

Årsrapport 2005

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	1
Foreningsoplysninger	2
Ledelsespåtegning	3
Revisionspåtegning	4
Hoved- og nøgletaloversigt 2001-2005	5
Ledelsesberetning for 2005	7
Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere mv.	11
Anvendt regnskabspraksis	12
Regnskab for Danske Small Cap aktier	13
Regnskab for Europæiske Ejendomsaktier	18
Udlodningernes skattemæssige fordeling	22
Afdelingernes investeringsprofil ultimo 2005	23
Forklaring af nøgletal	24
Ledelsens øvrige hverv	25

Nærværende årsrapport 2005 for Investeringsforeningen Dexia Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio februar 2006. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens investeringsunivers løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

Foreningsoplysninger

Foreningen

Investeringsforeningen Dexia Invest
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

FT. reg. nr.: 11.108
CVR-nr.: 21 35 35 31

Bestyrelse

Frank Poulsen, formand
Jørgen Cramon
Bent Nyløkke Jørgensen
Niels Pram Nielsen
Jacob Saxild

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Depotselskab

Ringkjøbing Landbobank A/S

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Porteføljerådgiver

Dexia Bank Denmark A/S

Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for 2005 for Investeringsforeningen Dexia Invest.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber og Københavns Fondsbørs' regler. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 21. februar 2006

Bestyrelse

Frank Poulsen
Formand

Jørgen Cramon

Bent Nyløkke Jørgensen

Niels Pram Nielsen

Jacob Saxild

Direktion
Nykredit Portefølje Administration A/S

Tage Fabrin-Brasted

Vagn List

Revisionspåtegning

Til medlemmerne i Investeringsforeningen Dexia Invest

Vi har revideret årsrapporten for Investeringsforeningen Dexia Invest, afdeling Danske Small Cap aktier og afdeling Europæiske ejendomsaktier for regnskabsåret 2005, der aflægges efter regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber og Københavns Fondsbørs' regler.

Foreningens ledelse har ansvaret for årsrapporten. Vores ansvar er på grundlag af vores revision at udtrykke en konklusion om årsrapporten.

Den udførte revision

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi tilrettelægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation. Revisionen omfatter stikprøvevis undersøgelse af information, der understøtter de i årsrapporten anførte beløb og oplysninger. Revisionen omfatter endvidere stillingtagen til den af ledelsen anvendte regnskabspraksis og til de væsentlige skøn, som ledelsen har udøvet, samt vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten. Det er vores opfattelse, at den udførte revision giver et tilstrækkeligt grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2005 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 2005 i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber og Københavns Fondsbørs' regler

København, den 21. februar 2006

Deloitte
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Anders O. Gjelstrup
Statsautoriseret revisor

Per Rolf Larssen
Statsautoriseret revisor

Hoved- og nøgletaloversigt 2001-2005

	2001	2002	2003	2004	2005
Årets afkast (i %)					
Danske Small Cap aktier	-18,86	-3,82	44,55	47,03	46,60
Europæiske Ejendomsaktier ¹⁾				30,35	27,00
Benchmark afkast (i %)					
Danske Small Cap aktier (KFMX)	-16,55	-5,87	50,76	40,93	57,70
Europæiske Ejendomsaktier (GPR 250 Europe + 20% UK) ¹⁾	-	-	-	35,02	27,06
Indre værdi pr. andel (kr.)					
Danske Small Cap aktier	122,91	111,72	161,48	237,43	345,45
Europæiske Ejendomsaktier				130,35	163,72
Udlodning pr. andel					
Danske Small Cap aktier	7,75	0,00	0,00	2,00	14,50
Europæiske Ejendomsaktier				1,50	15,25
Omkostningsprocent					
Danske Small Cap aktier	1,09	2,08	2,09	1,99	2,02
Europæiske Ejendomsaktier ¹⁾				1,79	1,47
Årets nettoresultat (t.kr.)					
Danske Small Cap aktier	-11.689	-940	18.775	33.009	86.216
Europæiske Ejendomsaktier ¹⁾				13.193	33.082
Medlemmernes formue ult. (t.kr.)					
Danske Small Cap aktier	49.288	41.441	62.332	166.439	238.046
Europæiske Ejendomsaktier				100.370	189.255
Andele ult. (nom. t.kr.)					
Danske Small Cap aktier	40.100	37.100	38.600	70.100	68.910
Europæiske Ejendomsaktier				77.000	115.600
Kurtage mv. i procent af gennemsnitsformue					
Danske Small Cap aktier	0,17	0,17	0,19	0,29	0,21
Europæiske Ejendomsaktier ¹⁾				0,59	0,40

Hoved- og nøgletaloversigt 2001-2005

	2001	2002	2003	2004	2005
Værdipapiromsætning (t.kr.)					
Danske Small Cap aktier	43.855	31.758	38.175	102.196	202.290
- Kursværdi af køb	21.818	12.058	20.326	80.257	101.954
- Kursværdi af salg	22.037	19.700	17.849	21.939	100.336
Europæiske Ejendomsaktier ¹⁾				112.701	168.707
- Kursværdi af køb				98.319	111.655
- Kursværdi af salg				14.382	57.052
Omsætningshastighed					
Danske Small Cap aktier	0,33	0,27	0,36	0,21	0,11
Europæiske Ejendomsaktier ¹⁾				0,12	0,32
Standardafvigelse (i %)					
Danske Small Cap aktier	13,2	13,5	15,0	14,6	15,2
Europæiske Ejendomsaktier	-	-	-	-	-
Standardafvigelse benchmark (i %)					
Danske Small Cap aktier	-	-	16,9	15,9	16,2
Europæiske Ejendomsaktier	-	-	-	-	-
Sharpe ratio					
Danske Small Cap aktier	-0,39	-0,64	0,03	0,66	1,00
Europæiske Ejendomsaktier	-	-	-	-	-
Sharpe ratio benchmark					
Danske Small Cap aktier	-	-	0,20	0,68	1,00
Europæiske Ejendomsaktier	-	-	-	-	-

Anm.: Nøgletal er beskrevet på side 24.

¹⁾ For perioden 29. januar til 31. december 2004.

Ledelsesberetning for 2005

Dexia Invest i 2005

Året 2005 blev et tilfredsstillende år for foreningens afdelinger. Afkastmæssigt opnåede de to afdelinger Danske Small Cap aktier og Europæiske Ejendomsaktier atter et godt afkast på henholdsvis 46,6% og 27,0%, hvilket var væsentligt bedre end ventet af foreningens ledelse i begyndelsen af 2005.

Som følge af det gode resultat har afdeling Danske Small Cap aktier opretholdt sin gode rating hos Morningstar gennem året. Ultimo 2005 blev afdelingen således vurderet til 5 stjerner hos Morningstar. Afdeling Europæiske Ejendomsaktier har endnu ikke eksisteret i 3 år og har derfor ikke været omfattet af en vurdering fra Morningstar.

For at forbedre handelsfaciliteterne i forbindelse med omsætning af Foreningens andele besluttede bestyrelsen i 2005 at børsnotere foreningens to afdelinger. Dette skete den 15. august 2005.

De gode resultater bevirkede sammen med en øget emissionsaktivitet, at foreningens samlede formue steg fra 267 mio. kr. til 427 mio. kr. ultimo 2005.

Økonomisk vækst i 2005

Den økonomiske vækst i de enkelte regioner af verden udviklede sig mere positivt end ventet af foreningens ledelse og rådgivere i begyndelsen af året. Økonomien i USA udviste i 2005 atter en høj økonomisk vækst på ca. 4%, men også Japan og Europa viste tegn på stigende vækst.

Den europæiske økonomi skønnes nu at være i bedring efter flere års stagnation. Det har i særdeleshed været Tyskland, Frankrig og Italien, der har haft lavvækst. Tyskland har i 2005 haft en pæn fremgang i eksporten, og de første estimater for 2006 tyder på fortsat vækst. Det private forbrug i Tyskland har til gengæld været relativt svagt i 2005, hvorimod opsparingen har været meget høj. Lykkes det derfor for den nye tyske

regering at skabe tillid til fremtiden hos forbrugere, ventes det spirende opsving i Europa at kunne fastholdes.

Udviklingen i Danmark tegnede sig særligt gunstig i 2005. Dansk økonomi blev i det forløbne år præget af robust vækst på over 3%. Væksten blev drevet af såvel stigende eksport som privatforbrug. Privatforbruget øgedes som følge af fortsat lav realrente, faldende arbejdsløshed, omprioritering af huslån samt stigende friværdier i boligmarkedet.

Høje energipriser

I 2005 blev energipriserne det gennemgående tema på de finansielle markeder. Prisstigningen på råolie og i særdeleshed benzin, betød at inflationen i USA nåede det højeste niveau i en længere årrække. Inflationen bekymrede dog ikke økonomerne, idet kerneinflationen eksklusive energi og landbrugsvarer ikke steg faretruende. Derimod bekymrede den opbremsende effekt, de stigende energipriser kunne påføre væksten. I perioder af 2005 faldt de lange renter således i takt med, at olieprisen steg.

Stigende kort rente i 2005

Den lange rente i USA steg i 2005 marginalt med 0,1 procentpoint til 4,4% ultimo året. I det korte segment steg renten på 2-årige statsobligationer derimod med 1,3 procentpoint til 4,4%. Dermed blev rentekurven helt flad omkring niveauet 4,4%.

Modsat den amerikanske 10-årige rente faldt den tilsvarende europæiske med 0,3 procentpoint over året til 3,3%. Den 2-årige rente steg dog 0,4 procentpoint og sluttede året på 2,9%. Den europæiske rentekurve blev således mere flad i 2005.

Den Europæiske Centralbanks forventning til en acceleration i den økonomiske vækst i Eurolandene fra 1,4% i 2005 til 2,0% i 2007 fik sammen med stigende inflation ECB til i december 2005 at gennemføre den første renteforhøjelse i mere end

Ledelsesberetning for 2005

5 år. Bankens mål om at holde inflationen lige under 2% var baggrunden for stramningen.

Det hjemlige obligationsmarked fulgte i høj grad tendensen fra euro-zonen. Renteforskellen mellem Danmark og Europa blev i løbet af 2005 helt elimineret. Dette afspejler stor tiltro til dansk økonomi, der også er i en væsentligt bedre stand end den europæiske.

Stigende aktiemarkeder i 2005

Selvom foreningens ledelse havde positive forventninger til aktiemarkederne ved indgangen til året, overraskede udviklingen på aktiemarkederne med store stigninger i de fleste markeder. Den lave rente, vækst i selskabernes indtjening samt rigelig likviditet var årsagerne til de store stigninger på de fleste aktiemarkeder i 2005.

Verdensmarkedsindekset, MSCI World, steg omregnet til danske kroner med 26,5% i 2005. Det japanske marked viste en stigning på 45,1%, mens det europæiske marked gav et afkast på 26,4% i 2005.

På det danske aktiemarked fortsatte den særdeles positive trend med en samlet kursstigning på over 40%. Det danske aktiemarked gav således et af de bedste afkast i verden i 2005. Fremgang i indtjeningen i banker og rederier, samt positive nyheder og opjusteringer fra de fleste, større børsnoterede selskaber var sammen med overtagelsestilbud på ISS, Københavns Lufthavne og TDC medvirkende til at skabe en positiv stemning på det danske aktiemarked.

Dexia Invest Danske Small Cap aktier

Afdelingens afkast blev i 2005 på 46,6%, hvilket er væsentligt højere end forventet primo 2005. Foreningens ledelse finder resultatet acceptabelt, selvom afkastet er lavere end 57,7% som afdelingens sammenligningsgrundlag, KFMX-indekset, har givet i 2005. Grunden til det lavere afkast end sammenligningsgrundlaget har været den defen-

sive strategi med overvægt af de store selskaber i investeringsuniverset.

På basis af årets indtjening i afdelingen indstiller bestyrelsen til den ordinære generalforsamling den 29. marts 2006, at der udloddes 14,50 kr. pr. andel i forbindelse med denne.

Afdelingens formue steg fra 166 mio. kr. primo året til 238 mio. kr. ultimo året, svarende til en stigning på 43 %. Formuertilvæksten kan tilskrives det høje afkast.

Afdelingen investerer i udvalgte danske selskaber udenfor OMXC20-indekset (tidligere benævnt KFX-indekset). Afdelingens strategi har som i det foregående år været at holde fokus på likvide mellemstore selskaber frem for de helt små, illikvide virksomheder. Da de mindre aktier har givet de bedste afkast i 2005, har den forsigtige strategi i afdelingen medført et lavere afkast relativt til markedet i 2005.

Som helhed gav aktierne uden for OMXC20-indekset et afkast på 58% i 2005. Der har således været en bred interesse for aktier i små og mellemstore virksomheder. Året har tillige været præget af en række selskaber, der har udbetalt meget høje udbytter, og af selskaber, der har haft store tilbagekøbsprogrammer af egne aktier.

I afdelingens investeringsunivers var det i særdeleshed ejendomsaktierne, der gav meget høje afkast i 2005. Keops toppede hitlisten med et afkast på 639%, men også Nordicom og Sjælsø Gruppen præsterede pæne afkast på henholdsvis 291% og 188%. Afdelingen har kun i begrænset omfang været eksponeret til dette segment gennem Nordicom.

Afkastet i afdelingen er kommet fra forskellige sektorer. Aktierne med de højeste afkast har været Nordicom, ØK samt Roskilde Bank med henholdsvis 291%, 104% og 87%. De aktier, der har

Ledelsesberetning for 2005

ligget i den anden ende af ranglisten, var Pharmexa og Bavarian Nordic med -13% og -9%. Det var dog ikke hele sundhedssektoren, der klarede sig dårligt i 2005. I afdelingen bidrag det tidligere Chr. Hansen, nu Alk-Abello, med en stigning på 77%.

I afdelingen har der været en del ændringer i løbet af året. Foras og Aarhus United blev begge afnoteret i forbindelse med salg af virksomhederne. Kbh. Lufthavne har ligget som en investering uden for afdelingens benchmark gennem et års tid, fordi foreningen vurderede, at aktien stadigvæk havde et fornuftigt potentiale. Den er nu solgt ud af porteføljen. Afdelingen har endvidere taget en stor gevinst hjem på Parken Sport & Entertainment og solgt selskabet helt ud. DFDS og H+H er ligeledes blevet solgt ud, da foreningen vurderede, at henholdsvis olieprisen og det engelske bygemarked fortsat ville belaste de to selskabers indtjening.

Afdelingen har i året foretaget nyinvestering i TrygVesta, TK Development, Glunz & Jensen, GPV, Biomar og Harboe.

Dexia Invest Europæiske Ejendomsaktier

Afdelingens afkast blev i 2005 på 27,0%, hvilket er væsentligt højere end forventet primo 2005. Afkastudviklingen i afdelingen var på niveau med afdelingens benchmark, der gav et afkast på 27,1% i 2005. Foreningens ledelse finder afkastet tilfredsstillende.

På basis af årets indtjening i afdelingen indstiller bestyrelsen til den ordinære generalforsamling den 29. marts 2006, at der udloddes 15,25 kr. pr. andel i forbindelse med denne.

Afdelingens formue steg fra 100 mio. kr. primo året til 189 mio. kr. ultimo året, svarende til en stigning på 89%. Formuetilvæksten kan tilskrives såvel nytegningsaktivitet som det høje afkast.

Afdelingen investerer i aktier i udvalgte børsnoterede europæiske ejendomsselskaber, der primært indgår i aktieindekset GPR 250 Europe (20% UK).

Det europæiske ejendomsmarked har for 5. år i træk udviklet sig bedre end det generelle aktiemarked i Europa (MSCI Europa). De høje afkast hænger sammen med investorernes stigende interesse for nye aktivklasser og i særdeleshed for et alternativ til den lave forrentning i obligationsmarkedet. Efterspørgsel efter ejendomsaktier og direkte ejede ejendomme er kommet fra såvel private som institutionelle investorer.

I 2005 var det ejendomsselskaberne i Spanien og Sverige, som gav de højeste afkast, hvilket skyldtes, at disse lande begge oplevede høj økonomisk vækst.

I afdeling Europæiske Ejendomsaktier har de to spanske selskaber Metrovacesa og Colonial og de to svenske selskaber Kungleden og Wallenstam bidraget med de højeste afkast i 2005. I den anden ende af spektret lå et par af de mindre engelske selskaber.

I løbet af året har afdelingen taget gevinst hjem på de spanske og svenske selskaber. Dette har betydet, at afdelingen har reduceret andelen i disse lande til en undervægt på henholdsvis 3% og 2%. Endvidere er vægten i Finland blevet reduceret, og afdelingen har overvægtet positioner i Østrig og Frankrig.

Ejendomsselskaber i Østrig anses for værende defensive investeringer med et mindre, men mere stabilt forventet afkast. Historisk set stiger de østrigske ejendomsselskaber, når aktiemarkedet generelt falder. Det nye ved disse selskaber er, at de har øget deres eksponering i Østeuropa, hvor afkastet på ejendomsinvesteringer ofte er dobbelt så højt som i de vesteuropæiske lande. Foreningen forventer sig meget af de østrigske ejen-

Ledelsesberetning for 2005

domsselskaber, og positioner i Østrig indgår nu med ca. 15% af porteføljen.

Fremadrettet kunne det frygtes, at ejendomsmarkedet ville opleve en negativ korrektion, hvis renterne begyndte at stige. Historisk set har der ikke været nogen sammenhæng mellem hverken den korte eller den lange rente og ejendomsmarkedet. Ses der på Tyskland, er det værd at bemærke, at det lave renteniveau ikke har medført et stærkt ejendomsmarked, og derfor skønnes en stigende rente ikke nødvendigvis at have en negativ effekt på ejendomsmarkedet.

Derfor frygter foreningens ledelse ikke en længe-revarende negativ korrektion, hvis renterne begynder at stige moderat i 2006.

Omkostninger

Foreningens samlede omkostninger til administration, rådgivning og depotgebyrer mv. beløb sig i 2005 til 7.130 t.kr. fordelt med 4.864 t.kr. i afd. Danske Small Cap aktier og 2.266 t.kr. i afd. Europæiske Ejendomsaktier.

Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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

Forventninger til 2006

Foreningens forventning er, at økonomien i USA forbliver stærk, om end med aftagende vækstrate. Den amerikanske centralbank FED skønnes på denne baggrund at sætte den korte rente op med yderligere 0,25-0,50% hen over sommeren.

Som følge af bedre økonomiske nøgletal fra Europa ventes Den Europæiske Centralbank at hæve renten med 0,25% i foråret og igen med yderligere 0,25% hen over sommeren.

Væksten i Danmark ventes at fortsætte i samme tempo i 2006 som i 2005. De store stigninger i det danske aktiemarked og ejendomsprisernes udvikling bevirker, at de danske forbrugere ikke vurderes at ville nedsætte købelysten. Den rigelige likviditet samt fortsat sund indtjeningsudvikling i danske selskaber skønnes at understøtte markedet for danske aktier i 2006. Samlet over år 2006 forventer foreningen et afkast på 10-15% for markedet med danske aktier.

Vedrørende ejendomsaktier er foreningen lidt forsigtig med forventningerne til afkastet i 2006 og fastholder afkastmålet på 10-15%. Foreningen finder ikke mange selskaber i investeringsuniverset, der handler under indre værdi. Set over en bred kam er der dog stadigvæk plads til kursstigninger, men ikke på samme niveau som i de foregående år.

Forventningerne til den økonomiske udvikling er behæftet med en vis usikkerhed. En større stigning i energipriserne skønnes at få indflydelse på renten og den økonomiske vækst, ligesom fokus på ubalancerne i den amerikanske økonomi kan få dollaren til at falde med negative konsekvenser for den europæiske økonomiske vækst. Det kan endvidere heller ikke udelukkes, at de senere års kursstigninger vil forårsage perioder med gevinsthjemtagning med kursfald til følge i 2006.

For 2006 ventes således et afkast for foreningens afdelinger, der er noget lavere end afkastene opnået i 2005.

Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere mv.

Foreningen har indgået aftaler vedrørende bl.a. administration, depot samt rådgivning som de væsentligste områder.

Depotselskabsaftale

Foreningen har indgået aftale med Ringkjøbing Landbobank A/S om, at denne som depotselskab opbevarer værdipapirer og likvide midler for foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger mv. samt Finanstilsynets bestemmelser. Banken påtager sig de i lovgivningen fastlagte kontrolopgaver og forpligtigelser. Ringkjøbing Landbobank A/S varetager endvidere opgaven som foreningens aktieudstedende institut.

Rådgivningsaftale

Foreningen har indgået aftaler med Dexia Bank Denmark A/S om ydelse af investeringsrådgivning. Aftalerne indebærer, at Dexia Bank Denmark A/S yder rådgivning om transaktioner, der anses for fordelagtige som led i porteføljestyringen. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinier, som foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

Administrationsaftale

Foreningen har indgået aftale med Nykredit Portefølje Administration A/S om udførelse af for-

eningens administrative og investeringsmæssige opgaver samt varetagelse af direktionshvervet for foreningen. Administrationen af foreningen varetages i overensstemmelse med lov for investeringsforeninger og specialforeninger, foreningens vedtægter samt anvisninger fra foreningens bestyrelse.

Nykredit Portefølje Administration A/S fører endvidere foreningens aktiebog, hvori navnenoteringen af afdelingernes andel foretages.

Samarbejdsaftaler

For at styrke rådgivningen af medlemmerne samt markedsføringen har foreningen indgået samarbejdsaftaler med en række inden- og udenlandske pengeinstitutter, herunder Dexia Bank Denmark A/S. Aftalerne har til sigte at øge serviceringen af såvel eksisterende medlemmer som potentielle, nye investorer med henblik på at forbedre medlemstilfredsheden i foreningens afdelinger.

Bestyrelse

Som honorar til bestyrelsen for 2005 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et beløb på 64 t.kr.

Anvendt regnskabspraksis

Generelt

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv., Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber og Københavns Fondsbørs' regler. Årsrapporten er aflagt efter samme regnskabsprincipper som forrige år.

Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter såvel realiserede som periodiserede renter af kontant indestående i depotselskabet.

Udbytter omfatter de i regnskabsåret modtagne udbytter med eventuelt fradrag af den i udlandet tilbageholdte udbytteskat, som ikke kan refunderes.

Såvel realiserede som urealiserede kursavancer og -tab indgår i resultatopgørelsen. Realiserede kursavancer/-tab er opgjort som forskellen mellem afståelsessummen og anskaffelsessummen i årets løb for værdipapirer købt i året, eller værdien ved regnskabsårets begyndelse af papirer anskaffet i tidligere år. Urealiserede kursavancer/-tab er opgjort som forskellen mellem værdien ved regnskabsårets udløb og anskaffelsessummen i årets løb for værdipapirer købt i året, eller værdien ved regnskabsårets begyndelse af værdipapirer anskaffet i tidligere år. Handelsomkostninger, der kan henføres til transaktionen, er henholdsvis fratrukket salgsværdien, henholdsvis tillagt anskaffelsesværdien.

Administrationsomkostninger består af afdelingsdirekte omkostninger og andel af fællesomkostninger. Fællesomkostninger er i henhold til vedtægternes § 22, stk. 2 fordelt periodisk mellem afdelingerne i forhold til den enkelte afdelings formue. Afdelinger, der ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer en forholdsæssig andel af fællesomkostningerne.

Udlodning

I udloddende afdelinger udloddes de for regnskabsåret udlodningspligtige beløb efter fradrag af omkostninger i henhold til skattelovgivningen. I hovedtræk består det udlodningspligtige beløb dels af renteindtægter og aktieudbytter, samt kursgevinster på aktier, der har været ejet i mindre end 3 år, med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive afdelingers resultat til udlodning.

Balancen

Værdipapirbeholdningerne er optaget til de noterede børskurser på regnskabsårets sidste børsdag.

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

Nøgletal

Nøgletallene er beregnet ifølge Finanstilsynets bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Dog er nøgletallene Kurtage mv. i procent af gennemsnitsformue, Værdipapiriomsætning og Omsætningshastighed beregnet ifølge InvesteringsForeningsRådets vejledning.

Danske Small Cap aktier

Resultatopgørelse

i 1.000 kr.

<i>Note</i>		2005	2004
	Renter og udbytter		
1	Renter (netto)	113	43
2	Udbytter	10.281	2.164
	I alt renter og udbytter	10.394	2.207
	Kursgevinster og -tab		
	Kapitalandele	80.686	32.541
	I alt kursgevinster og -tab	80.686	32.541
	ORDINÆRT RESULTAT FØR OMKOSTNINGER MV.	91.080	34.748
3	Administrationsomkostninger	-4.864	-1.739
	ÅRETS NETTORESULTAT	86.216	33.009
	Formuebevægelser		
	Udlodningsregulering	-2.935	696
	Overført fra sidste år	53	291
	I alt formuebevægelser	-2.882	987
	Til disposition	83.334	33.996
4	Til rådighed for udlodning	10.164	1.455
	Foreslået udlodning	9.992	1.402
	Overført til udlodning næste år	172	53
	Overført til formuen	73.170	32.541

Danske Small Cap aktier

Balance pr. 31. december

i 1.000 kr.

<i>Note</i>	AKTIVER	2005	2004
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	5.189	15.306
	I alt likvide midler	5.189	15.306
	Kapitalandele		
5	Noterede danske aktier	230.849	150.719
6	Unoterede danske kapitalandele	3.200	1.026
	I alt kapitalandele	234.049	151.745
	Andre aktiver		
	Andre tilgodehavender	0	3
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	358
	I alt andre aktiver	0	361
	AKTIVER I ALT	239.238	167.412
	PASSIVER		
7	Medlemmernes formue	238.046	166.439
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.192	973
	I alt anden gæld	1.192	973
	PASSIVER I ALT	239.238	167.412

Danske Small Cap aktier

Noter til regnskabet

i 1.000 kr.

<i>Note</i>		2005	2004	
1 Renter (netto)				
Indestående i depotselskab		113	43	
I alt renter (netto)		113	43	
2 Udbytter				
Noterede danske aktier		10.281	2.160	
Unoterede danske aktier		0	4	
I alt udbytter		10.281	2.164	
3 Administrationsomkostninger	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	Adm. omk. i alt
Honorar til bestyrelse mv.	0	39	39	17
Honorar til revisorer	0	-2	-2	72
IT-omkostninger	20	23	43	13
Markedsføringsomkostninger	1.402	95	1.497	325
Gebyrer til depotselskab	105	0	105	83
Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	2.372	0	2.372	870
Øvrige omkostninger	785	25	810	359
I alt administrationsomkostninger	4.684	180	4.864	1.739
4 Til rådighed for udlodning				
Renter og udbytter		10.394	2.207	
Kursgevinst til udlodning		7.516	0	
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		-4.864	-1.739	
Udlodningsregulering		-2.935	696	
Udlodning overført fra sidste år		53	291	
I alt til rådighed for udlodning		10.164	1.455	

Danske Small Cap aktier

5 Noterede danske aktier

Papirnavn	Kurs	Markeds- værdi	Papirnavn	Kurs	Markeds- værdi
Østasiatiske Kompagni	594,00	11.583	Thrane & Thrane	244,00	2.367
Forstædernes Bank	688,00	8.015	D/S Torm	305,00	13.237
Ove Arkil Holding B	910,00	1.693	Ringkjøbing Landbobank	3.000,00	6.300
Amagerbanken	1.344,00	6.747	NKT Holding	289,00	14.609
Rias B	638,00	2.632	Codan	365,00	18.433
Nordicom	915,00	2.654	Roskilde Bank	992,00	6.944
Fionia Bank A/S	1.320,00	1.914	AMBU A/S	111,50	3.345
GPV Industri A/S	222,00	2.886	Vestjysk Bank	257,00	2.750
Biomar Holding A/S	137,00	2.740	MAX Bank	405,00	1.944
Bang & Olufsen B	648,00	13.025	Jyske Bank	309,50	4.643
Rockwool Intl. B	622,00	9.019	Sydbank	151,00	14.043
Monberg & Thorsen Hold.	468,00	1.966	Alm. Brand A/S	265,50	10.222
VT Holding B	254,00	281	Pharmexa	23,80	2.935
Auriga Industries B	190,50	8.668	Bavarian Nordic	476,00	2.559
Royal Unibrew A/S	532,00	3.325	Potagua FLS B	202,00	4.638
PER Aarsleff B	468,00	1.404	Trygvesta A/S	318,50	9.714
Glunz & Jensen B	83,00	490	Harboes Bryggeri A/S B	227,00	3.405
Nordisk Solar Co. B	563,00	6.756	ALK-Abello A/S	674,00	4.988
Schouw & Co	230,00	1.840			
TK Development	76,00	5.700			
D/S Norden	2.925,00	5.850			
Genmab A/S	135,00	4.590			
			Noterede danske aktier i alt		230.849

6 Unoterede danske aktier

Papirnavn	Kurs	Markeds- værdi
Refshaleøens Ejd.selskab	50,00	3.200
Unoterede danske aktier i alt		3.200

Danske Small Cap aktier

7. Medlemmernes formue	Andele (nom.)	Formueværdi
Medlemmernes formue (primo)	70.100	166.439
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser pr. 31.12		-1.402
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-329
Emissioner i året	23.050	59.975
Indløsninger i året	-24.240	-73.459
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		606
Udlodningsregulering		2.935
Overført til udlodning fra sidste år		-53
Overført til udlodning næste år		172
Foreslået udlodning		9.992
Overført fra resultatopgørelsen		73.170
I alt medlemmernes formue	68.910	238.046

Europæiske Ejendomsaktier

Resultatopgørelse

i 1.000 kr.

<i>Note</i>		2005	2004
	Renter og udbytter		
1	Renter (netto)	99	25
2	Udbytter	5.821	1.935
	I alt renter og udbytter	5.920	1.960
	Kursgevinster og -tab		
	Kapitalandele	29.483	12.300
	Øvrige aktiver/passiver	-55	-100
	I alt kursgevinster og -tab	29.428	12.200
	ORDINÆRT RESULTAT FØR OMKOSTNINGER MV.	35.348	14.160
3	Administrationsomkostninger	-2.266	-967
	ÅRETS NETTORESULTAT	33.082	13.193
	Formuebevægelser		
	Udlodningsregulering	2.372	413
	Overført fra sidste år	152	0
	I alt formuebevægelser	2.524	413
	Til disposition	35.606	13.606
4	Til rådighed for udlodning	17.913	1.307
	Foreslået udlodning	17.629	1.155
	Overført til udlodning næste år	284	152
	Overført til formuen	17.693	12.299

Europæiske Ejendomsaktier

Balance pr. 31. december

i 1.000 kr.

<i>Note</i>	AKTIVER	2005	2004
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	9.873	3.818
	I alt likvide midler	9.873	3.818
	Kapitalandele		
5	Noterede udenlandske aktier	180.561	96.455
	I alt kapitalandele	180.561	96.455
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	291	223
	Andre tilgodehavender	686	0
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	661
	I alt andre aktiver	977	884
	AKTIVER I ALT	191.411	101.157
	PASSIVER		
6	Medlemmernes formue	189.255	100.370
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	853	787
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.303	0
	I alt anden gæld	2.156	787
	PASSIVER I ALT	191.411	101.157

Europæiske Ejendomsaktier

Noter til regnskabet

i 1.000 kr.

<i>Note</i>		2005	2004
1	Renter (netto)		
	Indestående i depotselskab	99	25
	I alt renter (netto)	99	25
2	Udbytter		
	Noterede udenlandske aktier	6.307	2.094
	Ikke refunderbar udbytteskat	-486	-159
	I alt udbytter	5.821	1.935
3	Administrationsomkostninger		
		Afdelings-	Andel af
		direkte	fællesomk.
			Adm. omk. i alt
			Adm. omk. i alt
	Honorar til bestyrelse mv.	0	25
	Honorar til revisorer	0	1
	IT-omkostninger	17	14
	Markedsføringsomkostninger	323	39
	Gebyrer til depotselskab	170	0
	Andre omkostninger i.f.m. formueplejen	1.139	0
	Øvrige omkostninger	521	17
	I alt administrationsomkostninger	2.170	96
4	Til rådighed for udlodning		
	Renter og udbytter		5.234
	Kursgevinst til udlodning		12.421
	Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		-2.266
	Udlodningsregulering		2.372
	Udlodning overført fra sidste år		152
	I alt til rådighed for udlodning		17.913

Europæiske Ejendomsaktier

5 Noterede udenlandske aktier

Papirnavn	Kurs	Markeds- værdi	Papirnavn	Kurs	Markeds- værdi
CHF 479,7944					
Swiss Prime Site	60,50	1.451	Vastned Offices	22,60	1.854
Allreal Holding	116,00	1.403	Corio	45,90	2.910
Intershop Hldgs. -Bearer	240,00	345	Wereldhave	79,65	4.812
PSP Swiss Property	57,00	6.208	Rodamco Europe	70,30	12.270
			Nieuwe Steen Investments	20,48	7
EUR 745,8834			GBP 1085,5708		
CA Immobilien Anlagen	21,05	6	Great Portland Estates	429,50	671
Immoeast Immob. Anlagen	8,32	4.965	Grainger Trust	527,00	1.091
Meinl European Land	14,91	8.285	London Merchant Securities	243,00	845
Conwert Immobilien Invest	14,55	1.736	British Land Co	1.066,00	7.022
Immofinanz Immobilien Anla- ge	8,11	12.582	Brixton	432,50	906
Hamborner	30,00	2.014	Derwent Valley Holdings	1.441,00	760
Vivacon	28,59	2.559	Hammerson	1.022,00	3.883
IVG Immobilien	17,79	5.029	Workspace Group	310,00	673
Deutsche Wohnen	195,30	3.132	Minerva Plc.	273,75	223
Deutsche Euroshop	47,45	2.017	Liberty International	980,50	3.300
Inmobiliaria Colonoal	47,88	5.000	Quintain Estates & Dev	628,50	919
Metrovacesa	51,30	6.953	Shaftesbury	462,00	777
Citicon Oyj	3,11	951	Slough Estates Ord.	598,50	2.989
Sponda Oyj	7,95	1.127	Land Securities Group	1.663,00	10.282
Affine	88,85	1.723			
STE De La Tour Eiffel	74,50	5.001	SEK 79,4543		
Silic	78,05	1.106	Wallenstam Byggnads -B	93,50	1.449
Klepierre	79,30	8.281	Hufvudstaden AB A	52,00	1.318
Unibail	112,40	15.091	Castellum AB	286,00	1.704
Eurocastle Investment	18,50	1.932	Kungsleden AB	230,00	4.254
Aedes Spa	5,50	984	Fabege AB	151,50	3.166
Beni Stabili Spa	0,81	4.213	Wihlborgs Fastigheter AB	192,00	1.108
Risanamento SpA	3,79	1.979			
Eurocommercial Properties NV	29,02	1.889	Not. udenlandske aktier i alt		180.561
Vastned Retail	53,75	3.408			

6. Medlemmernes formue

	Andele (nom.)	Formueværdi
Medlemmernes formue (primo)	77.000	100.370
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser pr. 31.12		-1.155
Ændring i udbetalt udlodning på grund af emission/indløsning		-294
Emissioner i året	43.500	63.759
Indløsninger i året	-4.900	-6.782
Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		275
Udlodningsregulering		-2.372
Overført til udlodning fra sidste år		-152
Overført til udlodning næste år		284
Foreslået udlodning		17.629
Overført fra resultatopgørelsen		17.693
I alt medlemmernes formue	115.600	189.255

Udlodningernes skattemæssige fordeling

Afdeling	Indkomstår	Udlodning i kr. pr. stk.	Frie midler		Skattefri indkomst
			Aktie- indkomst	Kapital- indkomst	
Danske Small Cap aktier					
Udlodning	2002	7,75	7,52	0,23	0,00
Udlodning	2003	0,00	0,00	0,00	0,00
Udlodning	2004	0,00	0,00	0,00	0,00
Udlodning	2005	2,00	1,96	0,04	0,00
Udlodning	2006	14,50	8,52	5,98	0,00
Europæiske Ejendomsaktier					
Udlodning	2005	1,50	1,50	0,00	0,00
Udlodning	2006	15,25	5,13	10,12	0,00

Ved pensionsmidler beskattes udlodning og kursgevinst med 15% pensionsafkastskat. Pensionsafkast beregnes af depotbanken. Der skal ikke selvangives noget i denne sammenhæng.

Afdelingernes investeringsprofil ultimo 2005

Dexia Invest – Danske Small Cap aktier

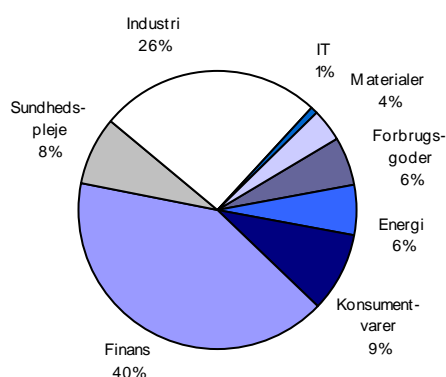
Afdelingens investeringsprofil

Afdelingen investerer primært i små og mellemstore selskaber, der ikke indgår i OMXC20-indekset. Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing.

Fem største beholdninger

Codan	8,0%
NKT	6,3%
Sydbank	6,1%
D/S TORM	5,7%
Bang & Olufsen Holding B	5,6%
	31,8%

Sektorfordeling



Dexia Invest – Europæiske Ejendomsaktier

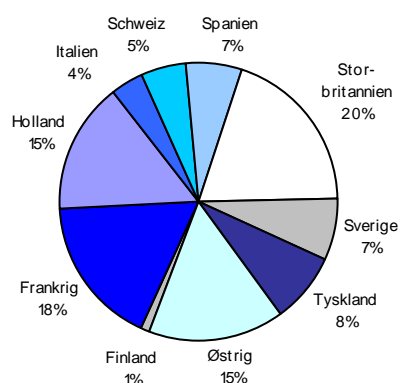
Afdelingens investeringsprofil

Afdelingen investerer primært i udvalgte børsnoterede europæiske ejendomsaktier, som er optaget i aktieindekset GPR 250 Europe (20% UK). Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing.

Fem største beholdninger

Unibail	8,4%
Immofinanz Immobil	7,0%
Rodamco Europe	6,9%
Land Securities	5,8%
Meinl European Land	4,6%
	32,8%

Landefordeling



Forklaring af nøgletal

Afkast i procent

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

Benchmarkafkast i %

Benchmarkafkastet beregnes som ændringen i kr. i det valgte markedsindeks for den pågældende afdeling i året.

Cirkulerende kapital

Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo året.

Indre værdi pr. andel

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

Sharpe ratio

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

Standardafvigelse

Standardafvigelse er et udtryk for udsving i afdelingens afkast eller benchmarkafkastet, og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en periode på 60 måneder.

Oversigt over ledelsens øvrige hverv

Bestyrelsen

Frank Poulsen, formand

Ingen øvrige hverv.

Jørgen Cramon

Bestyrelsesmedlem i

Bacher & Schilder A/S
Knud Nissen Holding A/S

Bent Nyløkke Jørgensen

Bestyrelsesmedlem i

Højgaard Holding A/S
BRF Holding A/S
JP/Politikens Hus A/S

Niels Pram Nielsen

Ingen øvrige hverv.

Jacob Saxild

Ingen øvrige hverv.

Direktionen

Tage Fabrin-Brasted, adm. direktør
Nykredit Portefølje Administration A/S

Øvrige tillidshverv: Ingen

Vagn List, direktør
Nykredit Portefølje Administration A/S

Øvrige tillidshverv: Ingen

Dexia Invest

**Investeringsforeningen
Dexia Invest
Otto Mønstedes Plads 9
1780 København V
Tlf. 33 75 92 00
www.dexiainvest.dk**