De stigende renter og skiftet fra pengepolitik til ekspansiv finanspolitik fik stor indflydelse på afkastene mellem forskellige stilarter og sektorer globalt. Dette havde store negative konsekvenser for obligationsmarkedet og obligationslignende aktier i 2016. De såkaldte valueaktier outperformede vækstaktier markant. Vi er dog ikke helt så sikre på holdbarheden af denne udvikling.

I 2016 har aktiekursen på amerikanske selskaber med et højt afkast på den investerede kapital i snit gjort det ca. 20 pct. dårligere end virksomheder, der kun i ringe grad formår at skabe afkast på deres kapital. Et højt afkast på den investerede kapital gennem et konjunkturføløb er en af de bedste måder at måle holdbarheden af selskab. Udviklingen i 2016 er i vores optik ikke en holdbar udvikling.

De cykliske aktier handles nu på nogenlunde samme p/e-niveau som de defensive aktier. Normalt handles de cykliske aktier med en rabat på ca. 10 pct., og ser vi på historien gennem de seneste 35 år, stopper udviklinger ofte, når de cykliske aktier handles på linje med de defensive eller med en lille præmie på op til 10 pct. Så længe de lange renter går op, vil investorerne formentligt opretholde præferencen for valueaktier og cykliske aktier, men i alt ser vi ikke, at denne udvikling fortsætter længe. Alternativt skal den økonomiske udvikling overraske positivt, hvilket ikke er vores forventning.

Som investor i valueaktier skal man være opmærksom på, at man ikke har trygheden ved at eje aktier, som løbende skaber en høj underlig-

gende indtjening. Vores fokus er at investere i vækstaktier, som handles til en rimelig pris. Her arbejder tiden for den langsigtede investor, da disse selskaber år efter år skaber attraktive overskud, som aktionærerne får del i. Derfor tror vi, at investorerne vender tilbage til de strukturelle vækstelskaber.

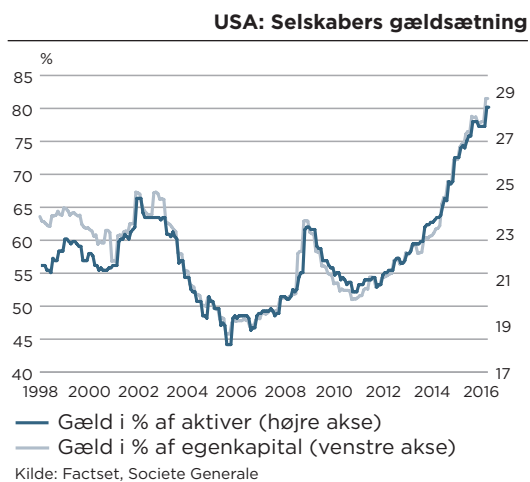
” De stigende renter og skiftet fra pengepolitik til ekspansiv finanspolitik fik stor indflydelse på afkastene mellem forskellige stilarter og sektorer globalt. De såkaldte valueaktier outperformede vækstaktier markant. Vi er dog ikke helt så sikre på holdbarheden af denne udvikling.

Har overskuddet i de amerikanske virksomheder toppet?

Selvom det nok er for tidligt at bekymre sig om effekten af de stigende renter på de offentlige finanser, er dette ikke tilfældet, når det kommer til erhvervslivet i USA. Det ind til for nyligt faldende renteniveau har skjult den stigende gældsætning (se figur 2), der har fundet sted, da gælden i dag er billig at servicere med det nuværende lave renteniveau. Virksomhedernes gæld er således steget i forhold til aktiver og egenkapital og overstiger nu den sidste top på højde med IT-boblen i 2000. På trods af de lave finansieringsomkostninger er indtjeningen i forhold til renteudgifter (med undtagelse af de største teknologiske selskaber) faldet til niveauer, vi sidst så på bunden af den sidste recession.

Amerikanske selskabers indtjening i forhold til økonomien har toppet og bliver presset af stigende lønomkostninger. Dette er sandsynligvis en af de ting, vi kan være sikre på; at pendulet er begyndt at svinge tilbage igen til fordel for arbejdskraft.

Figur 2



I takt med at arbejdsmarkedet strammer til, stiger arbejdstagernes forhandlingskraft. Dette er godt for lønmodtagerne, men skidt for virksomhedernes indtjening. Når vi ser på udviklingen de sidste fem år, kommer en fjerdedel af forbedringerne af virksomhedernes indtjeningsmarginal fra lavere renter, og en tredjedel af indtjeningsvæksten kan tilskrives tilbagekøb af egne aktier. Rentefaktoren er gået fra at være en medvind til en modvind, lønmodtagerne har fået forhandlingskraft, og da tilbagekøb i høj grad er gældsfinansieret, bliver dette dyrere fremadrettet. Derfor må vi forvente, at den lempelige pengepolitik vil fortsætte i et forsøg på at sikre, at rentestigningerne ikke bliver for voldsomme, samtidigt med at arbejdsmarkedet får lov til at køre lidt strammere, end den amerikanske centralbank tidligere ville tillade. Samtidigt ser vi, at den økonomiske politik vil blive mere nationalistisk. Dette er ikke positivt for den globale vækst og vil generelt set skabe modvind til virksomhedernes indtjeningsmuligheder de kommende år. Så selvom virksomhederne muligvis kan se frem til mindre regulering og lavere skatter, er lønningerne og finansieringsomkostningerne stigende.

Forventninger om moderat positive afkast i 2017

Den nuværende ekspansionsfase har varet i mere end syv år og 60 pct. længere end det typiske forløb. Den nuværende konjunkturupgang er derfor i sin modne fase. Vi ser et stigende lønpres og tegn på flaskehalse på arbejdsmarkedet i USA. Som konsekvens er den amerikanske centralbank begyndt at hæve renten, og vi ser stigende obligationsrenter og en stigende dollar. Alt dette vil være med til at sikre, at inflationen ikke løber løbsk, ligesom dagens teknologiske og demografiske udvikling har langvarige deflationære effekter. Den amerikanske centralbank vil formentlig tillade en mindre ophedning af arbejdsmarkedet, hvilket er positivt for den globale vækst i 2017. Hertil kommer eventuelle finanspolitiske tiltag, som Donald Trump iværksætter. Alt i alt tror vi, at der er grænser for, hvor meget de lange renter i USA kan stige i lyset af vores moderate inflationsforventninger og den høje gældsætning, som gør det svært at servicere gælden ved høje renter.

Politisk ser vi en udvikling mod mere protektionisme. Dette betyder, at selskaber, der er indenlandsk orienterede og dominerende på hjemmemarkedet, vil få en konkurrencemæssig fordel ift. de multinationale selskaber. Vi ser dog, at globaliseringstrenden kan fortsætte parallelt med de mere indenlandsk fokuserede initiativer. Særligt hvis disse tiltag kommer i form af en stimulering af de indenlandske virksomheder frem for at opbygge toldmure. En måde at skabe en større konkurrencedygtig indenlandsk produktion på er f.eks. via investeringer i automatiseringsløsninger og robotteknologier. Som aktieinvestor er denne opblomstring af hjemmemarkedsvirksomheder en vigtig faktor at forholde sig til – både som en mulighed og en risikofaktor.

Et andet stort tema bliver også de foreslåede skattelettelser til amerikanske virksomheder samt idéerne om skatterabat i forbindelse med hjemtagning af overskud fra udenlandske datterselskaber. Dette vil være positivt for de amerikanske selskaber.

Den økonomiske vækst vil formentligt forblive positiv i 2017. Vi tror, at rentestigningerne – både for de korte styrenter og de lange obligationer – vil blive moderate. Den stigende dollar vil styrke konkurrenceevnen i Europa og Japan. Vi ser en gradvis vækst i disse markeder, om end en stigende politisk polarisering i Europa skaber usikkerhed. Vi befinder os i den sene fase af stigningen på aktiemarkederne. Dog tror vi, at så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver på 2-3 pct., forventer vi, at aktiemarkederne vil udvikle sig moderat positivt omkring 5-7 pct. Man må dog nok forvente større kursudsving, end hvad der har været gældende i de senere år. Dette er en konsekvens af de amerikanske rentestigninger, usikkerhed om udviklingen i Kina og høj gæld blandt visse virksomheder og lande.

” Vi befinder os i den sene fase af stigningen på aktiemarkederne. Dog tror vi, at så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver på 2-3 pct., forventer vi, at aktiemarkederne vil udvikle sig moderat positivt omkring 5-7 pct.

I takt med at markedsdeltagerne indser, at vi ikke står over for et stærkt cyklisk opsving, tror vi, at interessen for de cykliske aktier og valueaktier vil ebbe ud og fokus vil vende tilbage mod til de strukturelt voksende kvalitetsselskaber. Efter vores opfattelse arbejder tiden for de strukturelt værdiskabende selskaber og dermed også for vores investeringsstrategier.

Danske aktier

Vi forventer, at det danske aktiemarked vil kunne stige moderat i 2017 og give et afkast på op til 10 pct. Selskabernes indtjening vil forbedres igen i 2017, men prisfastsættelsen er høj på mange selskaber, hvorfor der ikke er plads til fejltagelser i selskabernes eksekvering af strategierne. Forudsat at det økonomiske opsving tager til i styrke, vil de cykliske selskabers indtjening forbedres, men vi forventer også,

at den amerikanske rente vil stige i løbet af 2017, og det vil omvendt kunne presse prisfastsættelsen på især de defensive aktier.

Asien og emerging markets

Stigende inflation og højere aktivitet på globalt plan er overordnet set positivt for selskaberne i udviklingsøkonomierne. Donald Trumps politikker understøtter samtidig en stærkere amerikansk dollar og stigende amerikanske renter. Mens dette historisk set har været problematisk for udviklingsøkonomierne, er den eksterne gældssituation bedre, og landene er blevet mere modstandsdygtige over for eksterne modvinde. Dog peger Donald Trumps – og en række andre politikeres – politikker også i retning af en mere protektionistisk verden med højere handelsbarrierer, og det er uvist, hvilke konsekvenser det vil få for udviklingslandene – særligt de lande, der er eksportafhængige. Der er på globalt plan fortsat en lang række usikkerhedsfaktorer i efterdønningerne af den globale finanskrisen, så vi forventer fortsat større udsving på aktiemarkederne i emerging markets i 2017.

Vi mener, at prisfastsættelsen i emerging markets i stor grad tager højde for usikkerhederne. Vores vurdering er derfor, at prisfastsættelsen er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.

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

Udvikling i indeks i DKK

		2016	2015	2014
Indeks inkl. geninvesteret nettoudbytte				
MSCI All Country World Index	USD	10,7%	9,0%	18,4%
MSCI Min. Volatility World Index	USD	10,2%	14,7%	26,1%
MSCI Europe	USD	3,0%	8,5%	6,6%
Danmark: Copenhagen Cap.	DKK	3,2%	30,8%	17,2%
MSCI Fjernøsten ex. Japan	USD	9,0%	1,0%	17,3%
MSCI Asia All Country ex. Japan	USD	8,2%	1,4%	19,1%
MSCI Emerging markets	USD	14,1%	-5,0%	11,2%
Indeks ekskl. udbytte				
Nordamerika				
USA: Dow Jones	USD	16,4%	9,1%	22,2%
USA: S&P 500	USD	12,4%	10,8%	26,6%
USA: Nasdaq	USD	10,3%	18,0%	28,9%
Fjernøsten				
Japan: Nikkei	JPY	6,3%	21,4%	6,7%
Japan: Topix	JPY	3,9%	22,3%	7,7%
Hong Kong: Hang Seng	HKD	3,0%	3,7%	15,1%
Singapore: Strait Times	SGD	0,7%	-10,7%	15,1%
Thailand: SET	THB	23,7%	-12,3%	30,9%
Nord- og Centraleuropa				
England: FTSE 100	GBP	-1,6%	0,3%	4,1%
Frankrig: CAC40	EUR	4,5%	8,8%	-0,7%
Tyskland: DAX	EUR	6,5%	9,8%	2,5%
Schweitz: Zürich SBV	CHF	-0,4%	13,8%	15,0%
Sydeuropa				
Spanien: Madrid	EUR	-2,6%	-7,2%	2,8%
Italien: Milano	EUR	-8,0%	17,5%	-0,5%
Grækenland: Athen	EUR	1,6%	-23,4%	-29,1%
Skandinavien				
Sverige: Affärsvarden	SEK	0,7%	10,7%	4,5%
Norge: Oslo	NOK	24,3%	-1,0%	-5,4%
Finland: HEX	EUR	3,2%	11,0%	5,5%

Ledespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016.

Årsregnskaberne er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016.

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

Ledelsesberetningerne dækker siderne 4-5, 14-23, 34-38, 42-46, 50-54, 58-62, 66-70, 74-78, 82-86 samt 90-92 i årsrapporten.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 3. marts 2017

Som investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S /
C WorldWide Fund Management A/S (pr. 7. marts 2017)



Tim Kristiansen
Direktør

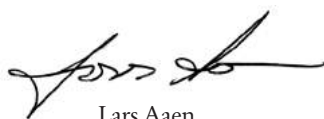
I bestyrelsen for Investeringsforeningen C WorldWide:



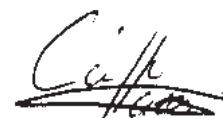
Karsten Kielland
Formand



Jens Høiberg



Lars Aaen



Camilla Harder Hartvig

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen C WorldWide:

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Hvad har vi revideret

Investeringsforeningen C WorldWides årsregnskaber for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 omfatter resultatopgørelse, balance og noter samt anvendt regnskabspraksis og femårsoplysninger og nøgletal om risiko, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) 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 regnskabet.

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

Uafhængighed

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 øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udførelsen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Centralt forhold ved revisionen

Værdiansættelse af finansielle instrumenter til dagsværdi

Finansielle instrumenter værdiansættes til dagsværdi.

Finansielle instrumenter (aktier og obligationer), som handles på et aktivt marked (niveau 1), værdiansættes til markedspriser ved brug af noterede børskurser.

Vi fokuserede på værdiansættelsen af finansielle instrumenter, fordi disse udgør langt hovedparten af alle afdelingernes balancesummer.

Der henvises i øvrigt til noterne om finansielle instrumenter i de enkelte afdelingers regnskaber.

Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen
Investeringsforeningen C WorldWide anvender et i branchen gennemprøvet porteføljesystem og modtager løbende oplysninger fra anerkendt kursleverandør om aktuelle markedsdata (kurser m.v.).

Vi vurderede design og testede den operationelle effektivitet af relevante interne kontroller, herunder interne kontroller for indhentning af ovennævnte markedsdata, ligesom markedsdata på stikprøvebasis er kontrolleret til eksterne kilder.

Samlet set fandt vi, at de anvendte dagsværdier i al væsentlighed er i overensstemmelse med underliggende dokumentation.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger.

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

I tilknytning til vores revision af regnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistent med regnskabet 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 årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for regnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, 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 regnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

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

Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet 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 ISA og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdekke 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 brugerne træffer på grundlag af regnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA 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 regnskaberne, 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 revisionshandlinger, 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.

- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskaberne 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 og de enkelte afdelingers 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 regnskabet 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 eller de enkelte afdelinger ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet 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 regnskabet 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.

Hellerup, den 3. marts 2017

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 77 12 31



Per Rolf Larssen
Statsautoriseret revisor



Henrik Hornbæk
Statsautoriseret revisor



Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til 2015. Af væsentligste regnskabsprincipper kan nævnes:

Resultatopgørelsen

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

Renter og udbytter

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

Kursgevinster og tab

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

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

Handelsomkostninger

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

Administrationsomkostninger

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

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

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

Skat

Her indgår udenlandske udbytteskatter, som ikke kan refunderes.

Udbytte

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

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

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

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

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

Balancen

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

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

Valuta

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

Likvide midler

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

Kapitalandele

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

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

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Positiv nettodagsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettodagsværdi under passiver.

Andre aktiver

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

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

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

Anden gæld

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

Investorernes formue

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Nøgletal

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

Femårsoplysninger og nøgletal om risiko

Afdeling Globale Aktier KL

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-199.585	698.940	821.602	424.345	577.254
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	4.594.311	4.868.098	4.021.624	3.681.827	3.390.070
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	631.851	577.833	530.493	604.787	622.883
Indre værdi	727,12	842,48	758,09	608,78	544,26
Officiel kurs	727,50	854,30	760,00	602,50	543,92
Udbytte pr. andel	44,50	77,00	47,10	0,00	4,50
Årets afkast i procent	-4,0	17,1	24,5	12,7	18,2
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	10,7	9,0	18,4	17,5	14,8
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL

Nøgletal	2016
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	353
Formue (1.000 kr.)	157.099
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	161.805
Indre værdi	97,09
Officiel kurs	96,65
Årets afkast i procent	-2,9
Årets afkast på benchmark ¹⁾ i procent	11,7
Omkostningsprocent ²⁾	1,7

Afdelingen blev introduceret den 10. december 2015, og alle angivne nøgletal fra 2016 er fra denne dato.

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

2) Periodiseret til helår vil omkostningsprocenten udgøre 1,6%.

Afdeling Globale Aktier Etik KL

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-34.970	70.437	79.430	37.608	6.267
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	448.366	515.628	394.342	272.428	230.355
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	416.060	379.178	293.285	226.710	215.658
Indre værdi	107,76	135,99	134,46	120,17	106,81
Officiel kurs	109,50	137,90	135,50	120,90	109,00
Udbytte pr. andel	0,00	18,50	24,00	14,00	2,90
Årets afkast i procent	-6,6	18,4	26,4	15,4	15,1
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	10,7	9,0	18,4	17,5	14,8
Omkostningsprocent	1,8	1,8	1,9	1,9	2,0

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Afdeling Stabile Aktier KL

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	6.362	10.465	7.240	4.930	9.562
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	215.461	214.278	76.900	62.430	79.866
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	154.653	144.332	58.673	53.286	72.536
Indre værdi	139,32	148,46	131,06	117,16	110,10
Officiel kurs	140,00	150,90	133,30	117,80	109,50
Udbytte pr. andel	0,70	13,00	1,10	0,00	1,00
Årets afkast i procent	3,3	14,1	11,9	7,4	11,5
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	10,2	14,7	16,2	19,8	17,7
Omkostningsprocent	1,6	1,7	1,8	1,8	1,8

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Afdeling Danmark KL

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-3.475	304.871	119.755	187.779	118.799
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	1.176.135	1.220.304	703.810	655.110	550.913
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	407.733	379.858	267.186	265.585	291.448
Indre værdi	288,46	321,25	263,42	246,67	189,03
Officiel kurs	289,00	322,50	265,20	246,40	190,65
Udbytte pr. andel	23,70	30,70	28,10	27,30	11,75
Årets afkast i procent	-0,1	33,2	18,8	38,1	26,0
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	3,2	30,8	17,2	38,3	23,8
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Afdeling Asien KL

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	59.627	20.861	101.031	44.984	115.072
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	1.230.708	554.556	473.177	757.861	482.162
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	777.424	344.329	282.360	584.860	402.202
Indre værdi	158,31	161,05	167,58	129,58	119,88
Officiel kurs	157,80	160,00	167,00	130,50	118,50
Udbytte pr. andel	0,00	10,40	17,70	0,00	0,00
Årets afkast i procent	5,5	4,8	29,3	8,1	31,5
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	8,2	1,4	19,1	-1,4	20,9
Omkostningsprocent ³⁾	1,9	2,0	2,1	1,9	2,0

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

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

Afdeling Emerging Markets KL

Nøgletal	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	1.690	-707	-20.050	-25.237	67.470
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	38.525	42.830	48.041	310.099	409.242
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	18.499	21.499	23.999	136.601	163.760
Indre værdi	208,25	199,22	200,18	227,01	249,90
Officiel kurs	206,90	197,00	198,40	224,00	247,04
Udbytte pr. andel	0,00	0,00	0,00	0,00	4,75
Årets afkast i procent	4,5	-0,5	-11,8	-7,4	19,1
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	14,1	-5,0	-4,2	-3,7	19,0
Omkostningsprocent	1,9	1,9	1,9	1,7	1,7

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Nøgletal om risiko - målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Afdeling Globale Aktier KL	13,1	11,3	11,4	13,4
Benchmark ¹⁾	11,6	10,0	10,5	13,4
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL	-	-	-	-
Benchmark ⁶⁾	-	-	-	-
Afdeling Emerging Markets KL	18,8	18,6	27,1	19,3
Benchmark ²⁾	15,4	16,6	25,1	18,6
Afdeling Danmark KL	12,1	12,3	14,4	18,8
Benchmark ³⁾	12,5	12,0	13,6	18,4
Afdeling Stabile Aktier KL	11,5	10,9	11,3	14,6
Benchmark ⁴⁾	10,3	10,1	11,6	15,0
Afdeling Asien KL	16,5	15,1	16,0	19,9
Benchmark ⁵⁾	14,7	13,5	14,0	19,1
Afdeling Globale Aktier Etik KL	12,9	10,9	-	-
Benchmark ⁶⁾	11,6	10,0	-	-

Sharpe Ratio opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Afdeling Globale Aktier KL	0,9	1,1	0,9	0,3
Benchmark ¹⁾	1,0	1,3	1,1	0,3
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL	-	-	-	-
Benchmark ⁶⁾	-	-	-	-
Afdeling Emerging Markets KL	-0,2	0,0	0,0	-0,3
Benchmark ²⁾	0,1	0,2	0,1	-0,2
Afdeling Danmark KL	1,3	1,6	1,0	0,4
Benchmark ³⁾	1,2	1,7	1,0	0,3
Afdeling Stabile Aktier KL	0,8	0,8	0,7	0,1
Benchmark ⁴⁾	1,3	1,4	0,9	0,2
Afdeling Asien KL	0,7	0,9	0,6	0,3
Benchmark ⁵⁾	0,6	0,7	0,5	0,2
Afdeling Globale Aktier Etik KL	0,9	1,1	-	-
Benchmark ⁶⁾	1,0	1,3	-	-

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

2) Benchmark er MSCI Emerging Markets indeks. Frem til 30. september 2014 benyttede afdelingen den markeds værdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markeds vægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive udbytter i danske kroner.

3) Benchmark er NASDAQ Cph. Capindekset inklusive udbytter i danske kroner.

4) Benchmark er MSCI Globale lavvolatitets aktieindeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til 30. september 2014 benyttede afdelingen Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner.

5) Benchmark er MSCI All Country Asienindeks, eksklusive Japan inklusive udbytter i danske kroner.

6) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Standardafvigelse og Sharpe Ratio er ikke beregnet for perioder under tre år, da det kræver en vis mængde data at beregne volatilitet og Sharpe Ratios. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra InvesteringsFondsBranchen. Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL har eksisteret mindre end 3 år, hvorfor standardafvigelse og Shape Ratio ikke er angivet.

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

Afdeling Globale Aktier KL har målt over de seneste 10 år haft en standardafvigelse på 13,4 pct. p.a., hvilket betyder, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 13,4 pct.

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

Nøgletal om grad af aktiv forvaltning - active share og tracking error

Opgjort pr. 31.12.2016	Active share	Tracking error
Afdeling Globale Aktier KL	92,7	5,3
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL	92,7	-
Afdeling Globale Aktier Etik KL	92,9	5,5
Afdeling Stabile Aktier KL	89,2	-
Afdeling Danmark KL	35,1	2,9
Afdeling Asien KL	77,2	4,4
Afdeling Emerging Markets KL	87,6	-

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

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

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

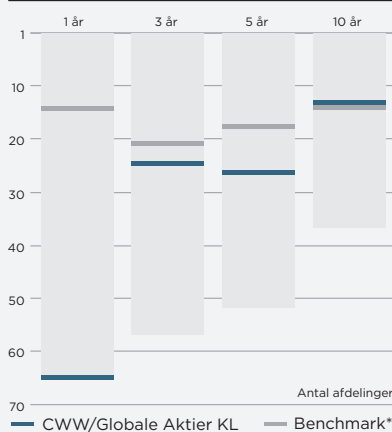
Konklusionen på de aktuelle nøgletal er, at afdelingerne med undtagelse af afdeling Danmark KL følger en meget aktiv investeringsstrategi. Det snævre investeringsunivers på det danske aktiemarked sammenholdt med placeringsreglerne i lov om investeringsforeninger m.v. gør det svært for afdeling Danmark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



Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Søjlen viser antal afdelinger i den aktuelle IFB-kategori (Inv.FondsBranchen). De farvede markeringer viser den konkrete placering rangordnet efter afkast.

Globale Aktier KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

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

Risikoprofil m.v.

Afdelingens bedre afkast end markedet siden begyndelsen for mere end 25 år siden er opnået samtidig med, at afdelingens absolutte risiko stort set har været på niveau med markedets. Afdelingens absolutte risiko, angivet ved den historiske standardafvigelse for levetiden, opgøres til 15,8 pct. p.a. beregnet pr. 31. december 2016. I samme periode kan standardafvigelsen på verdensindekset opgøres til 15,3 pct. p.a. Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til 8,5 pct. p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i merafkastet i forhold til markedets afkast. Dette hænger godt sammen med afdelingens investeringsfilosofi om at købe en portefølje af aktier, som foreningen har stærke forventninger til, frem for en aktieportefølje, der blot ligner et indeks. Risikostyringen kan således betegnes som at have fokus på det absolutte frem for det relative element. Konklusionen er ligeledes, at den risiko, der har været taget i afdelingen, historisk set er blevet belønnet godt.

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

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

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

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

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

Udviklingen i 2016

Vores moderate forventninger til den globale vækst og aktiemarkederne kom ikke til at holde stik. Forbedrede vækstudsigter for den globale økonomi og de deraf følgende rentestigninger førte til et stort skift i aktiemarkedet væk fra vækstaktier og over i de cykliske aktier og de såkaldte value-aktier. Skiftet medførte store kursstigninger i bl.a. råvare- og energiselskaber – et område, hvor afdelingen ingen eksponering havde, og hvor det som langsigtet investor er udfordrende at investere givet de høje kapitalomkostninger og svingende resultater. Afdelingens investeringsstil har altid haft fokus på stabile vækstselskaber, og de aktier havde det svært i 2016. Hertil skal lægges en række skuffelser fra enkelt-selskaber inden for bl.a. medicinalbranchen, hvor aktier som Novo Nordisk, Gilead, CVS og McKesson faldt med 20-35 pct. Vi skal helt tilbage til 1991 for at se tilsvarende utilfredsstillende afkast i afdelingen, men faktum er, at afdelingens afkast landende på -4,0 pct i 2016, hvorimod det globale aktieindeks (MSCI AC World) steg 10,7 pct. Vores forventninger ved indgangen til året blev således indfriet på markedsniveau, mens afdelingens resultat var skuffende i forhold til vores forventninger.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 44,50 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

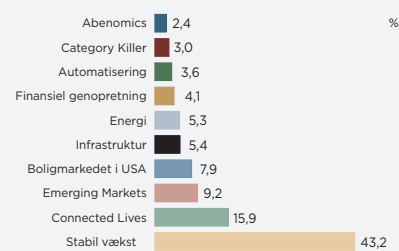
Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Investeringerne i 2016

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

I løbet af 2016 blev der fortaget adskillige omlægninger. Andelen af stabile vækstselskaber blev reduceret til under 50 pct. ved salg af Diageo, Prudential og Amadeus, hvilket gav plads til CRH og Siemens, som begge har dominerende markedspositioner inden for byggematerialer og energiinfrastruktur samt Royal Dutch Shell inden for energi. Både CRH og Siemens vil drage fordel

Temaoversigt pr. 31.12.2016



af fornyet fokus fra politikerne på at forbedre en skrantende infrastruktur og på at skabe jobs. Royal Dutch Shell har en unik vækstprofil inden for flydende gas og olie, hvor produktionen ventes at stige fra 3 til 4 mio. tønder olie om dagen samtidigt med, at ledelsen reducerer omkostningerne markant.

Amazon, Sun Hung Kai Properties (SHKP) og Taiwan Semiconductor (TSMC) blev købt til porteføljen. Amazon har i en årrække investeret massivt i sit e-handels distributionsnetværk og i sin "cloud service"-forretning, der begge er vokset 30-50 pct. og ser stigende marginer. Både SHKP og TSMC vokser stabilt og betaler et højt udbytte på 3,5-4 pct., og begge aktier handles til meget attraktive værdifastsættelser. Vi har ligeledes valgt at sælge Sensata, Fanuc, AIG, Alliance Data Systems, TD Ameritrade og Rakuten, som har vist operationelle svaghedstegn, og i stedet har vi købt verdens største dækproducent Bridgestone samt medicinal- og håndkøbsproducenten Bayer, som begge har interessante vækstprofiler og er lavt prifsatsat. Endelig har vi købt en position i den amerikanske velhaverbank First Republic Bank.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2016 og forventninger til 2017" samt "Risiko og risikostyring" kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. Den største risiko knytter sig til én mulig recession i verdens førende økonomi, USA. En risiko som, vi dog vurderer, er lav i 2017. En kraftig dollarstigning og stigende protektionisme kan skabe problemer for en række lande i Emerging Markets, herunder Kina. Endelig kan 2017 byde på faldende indtjening i virksomhederne globalt, hvilket kan medføre faldende aktiekurser i takt med, at indtjeningsforventninger og prifsatsættelsen nedjusteres.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

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

Valget af Donald Trump til præsident i USA vil givet vis øge fokus på finanspolitiske tiltag som lempelser af virksomhedsbeskatningen og investeringer i infrastruktur. En sænkning af beskatningen fra 39 pct. til f.eks. 20 pct. vil være særdeles positivt for indenlandsk orienterede virksomheder i USA, hvilket har været et fokusområde for afdelingen siden 2012 (i dag ca. 15 pct. af investeringerne). Det vil også være særdeles positivt for medicinalbranchen, som udgør godt 11 pct. af investeringerne. Afdelingens nye investeringer i CRH og Siemens (5 pct.) vil drage fordel af stigende investeringer inden for infrastruktur.

Herudover er afdelingen investeret i en række selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst fra udvalgte temaer og trende. Det største tema er ”Connected Lives” (20 pct.), som bl.a. består af selskaber som Facebook, Alphabet, og Amazon. Afdelingen har nu tre investeringer i Emerging Markets, som udgør knapt 15 pct., størst er stadig den indiske realkreditbank HDFC.

Afdelingen har fortsat ingen investeringer inden for telekommunikation og offentlige værker, som vi mener, er strukturelt udfordret. Efter godt 3 år uden investeringer har afdelingen nu en eksponering inden for energi gennem investeringen i Royal Dutch Shell (5 pct.).

Forventninger til afkastet i 2017

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

Aktieporteføljen pr. 31.12.2016

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi		Royal Dutch Shell				5,3	7,3
Råvarer	Ecolab		CRH			6,6	5,3
Industri og service			Siemens			3,2	10,6
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot L Brands		Vivendi	Bridgestone		14,8	12,1
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health Philip Morris Intl. Reynolds	British American Tobacco	Nestlé			16,6	9,5
Medicinal	Gilead Sciences		Bayer Novo Nordisk			8,3	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Bank	21,5	18,7
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence	Taiwan Semiconductor	21,9	15,5
Telekommunikation						0,0	3,6
Koncessioneret service						0,0	3,2
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,8	3,1
Total	52,4	9,5	16,0	11,9	10,2	100,0	-
Benchmark*	57,1	5,9	14,7	11,8	10,5	-	100,0

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

Så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver på 2-3 pct., forventer vi, at investorerne fortsat vil søge aktiemarkedet. Vi er fortsat positive over for udviklingen i den amerikanske økonomi, og Donald Trump vil formodentlig på kort sigt styrke væksten. Udviklingen på lidt længere sigt er mere usikker, da gældsopbygningen i USA også er tiltaget i de senere år, og nye finanspolitiske stimuli vil skubbe yderligere til gældsopbygningen.

Det globale aktiemarked er set i et historisk perspektiv relativt højt prissat, hvorfor det formodentlig bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet. Dette betyder, at afkast i 2017 forventes at blive moderat om end positivt. Vi tror, at 2017 bliver et bedre relativt år for afdelingen, selvom skiftet fra vækst til value-aktier kan fortsætte lidt endnu som følge af finanspolitiske tiltag i USA, men det er vores erfaring, at tiden arbejder for vækstsektors værdiskabelse.

Man skal nok forvente større kursudsving, end hvad der har været gældende i de senere år. Dette er en konsekvens af de amerikanske rentestigninger, usikkerhed om udviklingen i Kina og høj gæld blandt visse virksomheder og lande. Vi fastholder fokus på selskaber med en stabil forretningsmodel og robust vækst, der er mindre sårbare over for den økonomiske udvikling.

Resultatopgørelse

Balance

Globale Aktier KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	80	-
2 Renteudgifter	-55	-102
3 Udbytter	103.814	77.563
I alt renter og udbytter	103.839	77.461
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	-204.688	713.909
Valutakonti	-1.448	-1.815
Handelsomkostninger	-17.414	-9.446
I alt kursgevinster og -tab	-223.550	702.648
I alt indtægter		
	-119.711	780.109
5 Administrationsomkostninger	-71.847	-74.120
Resultat før skat		
	-191.558	705.989
6 Skat	-8.027	-7.049
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-199.585	698.940
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	15.106	15.953
Overført fra sidste år	490	274
I alt formuebevægelser	15.596	16.227
Til disposition		
	-183.989	715.167
7 Til rådighed for udbytte	281.770	445.421
Foreslået udbytte (44,50 kr. pr. andel)	281.173	444.931
Overført til udbytte næste år	597	490
OVERFØRT TIL FORMUEN		
	-465.759	269.746

Globale Aktier KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	63.910	78.245
I alt likvide midler	63.910	78.245
Kapitalandele		
8 Noterede aktier fra danske selskaber	121.696	199.358
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.404.594	4.588.618
I alt kapitalandele	4.526.290	4.787.976
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	4.452	1.630
Aktuelle skatteaktiver	6.442	4.925
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	2.500
I alt andre aktiver	10.894	9.055
AKTIVER I ALT		
	4.601.094	4.875.276
PASSIVER		
9 Investoreernes formue	4.594.311	4.868.098
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	6.783	7.178
I alt anden gæld	6.783	7.178
PASSIVER I ALT		
	4.601.094	4.875.276

Noter til resultatopgørelse

Globale Aktier KL

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	80	-
I alt renteindtægter	80	-
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-55	-102
I alt renteudgifter	-55	-102
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	4.709	2.385
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	99.105	75.178
I alt udbytter	103.814	77.563
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-72.538	67.224
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-132.150	646.685
I alt kursgevinster og -tab	-204.688	713.909
Valutakonti		
	-1.448	-1.815
I alt valutakonti	-1.448	-1.815
Bruttohandelsomkostninger	-19.516	-12.004
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.102	2.558
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-17.414	-9.446
I alt kursgevinster og -tab	-223.550	702.648
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	1.907	1.812
Fast administrationshonorar	13.624	14.086
Fast rådgivningshonorar	54.494	56.343
Øvrige omkostninger	182	144
I alt afdelingsdirekte omkostninger	70.207	72.385
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	547	645
Honorar til revisorer	185	181
Andre honorarer til revisorer	67	140
Øvrige omkostninger	841	769
I alt andel af fællesomkostninger	1.640	1.735
I alt administrationsomkostninger	71.847	74.120

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	387	408
heraf andel til andet end revision	87	134

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmægler selskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

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

NOTE 6 Skat

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

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 7		
Til rådighed for udbytte		
Overført til udbytte fra sidste år	490	274
Renter og udbytter	103.839	77.461
Ikke refunderbar udbytteskat	-8.027	-7.049
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	-1.462	-334
Udbytteregulering, indkomst	15.106	15.953
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	245.119	435.051
Valutakonti	-1.448	-1.815
I alt indkomst	353.617	519.541

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-71.847	-74.120
I alt administrationsomkostninger *)	-71.847	-74.120
I alt til rådighed for udbytte	281.770	445.421

Heraf:

Foreslået udbytte	281.173	444.931
Overført til udbytte næste år	597	490
	281.770	445.421

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

Udbyttet på 44,50 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Noter til balance

Globale Aktier KL

	2016	2015
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 37 i årsrapporten.

	2016		2015	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorerne formue				
Investorerne formue (primo)	577.833	4.868.098	530.493	4.021.624
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-444.931		-249.862
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		20.448		-376
Emissioner i året	123.381	856.598	69.252	577.116
Indløsninger i året	-69.363	-507.981	-21.912	-180.462
Emissionstillæg		1.126		1.013
Indløsningsfradrag		538		105
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-15.106		-15.953
Overført til udbytte fra sidste år		-490		-274
Overført til udbytte næste år		597		490
Foreslået udbytte		281.173		444.931
Overført fra resultatopgørelsen		-465.759		269.746
I alt Investorerne formue	631.851	4.594.311	577.833	4.868.098

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Globale Aktier KL

	2016	2015	2014	2013	2012
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	2.162.286	1.285.539	745.652	1.131.264	1.380.321
Kursværdi af salg af værdipapirer	2.214.367	1.219.296	1.226.475	1.255.990	1.881.824
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	4.376.653	2.504.835	1.972.127	2.387.254	3.262.145

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,33	0,18	0,19	0,25	0,37
----------------------------------------------------------------------------------------------	------	------	------	------	------

ÅOP = 2,2%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 30 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).



Globale Aktier Akkumulerende KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkedene i 2016 og forventninger til 2017” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen og er akkumulerende. Afdelingen blev introduceret 9. december 2015. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0060655702. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 30 i denne årsrapport.

Risikoprofil m.v.

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

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

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

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

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om videns ressourcer side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen i 2016

Vores moderate forventninger til den globale vækst og aktiemarkedene kom ikke til at holde stik. Forbedrede vækstudsigter for den globale økonomi og de deraf følgende rentestigninger førte til et stort skift i aktiemarkedet væk fra vækstaktier og over i de cykliske aktier og de såkaldte value-aktier. Skiftet medførte store kursstigninger i bl.a. råvare- og energiselskaber – et område, hvor afdelingen ingen eksponering havde, og hvor det som langsigtet investor er udfordrende at investere givet de høje kapitalomkostninger og svingende resultater. Afdelingens investeringsstil har fokus på stabile vækstelskaber, og de aktier havde det svært i 2016. Hertil skal lægges en række skuffelser fra enkeltelskaber inden for bl.a. medicinalbranchen, hvor aktier som Novo Nordisk, Gilead, CVS og McKesson faldt med 20-35 pct. Afdelingens afkast blev -4,3 pct i 2016, hvorimod det globale aktieindeks (MSCI AC World) steg 10,7 pct. Vores forventninger ved indgangen til året blev således indfriet på markedsniveau, mens afdelingens resultat var skuffende i forhold til vores forventninger.

For regnskabsåret fra foreningens start 9. december 2015 til ultimo 2016 er afdelingens afkast – 2,9 pct. mod benchmark, der er steget 11,7 pct.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Investeringerne i 2016

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

I løbet af 2016 blev der fortaget adskillige omlægninger. Andelen af stabile vækstelskaber blev reduceret til under 50 pct. ved salg af Diageo, Prudential og Amadeus, hvilket gav plads til CRH og Siemens, som begge har dominerende markedspositioner inden for byggematerialer og energiinfrastruktur samt Royal Dutch Shell inden for energi. Både CRH og Siemens vil drage fordel af fornyet fokus fra politikerne på at forbedre en skrantende infrastruktur og på at skabe jobs. Royal Dutch Shell har en unik vækstprofil inden for flydende gas og olie, hvor produktionen ventes at stige fra 3 til 4 mio. tønder olie om dagen samtidigt med, at ledelsen reducerer omkostningerne markant.

Amazon, Sun Hung Kai Properties (SHKP) og Taiwan Semiconductor (TSMC) blev købt til porteføljen. Amazon har i en årrække investeret massivt i sit e-handels distributionsnetværk og i sin "cloud service"-forretning, der begge er vokset 30-50 pct. og ser stigende marginer. Både SHKP og TSMC vokser stabilt og betaler et højt udbytte på 3,5-4 pct., og begge aktier handles til meget attraktive værdifastsættelser. Vi har ligeledes valgt at sælge Sensata, Fanuc, AIG, Alliance Data Systems, TD Ameritrade og Rakuten, som har vist operationelle svaghedstegn, og i stedet har vi købt verdens største dækproducent Bridgestone samt medicinal- og håndkøbspro-

ducenten Bayer, som begge har interessante vækstprofiler og er lavt prisfastsat. Endelig har vi købt en position i den amerikanske velhaverbank First Republic Bank.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2016 og forventninger til 2017” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. Den største risiko knytter sig til én mulig recession i verdens førende økonomi, USA. En risiko som, vi dog vurderer, er lav i 2017. En kraftig dollarstigning og stigende protektionisme kan skabe problemer for en række lande i Emerging Markets, herunder Kina. Endelig kan 2017 byde på faldende indtjening i virksomhederne globalt, hvilket kan medføre faldende aktiekurser i takt med, at indtjeningsforventninger og prisfastsættelsen nedjusteres.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

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

Valget af Donald Trump til præsident i USA vil givet vis øge fokus på finanspolitiske tiltag som lempelser af virksomhedsbeskatningen og investeringer i infrastruktur. En sænkning af beskatningen fra 39 pct. til f.eks. 20 pct. vil være særdeles positivt for indenlandsk orienterede virksomheder i USA, hvilket har været et fokusområde for afdelingen siden 2012 (i dag ca. 15 pct. af investeringerne). Det vil også være særdeles positivt for medicinalbranchen, som udgør godt

11 pct. af investeringerne. Afdelingens nye investeringer i CRH og Siemens (5 pct.) vil drage fordel af stigende investeringer inden for infrastruktur.

Herudover er afdelingen investeret i en række selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst fra udvalgte temaer og trende. Det største tema er ”Connected Lives” (20 pct.), som bl.a. består af selskaber som Facebook, Alphabet, og Amazon. Afdelingen har nu 3 investeringer i Emerging Markets, som udgør knapt 15 pct., størst er stadig den indiske realkreditbank HDFC.

Afdelingen har fortsat ingen investeringer inden for telekommunikation og offentlige værker, som vi mener, er strukturelt udfordret. Efter godt 3 år uden investeringer har afdelingen nu en eksponering inden for energi gennem investeringen i Royal Dutch Shell (5 pct.).

Aktieporteføljen pr. 31.12.2016

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi		Royal Dutch Shell				5,4	7,3
Råvarer	Ecolab		CRH			6,7	5,3
Industri og service			Siemens			3,2	10,6
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot L Brands		Vivendi	Bridgestone		15,0	12,1
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health Philip Morris Intl. Reynolds	British American Tobacco	Nestlé			16,6	9,5
Medicinal	Gilead Sciences		Bayer Novo Nordisk			8,4	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Bank	21,0	18,7
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence	Taiwan Semiconductor	21,8	15,5
Telekommunikation						0,0	3,6
Koncessioneret service						0,0	3,2
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,9	3,1
Total	52,6	9,6	16,3	11,8	9,7	100,0	-
Benchmark*	57,1	5,9	14,7	11,8	10,5	-	100,0

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

Forventninger til afkastet i 2017

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

Så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver på 2-3 pct., forventer vi, at investorerne fortsat vil søge aktiemarkedet. Vi er fortsat positive over for udviklingen i den amerikanske økonomi, og Donald Trump vil formodentlig på kort sigt styrke væksten. Udviklingen på lidt længere sigt er mere usikker, da gældsopbygningen i USA også er tiltaget i de senere år, og nye finanspolitiske stimuli vil skubbe yderligere til gældsopbygningen.

Det globale aktiemarked er set i et historisk perspektiv relativt højt prissat, hvorfor det formodentlig bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet. Dette betyder, at afkast i 2017 forventes at blive moderat om end positivt. Vi tror, at 2017 bliver et bedre relativt år for afdelingen, selvom skiftet fra vækst til value-aktier kan fortsætte lidt endnu som følge af finanspolitiske tiltag i USA, men det er vores erfaring, at tiden arbejder for vækstsektors værdiskabelse.

Man skal nok forvente større kursudsving, end hvad der har været gældende i de senere år. Dette er en konsekvens af de amerikanske rentestigninger, usikkerhed om udviklingen i Kina og høj gæld blandt visse virksomheder og lande. Vi fastholder fokus på selskaber med en stabil forretningsmodel og robust vækst, der er mindre sårbare over for den økonomiske udvikling.

Resultatopgørelse

Balance

Globale Aktier Akkumulerende KL

NOTE	9.12.2015- 31.12.2016 1.000 kr.
Renter og udbytter	
1 Renteindtægter	3
2 Renteudgifter	-5
3 Udbytter	2.859
I alt renter og udbytter	2.857
Kursgevinster og -tab	
4 Kapitalandele	737
Valutakonti	-271
Handelsomkostninger	-329
I alt kursgevinster og -tab	137
I alt indtægter	2.994
5 Administrationsomkostninger	-2.284
Resultat før skat	710
6 Skat	-357
ÅRETS NETTORESULTAT	353
Overskudsdisponering OVERFØRT TIL FORMUEN	353

Globale Aktier Akkumulerende KL

NOTE	09.12.2015- 31.12.2016 1.000 kr.
AKTIVER	
Likvide midler	
Indestående i depotselskab	4.382
I alt likvide midler	4.382
7 Kapitalandele	
Noterede aktier fra danske selskaber	4.083
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	148.672
I alt kapitalandele	152.755
Andre aktiver	
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	148
Aktuelle skatteaktiver	32
I alt andre aktiver	180
AKTIVER I ALT	157.317
PASSIVER	
8 Investoreernes formue	157.099
Anden gæld	
Skyldige omkostninger	218
I alt anden gæld	218
PASSIVER I ALT	157.317

Noter til resultatopgørelse

Globale Aktier Akkumulerende KL

	09.12.2015 - 31.12.2016
	1.000 kr.
NOTE 1	
Renteindtægter	
Indestående i depotselskab	3
I alt renteindtægter	3
NOTE 2	
Renteudgifter	
Indestående i depotselskab	-5
I alt renteudgifter	-5
NOTE 3	
Udbytter	
Noterede aktier fra danske selskaber	126
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.733
I alt udbytter	2.859
NOTE 4	
Kursgevinster og -tab	
Noterede aktier fra danske selskaber	-1.982
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.719
I alt kursgevinster og -tab	737
Valutakonti	-271
I alt valutakonti	-271
Bruttohandelsomkostninger	-687
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	358
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-329
I alt kursgevinster og -tab	137
NOTE 5	
Administrationsomkostninger	
Afdelingsdirekte omkostninger	
Gebyrer til depotselskab	151
Fast administrationshonorar	417
Fast rådgivningshonorar	1.667
Øvrige omkostninger	10
I alt afdelingsdirekte omkostninger	2.245
Andel af fællesomkostninger	
Honorar til bestyrelse m.v.	10
Honorar til revisorer	3
Andre honorarer til revisorer	-
Øvrige omkostninger	26
I alt andel af fællesomkostninger	39
I alt administrationsomkostninger	2.284

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	09.12.2015 - 31.12.2016
	1.000 kr.

Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde	387
Revisionshonorar	387
heraf andel til andet end revision	87

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmægler selskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

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

NOTE 6 **Skat**

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

Noter til balance

Globale Aktier Akkumulerende KL

	2016
NOTE 7	
Specifikation af kapitalandele	
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.	
Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 45 i årsrapporten.	
Afdelingens fordeling på:	
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%

	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	2016 Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 8		
Investorenes formue		
Investorenes formue (primo)	-	-
Emissioner i året	180.789	174.169
Indløsninger i året	-18.984	-17.635
Emissionstillæg		190
Indløsningsfradrag		22
Overført fra resultatopgørelsen		353
I alt Investorenes formue	161.805	157.099

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Globale Aktier Akkumulerende KL

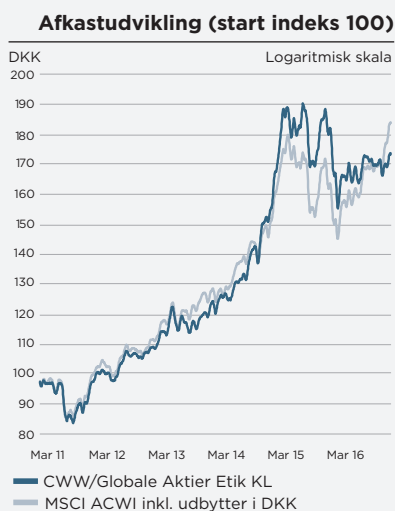
	09.12.2015-31.12.2016
Værdipapiromsætning	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	206.284
Kursværdi af salg af værdipapirer	54.090
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	260.374
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.	
Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,28

ÅOP = 2,3%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 30 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).



Globale Aktier Etik KL



Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

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

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

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, og afdelingen udbetaler normalt et årligt udbytte. Privates frie midler beskattes efter lagerprincippet. Afdelingen blev introduceret 7. marts 2011. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0060287217. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 30 i denne årsrapport.

Risikoprofil m.v.

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

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

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

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

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

Udviklingen i 2016

Det globale aktiemarked klarede sig en smule bedre end, hvad vi forventede i starten af året drevet af bedre vækstudsigt for den globale økonomi. Afdelingens afkast i 2016 var skuffende med et negativt afkast på 6,6 pct. I modsætning hertil steg verdensindekset målt ved MSCI AC World 10,7 pct. i løbet af året.

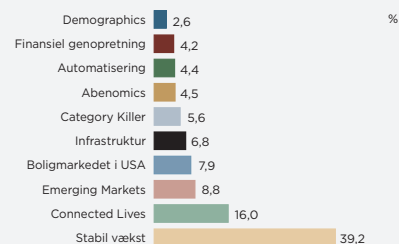
Afdelingens negative afkast i 2016 kan tilskrives to hovedfaktorer. Dels den forbedrede globale vækst og de deraf stigende renter, der førte til et skifte på aktiemarkedene fra vækst- til valueaktier. Ændringen har resulteret i væsentlige aktieafkast for råvare- og energiselskaber – et område af markedet, hvor afdelingen har meget begrænset eksponering. I tillæg hertil skuffede en række selskaber, og vi så selskaber som Novo Nordisk, Gilead, CVS og McKesson falde markant i 2016. På den positive side klarede Keyence, First Republic Bank og Citigroup sig alle godt med aktiekurser, der steg mere end 20 pct. gennem året.

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstelskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspostionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstelskaber, investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder bl.a. inden for teknologi.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobaksselskaberne BAT, Philip Morris og Reynolds American samt i Royal Dutch Shell og Siemens, som afdeling Globale Aktier KL har investeret i. I stedet har vi valgt at investere i Nike, Roche, Shimano, Skanska og Unilever. Roche, Shimano og Unilever klarede sig dog ikke så godt, som tobaksselskaberne gjorde i 2016.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udlodder for regnskabsåret, da årets resultat er negativt. Vedtægtsmæssigt må afdelingen ikke udlodde af formuen. Dette er bl.a. for at sikre, at investorer, der er underlagt bekendtgørelsen for anbringelse af fondes midler, kan investere i afdelingen. Foreningen har indsendt en forespørgsel til civilstyrelsen om mulighed for en ændring af afdelingens udlodningsprofil, der fortsat opfylder bekendtgørelsen, således at

Temaoversigt pr. 31.12.2016



rente- og udbytterindtægter altid vil kunne udloddes. Hvis denne tilladelse opnås, vil foreningens bestyrelse søge en vedtægtsændring af afdelingens udlodningsprofil og efterfølgende foreslå en udlodning af afdelingens rente- og udbytteindtægter for 2016.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Investeringerne i 2016

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

I 2016 blev der fortaget flere omlægninger. Vi valgte at sælge AIG og Alliance Data og købte i stedet to amerikanske selskaber – dagligvarekæden Dollar General og First Republic Bank samt den japanske dækproducent Bridgestone. Derudover solgte vi Rakuten og Novartis og købte i stedet den tyske medicinal- og håndkøbsproducent Bayer samt hollandske Unilever, der er førende inden for fødevarerproduktion (bl.a. Frisko, Knorr og Lipton) samt inden for produktion af rengøringsmidler og produkter til personlig pleje.

Derudover solgte vi TD Ameritrade, Fanuc samt Prudential og anvendte provenuet til bl.a. at købe det kinesiske ejendomsselskab Sun Hung Kai Property, som er et af de største ejendomsinvesterings- og udviklingsselskaber i Hong Kong. Derudover købte vi det taiwanesiske selskab Taiwan Semiconductor, der er verdensledende bl.a. inden for produktion af chips til mobiltelefoner og tablets. Vi købte Amazon, der i en årrække har investeret massivt i sit distributionsnetværk inden for e-handel og ”cloud service”, som har forventede årlige vækstrater på 30-50 pct.

Endelig valgte vi at sælge Amadeus, Dollar General, McKesson og UBS. Provenuet herfra blev bl.a. anvendt til at købe det irske selskab CRH, som har en dominerende markedsposition inden for byggematerialer, og vi købte det svenske konstruktions- og projektudviklingsselskab Skanska, som opererer inden for fire forretningsområder – byggeri, boligprojekter, kommercielle ejendomsprojekter og infrastrukturudvikling. Selskabet opererer primært i USA og Norden, der gennem de seneste fem år har udgjort ca. 80 pct. af selskabets indtjening. Desuden har vi forventninger til en fremtidig ekspansion i andre OECD-lande samt en kraftig udbygning af den amerikanske infrastruktur.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2016 og forventninger til 2017” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. Den største risiko knytter sig til én mulig recession i verdens førende økonomi, USA. En risiko som, vi dog vurderer, er lav i 2017. En kraftig dollarstigning og stigende protektionisme kan skabe problemer for en række lande i Emerging Markets, herunder Kina. Endelig kan 2017 byde på faldende indtjening i virksomhederne globalt, hvilket kan medføre faldende aktiekurser i takt med, at indtjeningsforventninger og prisfastsættelsen nedjusteres.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

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

Valget af Donald Trump til præsident i USA vil givetvis øge fokuset på finanspolitiske tiltag som lempelser af virksomhedsbeskatningen og investeringer i infrastruktur. En sænkning af beskatningen fra 39 pct. til f.eks. 20 pct. vil være særdeles positivt for indenlandsk orienterede virksomheder i USA, hvilket gennem flere år har været et fokusområde for afdelingen. Det vil også være særdeles positivt for medicinalbranchen, som udgør godt 11 pct. af investeringerne. Afdelingens nye investeringer i CRH og Skanska forventes desuden at kunne drage fordel af stigende investeringer inden for infrastruktur.

Herudover er afdelingen investeret i en række selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst fra udvalgte temaer og trende. Det største tema er ”Connected Lives” (16 pct.), som bl.a. består af selskaber som Alphabet, Amazon og Facebook. Afdelingen har desuden to investeringer i Emerging Markets, som udgør knap 9 pct. – størst er stadig den indiske realkreditbank HDFC.

Afdelingen har fortsat ingen investeringer inden for telekommunikation og offentlige værker, som vi mener, er strukturelt udfordrede. Grundet afdelingens etiske profil har vi, i modsætning til afdeling Globale Aktier KL, ikke investeret i Royal Dutch Shell, og afdelingen har således ingen eksponering inden for energi.

Aktieporteføljen pr. 31.12.2016

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	7,3
Råvarer	Ecolab		CRH			8,1	5,3
Industri og service			Skanska B			3,4	10,6
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot L Brands Nike		Vivendi	Bridgestone Shimano		19,9	12,1
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health		Nestlé Unilever			10,8	9,5
Medicinal	Gilead Sciences		Bayer Novo Nordisk Roche Holding			11,1	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo		UBS	AIA Group	HDFC Bank	21,4	18,7
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa		Amadeus IT	Keyence	Taiwan Semi-conductor	23,5	15,5
Telekommunikation						0,0	3,6
Koncessioneret service						0,0	3,2
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,8	3,1
Total	49,7	0,0	25,2	14,7	10,4	100,0	-
Benchmark*	57,1	5,9	14,8	11,7	10,5	-	100,0

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

Forventninger til afkastet i 2017

Efter snart otte år med kursstigninger drevet af en lempelig global pengepolitik og lav økonomisk vækst er usikkerheden højere end tidligere. Vi forventer moderate og afmålte rentestigninger i USA, og at både den europæiske og den japanske centralbank fortsat vil føre en lempelig pengepolitik. Stigende renter globalt kan medføre højere volatilitet på de finansielle markeder.

Så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver på 2-3 pct., forventer vi, at investorerne fortsat vil søge aktiemarkedet. Vi er fortsat positive over for udviklingen i den amerikanske økonomi, og Donald Trump vil formentlig på kort sigt styrke væksten. Udviklingen på lidt længere sigt er mere usikker, da gældsopbygningen i USA også er tiltaget i de senere år, og nye finanspolitiske stimuli vil skubbe yderligere til gældsopbygningen.

Det globale aktiemarked er set i et historisk perspektiv relativt højt prissat, hvorfor det formentlig bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet. Dette betyder, at afkast i 2017 forventes at blive moderat om end positivt. Vi tror, at 2017 bliver et bedre relativt år for afdelingen, selvom skiftet fra vækst til value-aktier kan fortsætte lidt endnu som følge af finanspolitiske tiltag i USA. Dog er det vores erfaring, at tiden arbejder for vækstsektors værdiskabelse.

Man skal nok forvente større kursudsving, end hvad der har været gældende i de senere år. Dette er en konsekvens af de amerikanske rentestigninger, usikkerhed om udviklingen i Kina og høj gæld blandt visse virksomheder og lande. Vi fastholder fokus på selskaber med stabile forretningsmodeller og robust vækst, der er mindre sårbare over for den økonomiske udvikling.

Resultatopgørelse

Balance

Globale Aktier Etik KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	6	-
2 Renteudgifter	-17	-33
3 Udbytter	9.714	7.767
I alt renter og udbytter	9.703	7.734
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	-33.949	74.340
Valutakonti	-161	-596
Handelsomkostninger	-1.409	-783
I alt kursgevinster og -tab	-35.519	72.961
I alt indtægter		
	-25.816	80.695
5 Administrationsomkostninger	-7.973	-9.309
Resultat før skat		
	-33.789	71.386
6 Skat	-1.181	-949
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-34.970	70.437
7 Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	-70.148
OVERFØRT TIL FORMUEN		
	-34.970	289

Globale Aktier Etik KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	9.177	4.843
I alt likvide midler	9.177	4.843
Kapitalandele		
8 Noterede aktier fra danske selskaber	11.296	19.835
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	428.353	491.825
I alt kapitalandele	439.649	511.660
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	274	148
Aktuelle skatteaktiver	662	707
I alt andre aktiver	936	855
AKTIVER I ALT		
	449.762	517.358
PASSIVER		
9 Investorernes formue	448.366	515.628
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.396	1.730
I alt anden gæld	1.396	1.730
PASSIVER I ALT		
	449.762	517.358

Noter til resultatopgørelse

Globale Aktier Etik KL

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	6	-
I alt renteindtægter	6	-
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-17	-33
I alt renteudgifter	-17	-33
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	434	224
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.280	7.543
I alt udbytter	9.714	7.767
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-6.538	6.330
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-27.411	68.010
I alt kursgevinster og -tab	-33.949	74.340
Valutakonti		
I alt valutakonti	-161	-596
Bruttohandelsomkostninger	-1.731	-1.317
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	322	534
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-1.409	-783
I alt kursgevinster og -tab	-35.519	72.961
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	163	206
Fast administrationshonorar	1.311	1.514
Fast rådgivningshonorar	6.336	7.320
Øvrige omkostninger	7	87
I alt afdelingsdirekte omkostninger	7.817	9.127
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	53	69
Honorar til revisorer	18	20
Andre honorarer til revisorer	-	5
Øvrige omkostninger	85	88
I alt andel af fællesomkostninger	156	182
I alt administrationsomkostninger	7.973	9.309

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	387	408
heraf andel til andet end revision	87	134

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

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

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

NOTE 6 Skat

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

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 7		
Foreslået udbytte		
Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	70.148

NOTE 7 Foreslået udbytte

Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel) 0 70.148

Afdelingen består af én andelsklasse, som hedder Udloddende.

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

Bestyrelsen foreslår, at andelsklassen ikke udlodder for regnskabsåret 2016.

Foreningen har indsendt en forespørgsel til civilstyrelsen om mulighed for en ændring af afdelingens udlodningsprofil, der fortsat opfylder bekendtgørelsen, således at rente- og udbytterindtægter altid vil kunne udloddes. Hvis denne tilladelse opnås, vil foreningens bestyrelse søge en vedtægtsændring af afdelingens udlodningsprofil og efterfølgende foreslå en udlodning af afdelingens rente- og udbytteindtægter for 2016.

Noter til balance

Globale Aktier Etik KL

	2016	2015
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 53 i årsrapporten.

	2016		2015	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorenes formue				
Investorenes formue (primo)	379.178	515.628	293.285	394.342
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-70.148		-70.388
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		3.935		-4.948
Emissioner i året	79.399	84.502	124.293	177.398
Indløsninger i året	-42.517	-50.680	-38.400	-51.440
Emissionstillæg		37		168
Indløsningsfradrag		62		59
Foreslået udbytte		0		70.148
Overført fra resultatopgørelsen		-34.970		289
I alt Investorenes formue	416.060	448.366	379.178	515.628

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Globale Aktier Etik KL

	2016	2015	2014	2013	2012
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	153.338	184.516	128.004	123.375	206.242
Kursværdi af salg af værdipapirer	190.942	135.733	91.330	118.903	31.450
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	344.280	320.249	219.334	242.278	237.692

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

Omsætningshastighed	0,28	0,21	0,13	0,09	0,32
----------------------------	------	------	------	------	------

(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)

ÅOP = 2,4%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 30 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).



Stabile Aktier KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkedene i 2016 og forventninger til 2017” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

Risikoprofil m.v.

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

For at sikre fastholdelse af risikoprofilen udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelser, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelser. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljainvesteringer løbende for at opfange eventuelle for-

ændringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksponering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

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

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

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

Udviklingen og investeringerne i 2016

2016 startede med stor usikkerhed om udviklingen i den kinesiske valuta samt faldende forventninger til den globale vækst, hvilket pressede de globale aktiemarkeder. En fortsat ekspansiv pengepolitik i Europa og Japan, samt en stabilisering af den kinesiske valuta fik aktiemarkederne til at stige igen. I juni overraskede Storbritannien med deres beslutning om at forlade EU (Brexit), hvilket kun fik kortvarig betydning for aktiemarkedet. Året sluttede med endnu en stor overraskelse, da Donald Trump ikke blot vandt præsidentvalget, men også at Republikanerne vandt begge kamre i Kongressen og kan nu sætte en ny politisk dagsorden i USA. Store forventninger om bl.a. lavere skatter og større offentlige investeringer gav i fjerde kvartal et umiddelbart løft til de globale aktiemarkeder og øgede investorenes risikovillighed.

Den store efterspørgsel på aktiver, der genererer et stabilt cash-flow, fortsatte i de første ni måneder af 2016, hvilket fik værdiansættelsen på disse aktier til at stige yderligere. Det overraskende amerikanske præsidentvalg har skabt forventning om en stærkere global vækst, hvilket fik renterne til at stige, og investorerne flyttede fokus mod mere cykliske aktier. Afdelingen leverede derfor et positivt afkast i fjerde kvartal på trods af stigende renter og øget risikovillighed. Vi tilpasser løbende porteføljen med en strategi om at finde den rette kombination af kvalitetsselskaber med stabile forretningsmodeller, der kan købes til en attraktiv pris uden at påføre porteføljen unødigt risiko.

Afdeling Stabile Aktier KL skabte i 2016 et afkast på 3,3 pct. Vores forventninger var moderat positive ved indgangen til 2016, hvilket stort set kom til at holde stik. Afkastet var dog under benchmark, der steg med 10,2 pct. Det negative relative afkast opstod hovedsageligt i første kvartal, hvor vores investeringer i detailbanker blev straffet på grund af den store usikkerhed om den økonomiske udvikling. Benchmark havde her store investeringer i bl.a. guldminer og i ejendomssektoren, der begge havde stor gevinst af de faldende renter.

På sektorniveau var afkastet positivt påvirket af vores investeringer inden for IT og forsyning, mens investeringerne inden for sundhedspleje, finanssektoren og materialer trak ned. Specielt vores aktievalg inden for sundhedspleje var skuffende med store kursfald til McKesson, Novo Nordisk og Cardinal Health. Derudover faldt flere af vores detailbanker specielt i første kvartal (eksempelvis DBS Bank og Sumitomo Mitsui Financial Group), som følge af stor usikkerhed om den økonomiske udvikling. Vi har ikke haft investeringer i guldaktier, hvilket er årsagen til det negative relative afkast inden for materialer. På regionsniveau var det specielt aktievalgene i Nordamerika og Japan, der trak den relative udvikling ned.

Årets bedste aktie blev den amerikanske bank First Republic Bank (FRB), der steg med over 40 pct. fra vores købstidspunkt. FRB henvender sig primært til de mest velhavende amerikanere. Banken lider sjældent tab på udlån, men nyder godt af bl.a. kundernes økonomiske fremgang. De stigende renter i fjerde kvartal gav et ekstra løft til aktiekursen. I den modsatte ende af skalaen finder vi McKesson, som desværre nedjusterede sine langsigtede indtjeningsforventninger væsentligt, hvilket påførte porteføljen et tab på ca. 35 pct. Vi har derfor solgt aktien. Selvom den værdiansættes billigere end normalt, investerer vi hovedsageligt i selskaber, der udviser en positiv indtjeningsudvikling.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2016 og forventninger til 2017” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

På globalt plan er der en række større risikofaktorer, vi vurderer kan få stor indflydelse på det kommende år. De største kendte faktorer, vurderer vi, vil være: Det politiske skifte med Donald Trump som ny præsident, den amerikanske centralbanks mulige fortsatte renteforhøjelser, den økonomiske og valutaviske udvikling i Kina, flere parlamentsvalg i Europa samt det forøgede gælds niveau både blandt virksomheder og stater.

Valget af Donald Trump og et flertal til republikanerne i Kongressen varsler nye politiske vinde i USA. Det er usikkert, hvilken vej USA vælger at gå både økonomisk og politisk, men det vil med stor sandsynlighed komme til at præge de finansielle markeder og øge kursudsvingene.

Den amerikanske centralbank hævdede for anden gang renten i fjerde kvartal 2016, hvilket var endnu et skridt i processen mod en normalisering af de korte renter. Det vil betyde lavere likviditet på de finansielle markeder, hvilket kan føre til højere volatilitet. Samtidig er det også et tegn på, at den økonomiske udvikling for alvor er ved at komme sig over den globale finanskrisen. Nøglen til fremgang og stabilitet ligger på arbejdsmarkedet, som har vist sig at være ganske stærkt med arbejdsløshed på under 5 pct., hvilket er lavt set i et historisk perspektiv. Derudover er lønningerne begyndt at stige, hvilket alt i alt tegner et billede af en relativt stærk amerikansk økonomi.

Den økonomiske fremgang har skabt et opadgående pres på de lange renter i USA og Europa, hvilket kan presse prisfastsættelsen på de mere stabile aktier, da disse i perioder med meget lave renter giver investorerne et alternativ til obligationer.

Den kinesiske regering ønsker at flytte den økonomiske vækst fra offentlige investeringer hen imod en service-/ forbrugerøkonomi, hvilket giver volatilitet på de finansielle markeder. Der er yderligere usikkerhed om Kina efter valget af Donald Trump, da han formodentlig vil føre en mere protektionistisk handelspolitik. Den kinesiske valuta er i andet halvår af 2016 blevet svækket ift. dollaren, hvilket sammen med et stort handelsoverskud ift. USA kan skabe konflikter med en mere indenlandsk orienteret amerikansk præsident.

I Europa har nationalistiske partier fået øget opbakning i befolkningen, og der vil være stort fokus på, hvordan det går med parlamentsvalgene i specielt Tyskland og Frankrig. I Storbritannien er der stor usikkerhed om, hvordan udmeldelsen af EU (Brexit) kommer til at forløbe.

Siden finanskrisen har både virksomheder og stater øget deres gældsætning væsentligt, og det er en latent risiko, hvis/når likviditeten mindskes, og renterne stiger. Gælds niveauerne er nu så høje i mange lande, at råderummet for at lave økonomiske stimuli i krisesituationer er væsentligt reduceret sammenlignet med før 2008.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

Afdelingen har investeret i selskaber med stærke konkurrencemæssige positioner og stabile forretningsmodeller. Selskaberne opererer såvel lokalt som globalt. Som eksempler herpå er vores investeringer i den amerikanske apotekerkæde CVS Health og det japanske jernbaneselskab West Japan Railway. De mere globale aktører er det amerikanske betalingskortselskab Visa og schweiziske fødevarerfirma Nestlé.

Ved indgangen til 2017 har vi store investeringer inden for konsumentvarer, sundhedspleje og IT, mens materialer, energi og forbrugsgoder udgør en mindre del af porteføljen. De største investeringer er i USA, hvorfor udviklingen i dollarkursen kan påvirke afdelingen væsentligt. I de seneste tre år er dollaren steget med ca. 20 pct., og det har positivt påvirket de ca. to tredjedele af porteføljen, der er noteret i dollar og valutaer, der følger dollaren.

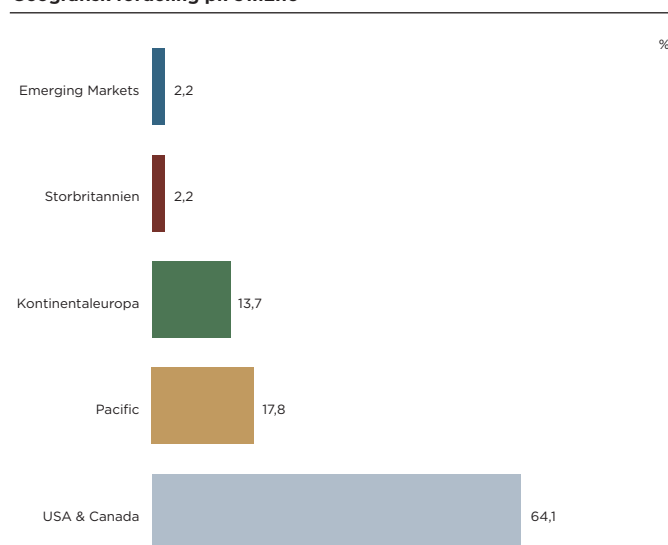
Den samlede risiko i porteføljen primo 2017 målt på forventede kursudsving ift. det globale aktiemarked (beta) er 0,75. Dvs. en risikoreduktion på ca. 25 pct. i forhold til det globale aktiemarked. Vi har en målsætning om at have en overordnet risiko i porteføljen, der er på niveau med benchmark (MSCI AC Minimum Volatility), der historisk har været 25-30 pct. lavere end det globale aktiemarked. På trods af den lavere risiko har den langsigtede investor i stabile aktier historisk opnået et højere afkast end på det globale aktiemarked.

Vi stræber efter at finde en bred vifte af forskelligartede selskaber, der samlet set udgør en robust portefølje, der kan mindske kursudsvingene over for uforudsete hændelser.

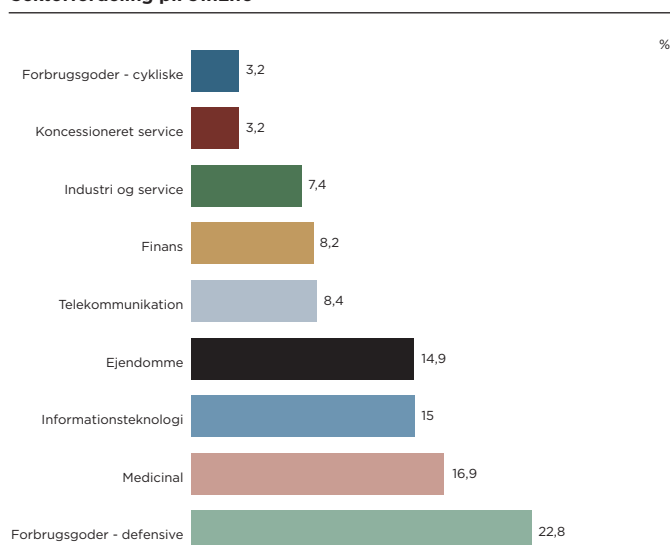
Forventninger til afkastet i 2017

Efter snart otte år med kursstigninger drevet af en meget lempelig global pengepolitik og lav økonomisk vækst er usikkerheden højere end tidligere. Vi forventer moderate og afmaltede rentestigninger i USA, og at både den europæiske og den japanske centralbank fortsat vil føre en lempelig pengepolitik. Stigende renter globalt kan medføre højere volatilitet på de finansielle markeder.

Geografisk fordeling pr. 31.12.16



Sektorfordeling pr. 31.12.16



Så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver på 2-3 pct., forventer vi, at investorerne fortsat vil søge aktiemarkedet. Vi er fortsat positive over for udviklingen i den amerikanske økonomi, og Donald Trump vil formentlig på kort sigt styrke væksten. Udviklingen på lidt længere sigt er mere usikker, da gældsopbygningen i USA også er tiltaget i de senere år, og nye finanspolitiske stimuli vil skubbe yderligere til gældsopbygningen.

Det globale aktiemarked er set i et historisk perspektiv relativt højt prissat, hvorfor det formodentlig bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet. Dette betyder, at afkast i 2017 forventes at blive moderat positivt.

Man skal nok forvente større kursudsving, end hvad der har været gældende i de senere år. Dette er en konsekvens af de amerikanske rentestigninger, usikkerhed om udviklingen i Kina og høj gæld blandt visse virksomheder og lande. Vi fastholder fokus på selskaber med en stabil forretningsmodel og robust vækst, der er mindre sårbare over for den økonomiske udvikling.

Resultatopgørelse

Balance

Stabile Aktier KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	13	-
2 Renteudgifter	-10	-23
3 Udbytter	4.665	3.254
I alt renter og udbytter	4.668	3.231
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	5.913	11.415
Valutakonti	261	107
Handelsomkostninger	-468	-968
I alt kursgevinster og -tab	5.706	10.554
I alt indtægter		
	10.374	13.785
5 Administrationsomkostninger	-3.501	-2.857
Resultat før skat		
	6.873	10.928
6 Skat	-511	-463
ÅRETS NETTORESULTAT		
	6.362	10.465
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	19	5.546
Overført fra sidste år	51	9
I alt formuebevægelser	70	5.555
Til disposition		
	6.432	16.020
7 Til rådighed for udbytte	1.175	18.814
Foreslået udbytte (0,70 kr. pr andel)	1.083	18.763
Overført til udbytte næste år	92	51
OVERFØRT TIL FORMUEN		
	5.257	-2.794

Stabile Aktier KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.774	6.804
I alt likvide midler	6.774	6.804
Kapitalandele		
8 Noterede aktier fra danske selskaber	4.712	1.820
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	203.849	205.552
I alt kapitalandele	208.561	207.372
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	410	286
Aktuelle skatteaktiver	40	152
I alt andre aktiver	450	438
AKTIVER I ALT		
	215.785	214.614
PASSIVER		
9 Investorernes formue	215.461	214.278
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	324	336
I alt anden gæld	324	336
PASSIVER I ALT		
	215.785	214.614

Noter til resultatopgørelse

Stabile Aktier KL

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	13	-
I alt renteindtægter	13	-
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-10	-23
I alt renteudgifter	-10	-23
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	65	23
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.600	3.231
I alt udbytter	4.665	3.254
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-1.726	639
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.639	10.776
I alt kursgevinster og -tab	5.913	11.415
Valutakonti		
I alt valutakonti	261	107
Bruttohandelsomkostninger	-801	-1.552
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	333	584
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-468	-968
I alt kursgevinster og -tab	5.706	10.554
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	183	210
Fast administrationshonorar	640	503
Fast rådgivningshonorar	2.562	2.011
Øvrige omkostninger	30	59
I alt afdelingsdirekte omkostninger	3.415	2.783
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	26	22
Honorar til revisorer	9	6
Andre honorarer til revisorer	9	13
Øvrige omkostninger	42	33
I alt andel af fællesomkostninger	86	74
I alt administrationsomkostninger	3.501	2.857

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	387	408
heraf andel til andet end revision	87	134

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

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

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

NOTE 6 **Skat**

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

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 7		
Til rådighed for udbytte		
Overført til udbytte fra sidste år	51	9
Renter og udbytter	4.668	3.231
Ikke refunderbar udbytteskat	-511	-463
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	188	269
Udbytteregulering, indkomst	19	5.546
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	-	12.972
Valutakonti	261	107
I alt indkomst	4.676	21.671

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-3.501	-2.857
I alt administrationsomkostninger *)	-3.501	-2.857
I alt til rådighed for udbytte	1.175	18.814

Heraf:		
Foreslået udbytte	1.083	18.763
Overført til udbytte næste år	92	51
	1.175	18.814

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

Udbyttet på 0,70 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Noter til balance

Stabile Aktier KL

	2016	2015
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 61 i årsrapporten.

	2016		2015	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorerens formue				
Investorerens formue (primo)	144.332	214.278	58.673	76.900
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-18.763		-645
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		2.442		-315
Emissioner i året	59.232	78.431	91.059	135.389
Indløsninger i året	-48.911	-67.410	-5.400	-7.752
Emissionstillæg		77		227
Indløsningsfradrag		44		9
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-19		-5.546
Overført til udbytte fra sidste år		-51		-9
Overført til udbytte næste år		92		51
Foreslået udbytte		1.083		18.763
Overført fra resultatopgørelsen		5.257		-2.794
I alt Investorerens formue	154.653	215.461	144.332	214.278

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Stabile Aktier KL

	2016	2015	2014	2013	2012
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	151.892	227.192	76.951	32.969	38.619
Kursværdi af salg af værdipapirer	156.107	104.358	71.098	55.999	61.645
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	307.999	331.550	148.049	88.968	100.264

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

Omsætningshastighed	0,49	0,57	0,96	0,49	0,41
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

ÅOP = 2,1%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 30 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).

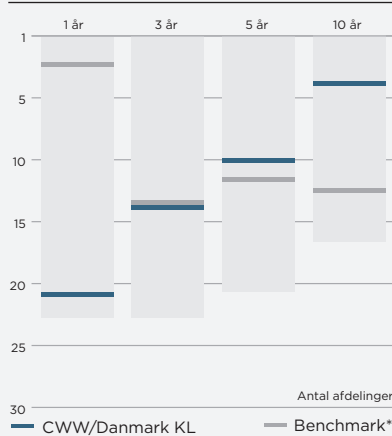


Danmark KL

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Søjlen viser antal afdelinger i den aktuelle IFB-kategori (Inv.FondsBranchen). De farvede markeringer viser den konkrete placering rangordnet efter afkast.

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

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

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

Afdelingen er børsnoteret på Nasdaq Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 23. december 1998. Benchmark er Nasdaq Copenhagen Cap indeks inkl. geninvesterede bruttoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010249655. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 31 i denne årsrapport.

Risikoprofil m.v.

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

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

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

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

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

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

Udviklingen i 2016

Det danske aktiemarked gav et beskedent positivt afkast i 2016, men året var præget af store udsving. Året startede med et fald på ca. 15 pct. som følge af bekymringer om Kina og markant faldende råvarepriser, som gav frygt for deflation. Denne frygt forsvandt gradvist, og lige før sommerferien var det danske aktiemarked igen i positivt territorium. Så kom den engelske folkeafstemning om medlemskabet af EU, som overraskende med et Brexit. Det medførte et kortvarigt kursfald på ca. 10 pct., men i løbet af et par måneder var tabet genvundet. Herefter kom det amerikanske præsidentvalg, og meningsmålingerne op til valget gjorde investorerne nervøse ved udsigt til, at Donald Trump skulle vinde. Markedet faldt som følge deraf med knap 10 pct. op til valget. Donald Trump vandt som bekendt valget, og de danske aktier steg overraskende for de fleste tilbage til nye rekordniveauer.

Afdeling Danmark KL gav et afkast på -0,1 pct., hvilket var lavere end det danske aktiemarked, der steg 3,2 pct. Det meget svingende aktiemarked gjorde det svært at have en langsigtet strategi. Hertil kom et skifte i markedets fokus på, hvilket typer af aktier man skulle eje. Der var en bevægelse over imod aktier med lavere kvalitet – målt på f.eks. egenkapitalforrentning (såsom AP

Møller-Mærsk), som historisk har givet lave afkast, og væk fra aktier med høj kvalitet (som f.eks. Novo Nordisk). Det ramte porteføljen negativt. Adelingen levede derfor i 2016 ikke op til den langsigtede målsætning om at skabe merafkast ift. benchmark. Målt på de længere tidshorisonter – 5 år og længere – har afdelingen dog skabt merafkast. Årets afkast blev således under vores forventninger, som bekræftet i årsrapporten for 2015, hvor vi havde forventninger om et markedsafkast på 5-10 pct.

Porteføljens overordrede struktur med en overvægt af cykliske aktier gav et mindre negativt bidrag, da de defensive danske aktier generelt klarede sig bedre end de cykliske aktier. Til gengæld kunne vores aktive aktieudvælgelse inden for både defensive og cykliske aktier mere end kompensere for dette negative bidrag. Generelt havde afdelingen en række gode aktievalg med Pandora, GN Store Nord og FLSmidt som de største bidragsydere til afkastet, men også vores manglende eksponering i selskaber som Novozymes, Nets og Bavarian Nordic bidrog positivt.

De negative bidrag kom primært fra selskaber A.P. Møller-Mærsk, Københavns Lufthavne, Lundbeck, Novo Nordisk og Matas.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 23,70 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Investeringerne i 2016

Der er kun sket mindre ændringer i porteføljens struktur i løbet af 2016. Porteføljen er således overvægtet i cykliske aktier og undervægtet i defensive aktier. Porteføljens overvægt i cykliske aktier er dog koncentreret i cykliske industriselskaber og banker.

Eneste større omlægning er, at Carlsberg igen er en af afdelingens investeringer. Dette skyldes vores vurdering af, at den valutariske risiko ifm. deres russiske forretning af aftaget. Købet er primært finansieret via en reduktion af vores eksponering i forsikringsaktier.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på Nasdaq Copenhagen, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på dette marked. Risikoen består af en generel markedsrisiko samt en aktierisiko på den enkelte virksomhed. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2016 og forventninger til 2017" samt "Risiko og risikostyring" kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

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

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

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

kan en fortsat svag vækstudvikling i Europa gøre det svært for de danske virksomheder. I de senere år har mange af de danske eksportselskaber nydt godt af den stigende dollar. En trendvending, hvor dollaren eventuelt falder over for danske kroner, vil kunne påvirke de danske eksportselskaber negativt.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

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

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

Aktieporteføljen pr. 31.12.2016

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,1
Råvarer				0,0	6,4
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk DSV FLSmidth G4S ISS NKT Rockwool Intl. Vestas Wind Systems			29,7	27,7
Forbrugsgoder - cykliske	North Media Pandora			10,2	5,6
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg Chr. Hansen Holdning Matas		8,0	6,8
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		24,3	26,1
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Sydbank Topdanmark Tryg	24,3	18,0
Informationsteknologi	SimCorp			3,1	2,3
Telekommunikation				0,0	1,6
Koncessioneret service		Dong Energy		0,4	4,8
Ejendomsselskaber				-	0,6
Total	43,0	-	-	100,0	100,0

* Benchmark er NASDAQ Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK.

Forventninger til 2017

Vi forventer, at det danske aktieaktiemarked vil kunne stige moderat i 2017 og give et afkast på op til 10 pct. Den amerikanske økonomi er i klar bedring, og det går langsomt den rigtige vej i Europa. Selskabernes indtjening vil forbedres igen i 2017, men prisfastsættelsen er høj på mange selskaber, hvorfor der ikke er plads til fejltagelser i selskabernes eksekvering af strategien.

Forudsat at det økonomiske opsving tager til i styrke, vil de cykliske selskabers indtjening forbedres, men vi forventer også, at den amerikanske rente vil stige i løbet af 2017, og det vil omvendt kunne presse prisfastsættelsen på især de defensive aktier.

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

Resultatopgørelse Balance

Danmark KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteudgifter	-76	-255
2 Udbytter	27.718	26.990
I alt renter og udbytter	27.642	26.735
3 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-11.935	297.756
Handelsomkostninger	-573	-1.587
I alt kursgevinster og -tab	-12.508	296.169
I alt indtægter	15.134	322.904
4 Administrationsomkostninger	-18.243	-17.798
Resultat før skat	-3.109	305.106
5 Skat	-366	-235
ÅRETS NETTORESULTAT	-3.475	304.871
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	2.659	2.886
Overført fra sidste år	140	167
I alt formuebevægelser	2.799	3.053
Til disposition	-676	307.924
6 Til rådighed for udbytte	96.958	116.756
Foreslået udbytte (23,70 kr. pr. andel)	96.633	116.616
Overført til udbytte næste år	325	140
OVERFØRT TIL FORMUEN	-97.634	191.168

Danmark KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.696	37.963
I alt likvide midler	2.696	37.963
7 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.099.878	1.107.248
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	74.430	72.968
I alt kapitalandele	1.174.308	1.180.216
Andre aktiver		
Mellemværende vedr. handelsafvikling	800	4.000
I alt andre aktiver	800	4.000
AKTIVER I ALT	1.177.804	1.222.179
PASSIVER		
8 Investoreernes formue	1.176.135	1.220.304
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.669	1.875
I alt anden gæld	1.669	1.875
PASSIVER I ALT	1.177.804	1.222.179

Noter til resultatopgørelse

Danmark KL

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-76	-255
I alt renteudgifter	-76	-255
NOTE 2		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	25.275	25.426
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.443	1.564
I alt udbytter	27.718	26.990
NOTE 3		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-13.397	298.857
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.462	-1.101
I alt kursgevinster og -tab	-11.935	297.756
Bruttohandelsomkostninger	-849	-2.231
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	276	644
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-573	-1.587
I alt kursgevinster og -tab	-12.508	296.169
NOTE 4		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	217	326
Fast administrationshonorar	3.495	3.407
Fast rådgivningshonorar	13.979	13.626
Øvrige omkostninger	144	49
I alt afdelingsdirekte omkostninger	17.835	17.408
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	141	156
Honorar til revisorer	47	44
Øvrige omkostninger	220	190
I alt andel af fællesomkostninger	408	390
I alt administrationsomkostninger	18.243	17.798

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	387	408
heraf andel til andet end revision	87	134

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

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

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

NOTE 5 **Skat**

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

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 6		
Til rådighed for udbytte		
Overført til udbytte fra sidste år	140	167
Renter og udbytte	27.642	26.735
Ikke refunderbar udbytteskat	-366	-235
Kursgevinst aktier til udbytte	85.126	105.001
Administrationsomkostninger *)	-18.243	-17.798
Udbytteregulering	2.659	2.886
I alt til rådighed for udbytte	96.958	116.756
Heraf:		
Foreslået udbytte	96.633	116.616
Overført til udbytte næste år	325	140
	96.958	116.756

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

Udbyttet på 23,70 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Noter til balance

Danmark KL

	2016	2015
NOTE 7		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
	Afdelingens fordeling på:	
	Børsnoterede finansielle instrumenter	100% 100%
	Unoterede finansielle instrumenter	0% 0%

Porteføljens sektor- og vækstmæssige fordelinger findes på side 69 i årsrapporten.

	2016		2015	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 8				
Investorerens formue				
Investorerens formue (primo)	379.858	1.220.304	267.186	703.810
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-116.616		-75.079
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		14.181		2.688
Emissioner i året	88.877	244.736	131.642	339.523
Indløsninger i året	-61.002	-183.142	-18.970	-55.621
Emissionstillæg		104		74
Indløsningsfradrag		43		38
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-2.659		-2.886
Overført til udbytte fra sidste år		-140		-167
Overført til udbytte næste år		325		140
Foreslået udbytte		96.633		116.616
Overført fra resultatopgørelsen		-97.634		191.168
I alt Investorerens formue	407.733	1.176.135	379.858	1.220.304

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Danmark KL

	2016	2015	2014	2013	2012
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	226.290	497.380	91.747	106.175	147.635
Kursværdi af salg af værdipapirer	220.263	286.285	175.559	203.456	194.443
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	446.553	783.665	267.306	309.631	342.078

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,07	0,17	0,05	0,15	0,16
----------------------------------------------------------------------------------------------	------	------	------	------	------

ÅOP = 1,8%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 31 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).

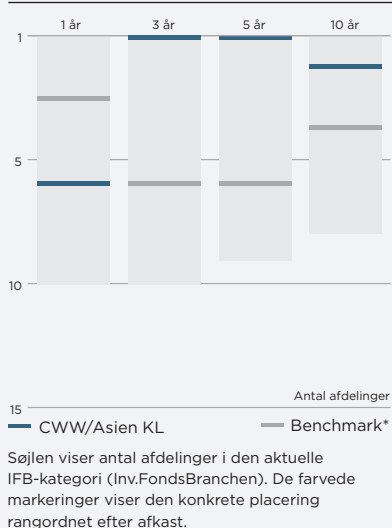


Asien KL

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 7. december 2006. Benchmark er MSCI Asien eksklusivt Japan inklusive geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0060057644. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 31 i denne årsrapport.

Risikoprofil m.v.

Generelt er de asiatiske aktiemarkeder kendetegnet ved særlige risici for de enkelte hovedregioner, som udvikler sig forskelligt. Inden for hovedregionerne kan der også være indbyrdes forskelle. Derfor er risikospredningen et vigtigt element for sammensætningen af selskaberne i afdelingen. Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være præget af en svingende udvikling som følge af politisk ustabilitet, relativt

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

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

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

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

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

Udviklingen i 2016

Afdelingen gav et afkast i 2016 på 5,5 pct. mod benchmark, som gav 8,2 pct. Det relative afkast må betegnes som utilfredsstillende og er under vores langsigtede målsætning om merafkast ift. benchmark. Målt over 3 år og længere perioder har afdelingen dog skabt solide merafkast. Det absolutte afkast i 2016 var nogenlunde på linje med vores forventninger ved årets begyndelse.

Året bar, i lighed med de seneste år, præg af store fluktuationer og usikkerhed. Globalt har bekymringen for konsekvenserne af opstramninger i Feds pengepolitik påvirket markederne. Fed er nu begyndt at hæve renterne langsomt. Investorernes forventninger om en stigende rentekurve har betydet, at banker klarede sig bedre end det generelle aktiemarked, og vores undervægt i banksektoren har derfor påvirket afkastet negativt. Desuden har Europas økonomiske udfordringer også påvirket de internationale aktiemarkeder.

Politik har igen i 2016 spillet en stor rolle i regionen. Der er stadig stor fokus på lederskabet i Kina og ikke mindst deres villighed til at fortsætte reformprocessen. Vi forventer, at reformprocessen i Kina fortsættes med uændret styrke. Der er fortsat fokus på infrastrukturinvesteringer i Indonesien, Filippinerne og Indien. I slutningen af året skabte en pengeombytning i Indien stor usikkerhed. Vi ser udviklingen som positiv på længere sigt, selvom det kortsigtede skabe lidt usikkerhed i økonomien.

Ligeledes fortsatte bekymringen om holdbarheden af den kinesiske økonomi i 2016. Vi deler ikke markedets pessimistiske syn, og vi er fortsat af den opfattelse, at der er attraktive investeringsmuligheder i Kina.

Afdelingens resultat i 2016 blev som beskrevet utilfredsstillende. Det skyldes primært, at vi ikke delte markedets positive holdning til en vending i råvare- og energiaktier. En undervægt i finansaktier har ligeledes været negativt efter renteforhøjelsen i USA. Derimod fortsætter vores tema mod smartphones – og specielt vores fokus på komponentselskaber – med at skabe et positivt bidrag. En række af disse aktier, som producerer og leverer komponenter til disse smartphones, gav således gode afkast.

Mindre heldig var afdelingens investering i det kinesiske vandselskab Sound Global. Selskabet har været suspenderet på børsen i det meste af året og mangler fortsat at aflægge regnskab. Der er dog et lille lys, idet selskabet fortsat opererer og vinder nye vandprojekter. Der har desuden været interesser fra Beijing Enterprise Water, som har købt op i selskabets aktier, men ved årets afslutning er usikkerheden fortsat høj.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2016.

Investeringerne i 2016

Investeringernes karakter ændrede sig ikke væsentligt i 2016, hvorfor omsætningshastigheden i 2016 også var beskedne 0,06. Det svarer i gennemsnit til, at afdelingen fastholder sine investeringer i ca. 15 år. Vi har i årets løb øget vores fokus på et nyt investeringsopsving i Indien. Vi ser stadig et attraktivt langsigtet potentiale i landet, specielt efter Modi har overtaget styringen af landet.

Vi har øget vores eksponering mod kinesiske internetselskaber med yderligere opkøb i Baidu og Alibaba. Vi ser fortsat denne sektor som en aflommerne med høj vækst i Kina. Vi har også øget vores eksponering mod teknologiselskaber med fokus på teknologi til bilsektoren. Vi ser dette som et særdeles interessant langsigtet tema, selvom disse investeringer har skuffet i 2016 primært som følge af usikkerhed om bilsalget i specielt Kina. Vi mener, at der har været for stor fokus på den kortsigtede udvikling i bilsalget i stedet for at se på den øgede anvendelse af nye teknologier i bilerne.

Vi er blevet negativt overrasket over de kraftige kursstigninger i materiale- og energiaktier. Vi har undervurderet reduktionen i udbudssiden. Det er en udvikling, vi følger nøje, men vi tror ikke, at dette er en langsigtet udvikling.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen i disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Investeringer i Asien er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuel risikofaktor, lige som risikoen for nationaliseringer. Historisk er disse faktorer, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner i forhold til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være svingende og blive negativt påvirket af økonomiske samt politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder. På markedsniveau er de asiatiske aktiemarkeder påvirket af udviklingen i resten af verden. Her vil specielt den europæiske gælds Krise spille en central rolle i

forhold til investorernes risikovillighed over de kommende år. En række selskaber i Asien har en stor eksportandel til Europa og vil blive berørt, men den overordnede fundamentale påvirkning er ikke voldsom. Indflydelsen vil primært gøre sig gældende gennem justering af risikopræmierne. Dette kan føre til store kursudsving på de asiatiske aktiemarkeder.

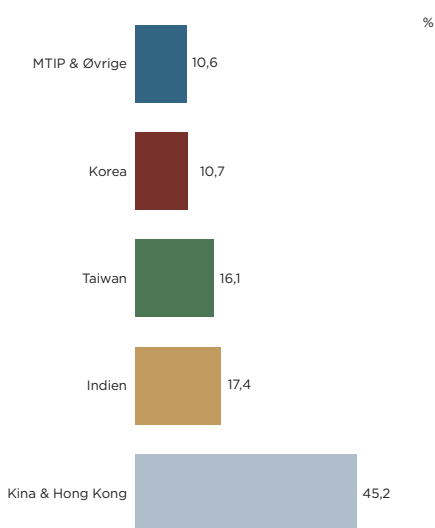
En anden risikofaktor er den politiske risiko. Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomien med diverse politikker og reformer. Her er der i øjeblikket særligt fokus på Kina, Indien, Indonesien og Filippinerne efter ændring i lederskab i de seneste år. I Kina ser det ud som, at reform processen fortsætter. Historisk har Kina generelt været dygtige til at styre økonomien, men dette er ingen garanti for, at de ikke begår en politisk fejl. En større politisk fejl anser vi for at være en af de mest nærværende risici i disse tre lande.

Udviklingen i USA og Europa kan ligeledes påvirke Asien. På kort sigt er specielt det overraskende valg af Donald Trump, der skaber usikkerhed. Særligt hvis han iværksætter tiltag, der bremser globaliseringen.

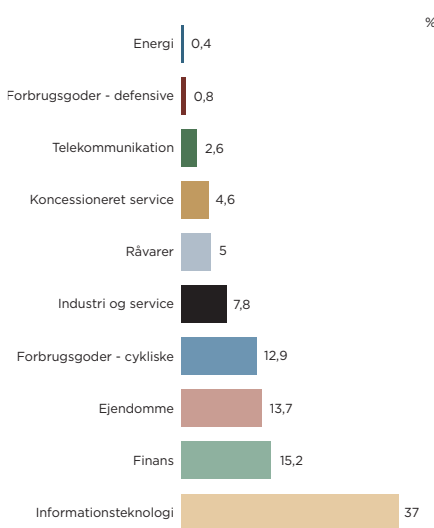
En anden risiko er den uro, som omgiver udvalgte lande i øjeblikket samt bekymringen for en global emerging markets-krise relateret til høj udenlandsk gældssætning og underskud på betalingsbalancerne. Selvom Asien ud fra et fundamentalt synspunkt ikke er omdrejningspunktet i disse bekymringer, vil det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

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

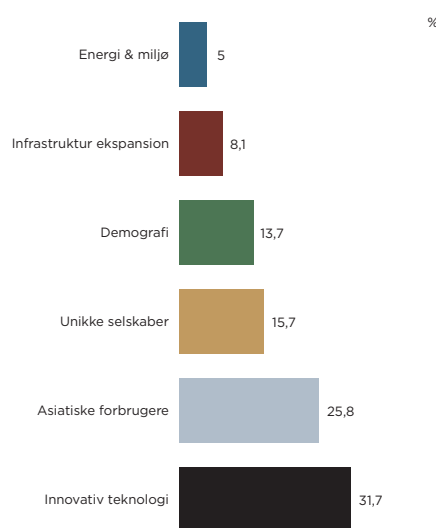
Geografisk fordeling pr. 31.12.16



Sektorfordeling pr. 31.12.16



Tematisk fordeling pr. 31.12.16



Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

Vi er overbeviste om, at vore vigtigste temaer fortsat har positive udsigter. De vigtigste overordnede trends i porteføljen ved indgangen til 2017 er fortsat ”Den asiatiske forbruger” og ”Infrastruktur”, hvor førstnævnte primært er underopdelt i de tre mindre temaer; ”Ingen kinesisk ejendomsboble”, ”Ejendomselskaber i Sydøstasien” og ”Billige smartphones”, mens ”Infrastruktur” primært opfanges via temaet ”Miljø” samt via primært selskaber i Indien der nyder godt af øgede investeringer. Desuden er vi i gang med at opbygge en passende eksponering mod ”øget teknologi i biler”. De tre overordnede temaer udgør direkte og indirekte ca. 45 pct. af porteføljen og er kendetegnet ved, at de bagvedliggende selskaber kun i mindre grad er afhængige af globale tendenser. Vi forventer, at miljø-temaet er holdbart i en årrække fremover, idet situationen i storbyerne i Kina nu er så påfaldende, at selv status quo ikke er en mulighed af hensyn til folkesundheden. Løsningerne vil strække sig over en årrække, fordi de nødvendige indgreb er så omfattende.

Til trods for mange negative røster omkring holdbarheden i temaet smartphones er fortsat positive dels fordi udbredelsen i de folkerige udviklingslande stadig befinder sig på et relativt lavt niveau og specielt fordi markedet har undervurderet betydning af opgradering af komponenter i smartphones.

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

Forventninger til afkastet i 2017

Der er på globalt plan fortsat en lang række usikkerhedsfaktorer i efterdønningerne af den globale finanskrisen. Tillige er der risiko for, at det økonomiske væksttempo fortsat holder sig på et moderat niveau. I Asien er der dog flere lande, hvor vækstfaldet ser ud til at stabilisere sig, selvom usikkerheden fortsat er høj. Givet de store globale usikkerheder kan 2017 fortsat give store udsving på de asiatiske aktiemarkeder.

Donald Trump som præsident i USA samt en begyndende normalisering af renterne, med start i USA, kan give betydelige kursudsving i løbet af 2017.

På en fundamental baggrund og under normale omstændigheder peger de fleste faktorer på, at Asien bør kunne levere et afkast, der er på linje med eller højere end verdensindekset. Men eftersom den europæiske krise, kriser i udvalgte emerging markets-lande og den generelle udvikling af den globale økonomi med stor sandsynlighed vil præge aktiemarkedene i 2017, vil disse relativt stærke fundamentale faktorer ikke nødvendigvis slå igennem. Vi mener dog fortsat, at prisfastsættelsen i regionen i stor grad tager højde for usikkerhederne. Vores vurdering er derfor, at prisfastsættelsen er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.

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

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2017 er det vores forventning og målsætning, at afdelingen kan opnå et moderat positivt afkast, der er bedre end indekset for de asiatiske markeder. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end dette – blandt andet som følge af den betydelige usikkerhed, der aktuelt præger de globale aktiemarkeder.

Resultatopgørelse Balance

Asien

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	17	-
2 Renteudgifter	-7	-34
3 Udbytter	14.773	11.969
I alt renter og udbytter	14.783	11.935
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	67.197	21.191
Valutakonti	-2.553	1.173
Handelsomkostninger	-993	-562
I alt kursgevinster og -tab	63.651	21.802
I alt indtægter	78.434	33.737
5 Administrationsomkostninger	-17.244	-11.543
Resultat før skat	61.190	22.194
6 Skat	-1.563	-1.333
ÅRETS NETTORESULTAT	59.627	20.861
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	-347	-81
Overført fra sidste år	289	167
I alt formuebevægelser	-58	86
Til disposition	59.569	20.947
7 Til rådighed for udbytte	0	36.099
Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	35.810
Overført til udbytte næste år	0	289
OVERFØRT TIL FORMUEN	59.569	-15.152

Asien

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	4.135	1.525
I alt likvide midler	4.135	1.525
8 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.228.721	554.060
I alt kapitalandele	1.228.721	554.060
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	49	28
I alt andre aktiver	49	28
AKTIVER I ALT	1.232.905	555.613
PASSIVER		
9 Investorernes formue	1.230.708	554.556
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	2.197	1.057
I alt anden gæld	2.197	1.057
PASSIVER I ALT	1.232.905	555.613

Noter til resultatopgørelse

Asien KL

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	17	-
I alt renteindtægter	17	-

NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-7	-34
I alt renteudgifter	-7	-34

NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	14.773	11.969
I alt udbytter	14.773	11.969

NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	67.197	21.191
I alt kursgevinster og -tab	67.197	21.191

Valutakonti	-2.553	1.173
I alt valutakonti	-2.553	1.173

Bruttohandelsomkostninger	-2.545	-1.928
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.552	1.366
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-993	-562

I alt kursgevinster og -tab **63.651** **21.802**

NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	980	790
Fast administrationshonorar	2.707	1.758
Fast rådgivningshonorar	13.083	8.497
Øvrige omkostninger	110	159
I alt afdelingsdirekte omkostninger	16.880	11.204

Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	105	81
Honorar til revisorer	37	22
Andre honorarer til revisorer	79	134
Øvrige omkostninger	143	102
I alt andel af fællesomkostninger	364	339

I alt administrationsomkostninger **17.244** **11.543**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede honorar til generel- forsamlingsvalgt revisor udgjorde	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
-------------------------------------------------------------------------------	-------------------	-------------------

Revisionshonorar	387	408
heraf andel til andet end revision	87	134

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

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

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

NOTE 6 Skat

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

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

NOTE 7

Til rådighed for udbytte

Overført til udbytte fra sidste år	289	167
Renter og udbytter	14.783	11.935
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.563	-1.333
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	1	8
Udbytteregulering, indkomst	-347	-81
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	856	35.773
Valutakonti	-2.553	1.173
I alt indkomst	11.466	47.642

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-17.244	-11.543
I alt administrationsomkostninger *)	-17.244	-11.543

I alt til rådighed for udbytte **0** **36.099**

Heraf:

Foreslået udbytte	0	35.810
Overført til udbytte næste år	0	289
	0	36.099

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

Noter til balance

Asien

	2016	2015
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 77 i årsrapporten.

	2016		2015	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorenes formue				
Investorenes formue (primo)	344.329	554.556	282.360	473.177
Udbytter fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-35.810		-49.978
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		861		-6.644
Emissioner i året	503.220	756.912	132.273	231.927
Indløsninger i året	-70.125	-107.117	-70.304	-115.686
Emissionstillæg		1.401		565
Indløsningsfradrag		278		334
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		347		81
Overført til udbytte fra sidste år		-289		-167
Overført til udbytte næste år		-		289
Foreslået udbytte		-		35.810
Overført fra resultatopgørelsen		59.569		-15.152
I alt Investorenes formue	777.424	1.230.708	344.329	554.556

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Asien

	2016	2015	2014	2013	2012
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	787.865	236.829	173.106	347.542	149.357
Kursværdi af salg af værdipapirer	179.628	166.741	564.232	117.525	168.100
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	967.493	403.570	737.338	465.067	317.457

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,06	0,01	0,19	0,14	0,29
----------------------------------------------------------------------------------------------	------	------	------	------	------

ÅOP = 2,3%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 31 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).



Emerging Markets KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2016 og forventninger til 2017" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

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

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

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

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

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

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 7. november 1996. Pr. 30. september 2014 skiftede afdelingen investeringsunivers fra Østeuropa til emerging markets. Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Afdelingens fondskode er DK0015945166. Du kan læse om afdelingens historiske nøgletal på side 31 i denne årsrapport.

Risikoprofil m.v.

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

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

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

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

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

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

Udviklingen og investeringerne i 2016

Udviklingen i de amerikanske renter, den amerikanske dollar og den økonomiske situation i Kina har historisk set været de vigtigste ”eksterne” cykliske faktorer at holde for øje, når man investerer i udviklingslandene. Vi gik ind i 2016 med en forventning om, at den amerikanske centralbank ikke ville være aggressiv ift. en normalisering af renteniveauet. Det viste sig at holde stik, og dette – sammenholdt med en konsolideringen i den amerikanske dollar og en kinesisk økonomi, der endnu engang ikke oplevede en ”hård landing” – resulterede i et år med positivt afkast for emerging markets.

Afdeling Emerging Markets KL gav i 2016 et afkast på 4,5 pct. sammenlignet med en stigning på 14,1 pct. for emerging markets-indekset. Det absolutte afkast var nogenlunde på niveau med vores forventninger ved indgangen til året. Det relative afkast opfyldte dog ikke vores målsæt-

ning om at skabe merafkast i forhold til benchmark. Afdelingen har nu eksisteret i lidt over to år med emerging markets strategien, og afkastet er på niveau med benchmark i denne periode.

Investeringslands-kabet i udviklingslandene i 2016 var domineret af politik og vækst i råvarepriserne. Politiske begivenheder, som fx rigsretssagen mod Dilma Rousseff i Brasilien, geopolitiske usikkerheder og terrorangreb i Tyrkiet, afviklingen af 500- og 1.000-rupees-sedler i Indien (som udgør ca. 87 pct. af pengene i omløb), og valget af Donald Trump som USA's præsident, var også med til præge afdelingens relative performance.

Vi er generelt positivt stillet over for de lande, hvor der er politisk vilje og evne til at implementere strukturelle reformer. Dette sker særligt i Kina, Indonesien, Indien og til dels i Brasilien og understøtter vores positive syn på disse lande. Omvendt har det primært været i de råvareeksporterende lande, hvor reformprocessen af forskellige årsager ikke har fundet sted. Dette har også været en af årsagerne til, at vi har en begrænset eksponering mod disse lande. Det var dog råvarepriserne, der viste stærke takter i løbet af året, og det var den primære årsag til afdelingens relative underperformance i 2016.

Vi fastholder vores tro på, at det er de reformfokuserede lande, der vil gøre det bedre end resten af udviklingslandeuniverset på den lange bane. I andet halvår 2016 blev det klart for os, at der var solid momentum ift. reformagendaen i Brasilien, og derfor øgede vi vores eksponering mod Brasilien i takt med, at vi blev mere overbeviste om den positive reformudvikling, der kan sikre en mere bæredygtig økonomisk model på mellemlangt sigt. Dette reformfokus, sammenholdt med vækst i råvarepriserne, resulterede i, at Brasilien var det bedste marked blandt udviklingslandene i 2016, og ikke overraskende var Itau Unibanco derfor blandt afdelingens største bidragsydere.

Terrorangrebene og den generelle geopolitiske usikkerhed i Tyrkiet har også påvirket vores relative afkast. Til trods for vores frasalgt af to tyrkiske investeringer i foråret 2016, beholdte vi Do&Co, da vi ser det som værende et globalt kvalitetsselskab. Selskabet leverer mad til diverse luftfartsselskaber og events på tværs af kloden. Dog udgør Turkish Airlines stadig en væsentlig del af forretningen, og selskabet var derfor blandt de største negative bidragsydere til afdelingens performance i 2016. Vi er dog fortsat positive på selskabet, særligt i lyset af den fortsatte vækst i deres underliggende forretning samt en spæd, men solid, ekspansion af Nespresso cafeer.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2016.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2016 og forventninger til 2017" samt "Risiko og risikostyring" kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

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

miske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Mere specifikke risici for afdeling Emerging Markets KL knytter sig til udviklingen i den amerikanske dollar og de amerikanske renter, som forventeligt vil fortsætte med at stige i 2017. Den forventede fortsatte pengepolitiske stramning i USA kan resultere i kapitaludstrømning fra emerging markets – primært fra dem, der har et betalingsbalanceunderskud. Derudover er de væsentligste overordnede risici de globale geopolitiske spændinger, olieprisudviklingen, som rammer landene ganske forskelligt og lavere vækst i Kina.

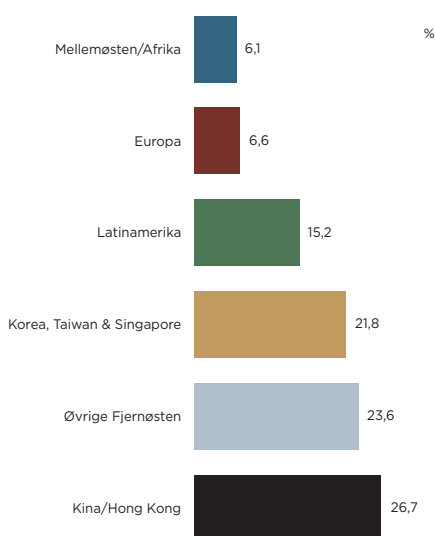
En yderligere risikofaktor er høj udenlandsk gældssætning blandt en række emerging markets selskaber. Hvis de amerikanske renter fortsætter med at stige, vil dette påvirke disse selskaber. I værste fald kan dette resultere i en dominoeffekt og få en generel negativ markedspåvirkning.

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

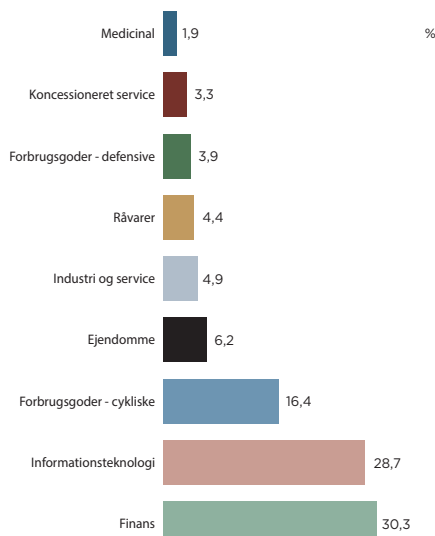
Udviklingen i USA og Europa kan ligeledes påvirke Asien. På kort sigt er specielt det overraskende valg af Donald Trump, der skaber usikkerhed. Særligt hvis han iværksætter tiltag, der bremser globaliseringen.

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

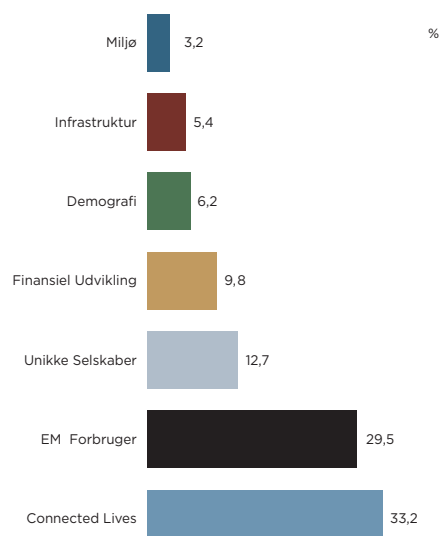
Geografisk fordeling pr. 31.12.16



Sektorfordeling pr. 31.12.16



Tematisk fordeling pr. 31.12.16



Afdelingens portefølje ved indgangen til 2017

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har positive fremtidsudsigter, en stærk finansiel situation og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere, som f.eks. forbundne biler samt finansiel udvikling og inklusion. Vi vurderer, at de mest interessante strukturelle væksttemaer p.t. er i Asien, hvorfor afdelingen har en betydelig overvægt her med særlig fokus på Kina og Indien.

Trods råvareprisernes udvikling i 2016 ser vi ingen umiddelbar grund til at være strukturelt positiv på sektoren, idet vi ikke ser en katalysator – som Kina i 00'erne og Japan i 1970'erne/80'erne – der skal sikre en strukturel vækst i råvarepriserne. Derfor er vi stadigvæk skeptiske på de råvareeksporterende lande, hvor der ikke er et solidt reformfokus. Vi vil fortsat være undervægtet i disse lande og have fokus på enkelte investeringsmuligheder, hvor vækstpotentialet er stort over de kommende år.

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

Forventninger til afkastet i 2017

Med vækstorienterede politikker udløste Donald Trumps valgsejr en voldsom rotation mod cykliske sektorer i fjerde kvartal af 2016. I 2017 forventer vi at se stigende inflation og højere aktivitet på globalt plan, og det er overordnet set positivt for selskaberne i udviklingslandene. Donald Trumps politikker understøtter samtidig en stærkere amerikansk dollar og stigende amerikanske renter. Mens dette historisk set har været problematisk for udviklingslandene, er den eksterne gældssituation bedre, og landene er blevet mere modstandsdygtige over for eksterne modvinde.

Dog taler Donald Trumps – og en række andre politikeres – politikker også for en mere protektionistisk verden med højere handelsbarrierer, og det dermed er uvist, hvilke konsekvenser det vil få for udviklingslandene – særligt de lande, der er eksportafhængige.

Afdelingen er i høj grad eksponeret mod indenlandske vækstmuligheder, og vi forventer derfor at afdelingens investeringer kun i mindre grad at blive negativt påvirket af eventuelle handelsbarrierer. Derfor forventer vi et moderat, men positivt afkast i 2017 på niveau eller højere end det generelle emerging markets-indeks. Dog må vi erkende, at de politiske vinde blæser i en ny retning på tværs af kloden og det øger usikkerheden om afkastudsigterne betydeligt. andet som følge af den betydelige usikkerhed, der aktuelt præger markederne i emerging markets.

Resultatopgørelse

Balance

Emerging Markets KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	5	3
2 Renteudgifter	-1	-2
3 Udbytter	810	1.132
I alt renter og udbytter	814	1.133
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	2.002	-535
Valutakonti	-116	67
Handelsomkostninger	-140	-233
I alt kursgevinster og -tab	1.746	-701
I alt indtægter		
	2.560	432
5 Administrationsomkostninger	-784	-1.008
Resultat før skat		
	1.776	-576
6 Skat	-86	-131
ÅRETS NETTORESULTAT		
	1.690	-707
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	18	-29
Overført fra sidste år	-	-
I alt formuebevægelser	18	-29
Til disposition		
	1.708	-736
7 Til rådighed for udbytte	0	0
Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	0
Overført til udbytte næste år	0	0
OVERFØRT TIL FORMUEN		
	1.708	-736

Emerging Markets KL

NOTE	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	890	311
I alt likvide midler	890	311
Kapitalandele		
8 Noterede aktier fra udenlandske selskaber	38.391	42.608
I alt kapitalandele	38.391	42.608
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	20	8
Aktuelle skatteaktiver	8	12
Mellemværende vedr. handelsafvikling	316	-
I alt andre aktiver	344	20
AKTIVER I ALT		
	39.625	42.939
PASSIVER		
9 Investorernes formue	38.525	42.830
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	67	109
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.033	-
I alt anden gæld	1.100	109
PASSIVER I ALT		
	39.625	42.939

Noter til resultatopgørelse

Emerging Markets KL

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	5	3
I alt renteindtægter	5	3
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-1	-2
I alt renteudgifter	-1	-2
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	810	1.132
I alt udbytter	810	1.132
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.002	-535
I alt kursgevinster og -tab	2.002	-535
Valutakonti	-116	67
I alt valutakonti	-116	67
Bruttohandelsomkostninger	-169	-316
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	29	83
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-140	-233
I alt kursgevinster og -tab	1.746	-701
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	117	178
Fast administrationshonorar	121	157
Fast rådgivningshonorar	487	626
Øvrige omkostninger	39	25
I alt afdelingsdirekte omkostninger	764	986
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	5	7
Honorar til revisorer	2	2
Andre honorarer til revisorer	1	-
Øvrige omkostninger	12	13
I alt andel af fællesomkostninger	20	22
I alt administrationsomkostninger	784	1.008

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	387	408
heraf andel til andet end revision	87	134

Revisors opgaver udover den ordinære revision kan primært henføres til opgaver for afdeling Asien KL i forbindelse med hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

Administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,3% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmægler selskab A/S udgør 1,2% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

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

NOTE 6 Skat

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

	2016 1.000 kr.	2015 1.000 kr.
NOTE 7		
Til rådighed for udbytte		
Fremførte tab på aktier ultimo 2015	-22.588	-26.276
Renter og udbytter	814	1.133
Ikke refunderbar udbytteskat	-86	-131
Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	4	38
Udbytteregulering, indkomst	18	-29
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	1.402	2.610
Valutakonti	-116	67
I alt indkomst	-20.552	-22.588

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-784	-1.008
I alt administrationsomkostninger *)	-784	-1.008
I alt til rådighed for udbytte	-20.552	-22.588

Heraf:

Foreslået udbytte	0	0
Overført til udbytte næste år	0	0
	0	0

Fremførte tab på aktier ultimo 2016	-20.552	-22.588
-------------------------------------	---------	---------

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

Noter til balance

Emerging Markets KL

	2016	2015
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 85 i årsrapporten.

	2016		2015	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorerens formue				
Investorerens formue (primo)	21.499	42.830	23.999	48.041
Emissioner i året	-	-	2.900	6.447
Indløsninger i året	-3.000	-6.010	-5.400	-10.994
Emissionstillæg		-		14
Indløsningsfradrag		15		29
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-18		29
Overført fra resultatopgørelsen		1.708		-736
I alt Investorerens formue	18.499	38.525	21.499	42.830

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Emerging Markets KL

	2016	2015	2014	2013	2012
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	12.526	27.841	96.058	157.299	148.699
Kursværdi af salg af værdipapirer	18.693	32.186	335.292	221.694	153.321
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	31.219	60.027	431.350	378.993	302.020

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,31	0,41	0,95	0,44	0,34
----------------------------------------------------------------------------------------------	------	------	------	------	------

ÅOP = 2,6%. (Årlige omkostninger i %)

Hoved- og nøgletal: Se ledelsesberetning side 31 og 32 (tabel med Sharpe Ratio).

Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver

Bestyrelsen

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

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

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

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

Der er i regnskabet afsat en samlet aflønning af foreningens bestyrelse for 2016 på 893.750 kr. mod 981.250. kr. i 2015. Aflønningsniveauet til det enkelte medlem er uforandret i 2016 i forhold til 2015. Faldet skyldes, at der i 2015 var fem bestyrelsesmedlemmer mod fire i 2016. Disse beløb er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingernes størrelse. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt nogen incitamentsprogrammer.

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

Bestyrelsens fire medlemmer ønsker at genopstille i 2016. Bestyrelsen arbejder med en foryngelsesplan for bestyrelsens sammensætning. Valget af Camilla Harder Hartvig som nyt bestyrelsesmedlem i 2015 var en del af denne plan. Målsætningen er inden for de næste et til to år at få endnu en ny person valgt til bestyrelsen. For 2017 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med at bestå af fire personer.

Bestyrelsesmedlemmer

Karsten Kielland (formand)



Alder: 61 år
 Advokat, Accura Advokataktieselskab
 Indtrådt i bestyrelsen: 1997
 Genvælt i 2016
 Valgperioden udløber i 2017

Bestyrelsesmedlem i andre erhvervsdrivende selskaber (tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

- AS Solution A/S (formand) (1)
- Baden-Jensen A/S (formand) (1)
- Bukkehave Corporation A/S (1)
- Dansk Psykologisk Forlag Holding A/S (1)
- Fomaco Holding A/S (formand) (1)
- Medi-Star, Galenisk-Teknisk Laboratorium A/S
- Norriq Holding A/S
- Samsøe & Samsøe Holding A/S (formand) (2)
- O.K. Kenvig A/S
- 4 Kids Holding ApS

Camilla Harder Hartvig



Alder: 47 år
 Nordisk direktør, Allergan PLC
 Indtrådt i bestyrelsen: 2016
 Valgperioden udløber i 2017

Bestyrelsesmedlem i andre erhvervsdrivende selskaber:
 Actavis Nordic A/S (1)

Lars Aaen



Alder: 55 år
 Direktør, Aaen Consult ApS
 Indtrådt i bestyrelsen: 2013
 Genvælt i 2016
 Valgperioden udløber i 2017

Bestyrelsesmedlem i andre erhvervsdrivende selskaber (tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

- Hempel A/S (næstformand)
- Vanovi A/S (formand) (1)
- Midform A/S (formand) (1)
- Wencon Aps (formand)
- Rosendahls A/S
- Minus A/S

Jens Høiberg



Alder: 65 år
 Selvstændig makroøkonomisk rådgiver
 Indtrådt i bestyrelsen: 2003
 Genvælt i 2016
 Valgperioden udløber i 2017

Ingen andre ledelseshverv i andre erhvervsdrivende selskaber.

Direktion



(Investeringsforvaltningsselskab)

C WorldWide Fund Management A/S

Direktion: **Tim Kristiansen**

Alder 49 år.

Ansatt siden 2004.

Ingen andre ledelseshverv i andre erhvervsdrivende selskaber.

Investeringsrådgiver



C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Direktion: **Bo Almar Knudsen**

Alder: 51 år.

Ansatt siden 2001.



INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk