



INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE



Årsrapport 2006



# Årsrapport 2006

## Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

|   |    |
|---|----|
| Forord .....  | 4  |
| Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere .....                            | 6  |
| Carnegie WorldWides interesser .....                                      | 12 |
| 5 års nøgletal .....  | 14 |
| Bestyrelsens beretning for alle afdelinger .....                          | 18 |
| Valutapolitik .....   | 21 |
| Beretning om investeringsmarkederne 2006 .....                            | 22 |
| Forventninger til 2007 .....  | 24 |
| Ledelsespåtegning .....   | 26 |
| Revisionspåtegning .....  | 28 |
| Anvendt regnskabspraksis .....  | 30 |
| <b>Carnegie WorldWide/Globale Aktier</b> .....                            | 34 |
| Resultatopgørelse .....   | 37 |
| Balance .....   | 37 |
| Noter .....   | 38 |
| <b>Carnegie WorldWide/Europa</b> .....                                    | 40 |
| Resultatopgørelse .....   | 43 |
| Balance .....   | 43 |
| Noter .....   | 44 |
| <b>Carnegie WorldWide/Danske Aktier</b> .....                             | 46 |
| Resultatopgørelse .....   | 49 |
| Balance .....   | 49 |
| Noter .....   | 50 |
| <b>Carnegie WorldWide/Østeuropa</b> .....                                 | 52 |
| Resultatopgørelse .....   | 55 |
| Balance .....   | 55 |
| Noter .....   | 56 |
| <b>Carnegie WorldWide/Emerging Growth</b> .....                           | 58 |
| Resultatopgørelse .....   | 61 |
| Balance .....   | 61 |
| Noter .....   | 62 |
| <b>Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat</b> .....                | 64 |
| Resultatopgørelse .....   | 67 |
| Balance .....   | 67 |
| Noter .....   | 68 |
| <b>Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv &amp; Pension</b> ..... | 70 |
| Resultatopgørelse .....   | 74 |
| Balance .....   | 74 |
| Noter .....   | 75 |
| Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver .....                       | 78 |

## Forord

### Kære medlem,

#### Resultatet i 2006

Igen i år skabte alle foreningens aktieafdelinger et positivt afkast samtidig med, at 2006 blev et år præget af renteforhøjelser og større usikkerhed om konjunkturudviklingen i USA.

De enkelte afdelingers afkast i 2006 blev:

- afdeling Globale Aktier 12,6% mod indeks 7,3%
- afdeling Europa 21,3% mod indeks 19,5%
- afdeling Danske Aktier 28,7% mod indeks 31,3%
- afdeling Østeuropa 29,0% mod indeks 27,7%
- afdeling Emerging Growth 2,6% mod indeks 2,9%
- afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension 0,1% mod indeks 0,0%
- afdeling Danske Obligationer Privat 0,3%

Bestyrelsen finder overordnet set disse resultater tilfredsstillende og bemærker, at foreningens største afdeling, Globale Aktier, igen i år har præsteret et betydeligt merafkast i forhold til markedet – i 2006 blev merafkastet mere end 5%-point.

Omvendt var resultatet i de to obligationsafdelinger i absolutte termer lidt skuffende, da de stigende obligationsrenter gjorde det svært i dette investeringsunivers. Dette betød, at kurstabet som følge af rentestigningerne fjernede størstedelen af indtægterne fra den løbende rentetilskrivning.

Bestyrelsen noterer sig også, at vækstaktierne fortsat har det svært, hvilket betød, at investorerne i afdeling Emerging Growth fik et resultat, som er lavere end, hvad mange andre aktieinvesteringer gav i 2006. Bestyrelsen diskuterer løbende, om konceptet i afdeling Emerging Growth stadig er det rigtige. I slutningen af halvfemserne havde "value"-afdelinger (modsat vækstafdelinger) haft en lang periode med dårlige afkast for derefter at opleve en nu mere end seks års periode med gode afkast. Det er bestyrelsens holdning, at vækstaktier vil komme tilbage med gode afkast, timingen er dog vanskelig. Bestyrelsen holder derfor fast i afdelingens koncept, som dog stadig er for den tålmodige investor.

Bestyrelsen vurderer løbende kvaliteten af vores formueforvalters indsats, også i forhold til de omkostninger foreningen betaler for rådgivningen. I denne vurdering lægger bestyrelsen vægt på, at der kun er tre udbydere af globale aktieafdelinger i Danmark, som over det lange løb – 10 år eller mere – har været i stand til at skabe afkast, som er væsentligt over markedsgennemsnittet.

Carnegie WorldWide er én af disse tre.

Afdeling Globale Aktier har nu eksisteret i mere end 16 år, og afdelingen har i denne tid i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,3%. Dette er et årligt merafkast til medlemmerne på næsten 6%-point om året i forhold til markedsgennemsnittet. Og dette vel at mærke efter alle omkostninger.

#### Foreningen har nu 24.000 medlemmer

De positive afkast på aktiemarkederne de seneste år og særligt det gode merafkast, som afdeling Globale Aktier har skabt, kan nu ses på medlemstilgangen.

Foreningen har nu 24.000 medlemmer, og foreningens formue er i 2006 steget fra kr. 7,4 mia. i starten af året til kr. 11,4 mia. ved udgangen af året. Særligt afdeling Globale Aktier har oplevet stærk medlemstilgang, her er formuen steget fra kr. 4,3 mia. til kr. 7,3 mia. – en stigning på 70%.



De nye medlemmer er både private og institutionelle investorer.

Vi er naturligvis glade for denne stærke interesse og tillid til foreningens investeringsstrategi, som disse nye medlemmer viser.

## Valutapolitik

Carnegie WorldWide er en investeringsforening, som har mange af investeringerne placeret uden for Danmark. Dette betyder i sagens natur, at mange af investeringerne er forbundet med en valutarisiko. Dette blev særligt tydeligt i et år som 2006, hvor dollaren og yennen faldt mere end 10% over for danske kroner.

Bestyrelsen diskuterer løbende strategi og politik for valutakursrisikoen med foreningens formueforvalter. Den nuværende skattelovgivning for udloddende investeringsforeninger og asymmetriske regler sætter dog meget snævre grænser for mulighederne for at kurssikre mod valutakursudsving.

Det er derfor foreningens valutapolitik kun at sikre mod valutakursrisici, når vi har særlig stærk tiltro til udviklingen på en given valuta. Vi har beskrevet foreningens valutapolitik og de lovgivningsmæssige begrænsninger i et særligt afsnit på side 21 i denne årsrapport.

## Fund Governance retningslinier

InvesteringsForeningsRådet har udarbejdet et sæt Fund Governance anbefalinger særligt rettet mod investeringsforeninger. Disse blev gældende i 2006. Bestyrelsen og foreningens administrator har arbejdet med disse anbefalinger, og vi i Carnegie WorldWide følger disse anbefalinger til Fund Governance.

Vi vil også fremover arbejde med disse anbefalinger.

## Foreningen og samarbejdspartnere

Sidste år i årsrapporten valgte vi mere fyldigt at beskrive foreningens virke og dens samarbejdspartnere. Det er min fornemmelse, at dette blev rigtigt godt modtaget af medlemmerne, idet den særlige organisationsform investeringsforeninger har i Danmark godt kan være en smule indviklet. Da vi desuden har fået en del nye medlemmer i 2006, har vi valgt at tage denne beskrivelse af foreningen og vores samarbejdspartnere med igen i denne årsrapport for 2006. Jeg håber, at dette kan bibringe medlemmerne en stadigt større indsigt i de opgaver, foreningens samarbejdspartnere udfører.

Jeg vil gerne afslutningsvis takke vores vigtigste samarbejdspartner Carnegie Asset Administration A/S, som varetager den daglige ledelse af foreningen og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der rådgiver om vores investeringer, for et godt samarbejde også i 2006.

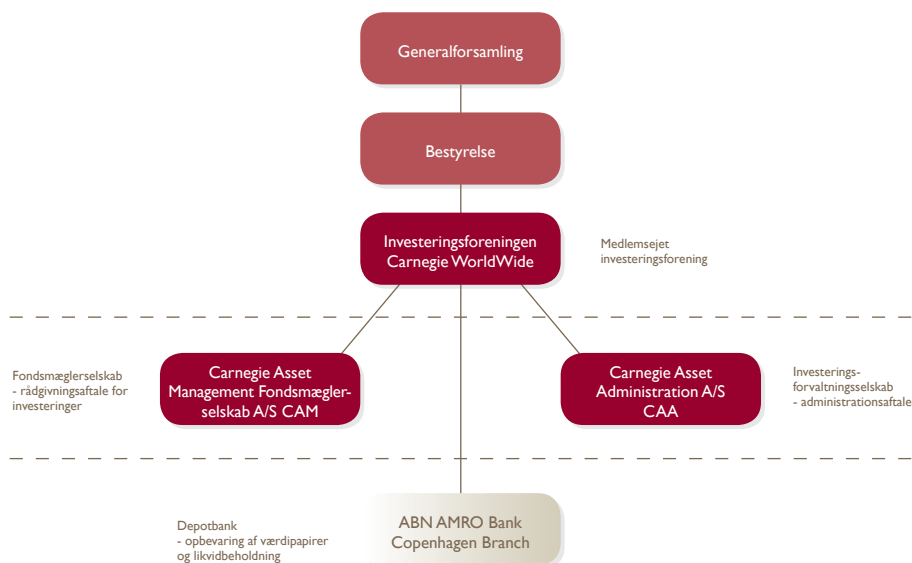
Jeg ønsker alle foreningens medlemmer et fortsat gunstigt investeringsår i 2007.

## Karsten Kielland

Formand

## Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere

Carnegie WorldWide blev etableret i 1990 for at give privatpersoner adgang til investerings-ekspertisen i Carnegie Asset Management.



### Investeringsforeningen Carnegie WorldWides historie

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

### Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver



Afdeling Globale Aktier blev introduceret ved stiftelsen og har således eksisteret i godt 16½ år. Siden blev afdeling Danske Aktier oprettet i oktober 1998 og afdeling Danske Obligationer i februar 1999. I december 2002 besluttede medlemmerne i søsterforeningen Carnegie WorldWide Emerging Growth at flytte foreningen til en selvstændig afdeling under Carnegie WorldWide. Finanstilsynet gav deres tilladelse til overflytningen med virkning fra starten af 2003. Tilsvarende besluttede medlemmerne i søsterforeningen Carnegie Østeuropa i april 2004 at flytte foreningen til en selvstændig afdeling under Carnegie WorldWide. Finanstilsynet gav tilladelse til dette med virkning fra starten af 2004. I løbet af 2005 besluttede bestyrelsen for Carnegie WorldWide at oprette to nye afdelinger, afdeling Europa, som blev stiftet i februar, og afdeling Danske Obligationer Privat, som blev stiftet i maj. I 2006 oprettede bestyrelsen afdeling Asien. Da denne afdeling kun har eksisteret siden december 2006 slutter afdelingens første regnskabsår først ultimo 2007, hvorfor denne afdeling ikke indgår i årsrapporten for 2006.

### Generalforsamling

Generalforsamlingen er foreningens øverste myndighed. På generalforsamlingen vælges en bestyrelse til at varetage medlemmernes interesser.

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes hvert år inden udgangen af april måned typisk i København. Generalforsamlingen indkaldes 2-4 uger forinden. Eventuelle forslag til dagsorden fra medlemmerne skal være indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar. Foreningen udsender indkaldelse og dagsorden til alle navnenoterede medlemmer, og årsrapporten til alle, som har udtrykt ønske om dette. Dagsorden, de fuldstændige forslag, samt årsrapporten med tilhørende revisionsberetning er tilgængelige på foreningens kontor.

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

### Bestyrelsen varetager foreningens interesser

Bestyrelsen skal ifølge foreningens vedtægter bestå af tre til fem medlemmer. Bestyrelsen består i dag af fem medlemmer: **Karsten Kielland, Jutta af Rosenborg, Jens Høiberg, Jens Ole Jensen og Jens Christian Lorenzen.**





Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2006 har bestyrelsen afholdt i alt syv bestyrelsesmøder, hvoraf tre af disse blev afholdt som telefonmøde. Herudover afholder bestyrelsen fast ét årligt bestyrelsesseminar. Direktionen for investeringsforvaltningsselskabet og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder – investeringsrådgiveren dog kun når diskussionerne vedrører investeringerne.

Bestyrelsen har valgt **Karsten Kielland** som formand. Han er til daglig advokat i advokatfirmaet Accura. Karsten Kielland bruger en stor del af sin arbejdstid på netop bestyrelsesarbejde, og han tilføjer dermed bestyrelsen en god erfaring vedrørende det praktiske bestyrelsesarbejde og juridiske problemstillinger. **Jutta af Rosenberg** er økonomidirektør i medicinalfirmaet ALK-Abelló A/S og tilføjer bestyrelsen dels en høj regnskabsmæssig forståelse, dels en indsigt i hvordan en virksomhed udvikler sig i vækstfasen. **Jens Høiberg** tilføjer bestyrelsen ekspertise inden for obligationer og makroøkonomi, idet Jens Høiberg er makroøkonomisk rådgiver for pensionskasser og fonde i Europa og endvidere selv styrer porteføljer i europæiske statsobligationer. Han har blandt andet et doktorat i økonomi fra EUI, Firenze, Italien, der er EU's doktorale og post-doktorale forskningsinstitut. **Jens Ole Jensen** er underdirektør i Auriga A/S og tilføjer indsigt i de praktiske udfordringer og problemstillinger, virksomheder står over for. Endelig er **Jens Christian Lorenzen** direktør i Otto Mønsted A/S, som er et investeringselskab, der bl.a. investerer i både børsnoterede og unoterede virksomheder, herunder foretager aktive investeringer i såvel mindre som mere modne selskaber. Jens Christian Lorenzen har en bred erfaring med bestyrelsesarbejde og analyse af virksomheder.

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

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

#### **Bestyrelsens arbejde i overskrifter**

- sikre at administrationen fungerer betryggende og er i overensstemmelse med lovgivningen
- udarbejde skriftlige retningslinier for direktionen i CAA
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver
- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- evaluere foreningens produktudbud
- evaluere rådgiver, administrator og dennes direktion

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

Bestyrelsen har indgået en rådgivningsaftale med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CAM). CAM 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 Carnegie WorldWide udfører CAM også porteføljestyring for udenlandske fonde og stiftelser, danske pensionskasser, livsforsikringsselskaber, danske børsnoterede selskaber samt danske og udenlandske privatpersoner og selskaber. CAM's overordnede investeringsmålsætning er en langsigtet, stabil formuevækst under lav risiko. CAM er et helejet datterselskab i Carnegie-gruppen. Carnegie er en uaf-

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



hængig nordisk investeringsbank, og det svenske moderselskab, D. Carnegie & Co AB, er noteret på OMX Stockholmsbørsen.

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

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

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

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

- administration og placering af foreningens formue
- førelse af bogholderi for hver afdeling
- daglig værdiopgørelse og løbende overvågning hen over dagen
- udarbejdelse af halvårs- og årsrapport
- udarbejde prospekter
- rapportering til foreningens bestyrelse
- forestå afholdelse af bestyrelsesmøder
- markedsføring og annoncering
- udvikling og vedligeholdelse af foreningens hjemmeside
- skriftlig og mundtlig kommunikation med medlemmerne
- rapportering og kontakt til Finanstilsynet og OMX Københavns Fondsbørs

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

Carnegie WorldWide har indgået en depotaftale med ABN AMRO Bank om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvide midler. Depotbanken er uafhængig, hvorved det sikres, at foreningens værdipapirer, 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 mar-

### Investeringsmøde med porteføljeforvalterne fra Carnegie Asset Management



keder, foreningen investerer på, således at foreningen opnår en tryk opbevaring af foreningens værdipapirer. Endelig sørger depotbanken blandt andet for den fysiske afvikling af handlerne, udstedelse og indløsning af andele i de enkelte afdelinger samt hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

#### **Omkostninger**

Foreningen har udlisteret den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for disse ydelser. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. for aktieafdelingerne, og 0,4% p.a. for obligationsafdelinger. Denne faste betaling dækker stort set alle foreningens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsrapport.

### **Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere**

Foreningen har som nævnt overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for dette arbejde. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. for aktieafdelingerne, og 0,4% p.a. for obligationsafdelingerne. Denne faste betaling, som de enkelte afdelinger betaler, dækker stort set alle foreningens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsrapport. De eneste omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til OMX Københavns Fondsbørs samt få andre mindre poster. Alle andre omkostninger affholdes 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 CAA.

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

I denne forbindelse finder bestyrelsen det interessant, at kun tre udbydere af globale aktieafdelinger i Danmark over det lange løb – 10 år eller mere – har været i stand til at skabe afkast, som er væsentlig over markedsgennemsnittet. Carnegie WorldWide er én af disse tre. Afdeling Globale Aktier har eksisteret i mere end 16 år, og afdelingen har i denne tid i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,3%. Dette er et årligt merafkast til medlemmerne på næsten 6% om året i forhold til markedsgennemsnittet. Og dette efter at alle omkostningerne er betalt. På denne baggrund finder bestyrelsen betalingen på 1,5% p.a. rimelig og konkurrencedygtig.

Bestyrelsen vurderer naturligvis også udviklingen på kortere tidshorisonter som et år og tre år. Her er det glædeligt at se, at afdeling Globale Aktier også på de kortere tidshorisonter har skabt gode konkurrencedygtige afkast, hvor merafkastet i 2006 var 5,3%-point, og målt på tre år har merafkastet til medlemmerne i gennemsnit været 8,5% p.a.

### **Fakta om Carnegie WorldWide**

Carnegie WorldWides otte afdelinger er udloddende, dvs. hver afdeling er skattefri, men til gengæld pligtig til at udbetale en del af årets afkast i den enkelte afdeling som udbytte til medlemmerne. Udlodningen fra Carnegie WorldWides afdelinger beskattes hos investor i forhold til de enkelte indkomstkompone nter i afdelingerne. Aktieafdelingerne tilstræber kursgevinster frem for udbyttebetaling.

Udlodningen i aktieafdelinger omfatter renter og udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier ejet i mindre end tre år udregnet efter fradrag af administrationsomkostninger. I obligationsafdelingerne omfatter udlodningen de i regnskabsåret indtjente renter og realiserede nettokursgevinster på obligationer med fradrag af administrationsomkostninger.

I de to obligationsafdelinger kan bestyrelsen vælge at foretage udlodning to gange årligt, således at der på grundlag af afdelingernes indtjente renter med fradrag af afdelingens administrationsomkostninger i første halvår udbetales et acontoudbytte i september/oktober. Efter den ordinære generalforsamling det følgende år, hvor årsrapporten samt størrelsen af det samlede udbytte for regnskabsåret godkendes, udbetales et restudbytte, beregnet som regnskabsårets

#### Medlemsrettigheder

- Ethvert medlem af foreningen har ret til at deltage i generalforsamlingen, når man senest tre hverdage forinden har afhentet adgangskort på foreningens kontor.
- Stemmeret kan kun udøves for de andele, som mindst fire uger forud for generalforsamlingen er noteret på navn i foreningens bøger.
- De beføjelser, der udøves af foreningens generalforsamling, tilkommer en afdelings medlemmer for så vidt angår godkendelse af afdelingens årsrapport, ændring af vedtægternes regler for anbringelse af afdelingens formue og afdelingens opløsning, fusion og spaltning.
- Ethvert medlem har én stemme pr. andel.
- Ethvert medlem 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.

ordinære udbytte med fradrag af det udbetalte acontoudbytte. Eventuelle realiserede nettokursgevinster kan ikke indgå i acontoudbyttet i henhold til vedtægterne.

Carnegie WorldWide er omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og er dermed underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Registreringsnummeret er FT 11057. Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsForeningsRådet.

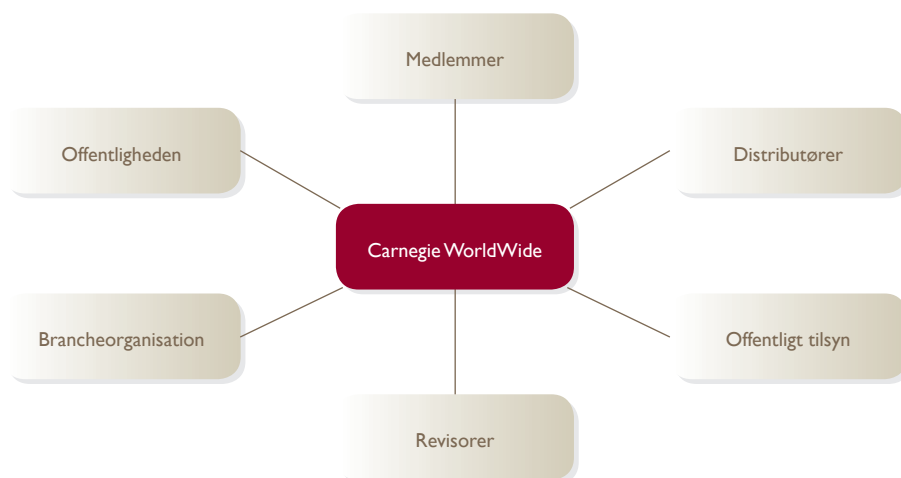
#### Informationer fra Carnegie WorldWide

Med lanceringen af den nye markedsplads specielt for investeringsforeninger er syv af Carnegie WorldWides otte afdelinger nu børsnoteret og kursnoteres dagligt på OMX Københavns Fondsbørs. Afdeling Asien er ikke børsnoteret.

Foreningen lægger stor vægt på åbenhed i kommunikationen med medlemmerne og andre interessenter. I den skriftlige kommunikation lægger vi høj vægt på grundigt at forklare foreningens grundlæggende investeringsfilosofi, investeringsstrategien i de enkelte afdelinger, porteføljeomlægninger samt anden væsentlig information. Foreningen udgiver derfor en grundig kvartalsorientering, som automatisk udsendes til alle navnenoterede medlemmer. 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 omfattende gennemgang af hele året samt forventningerne for det kommende år.

Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk) skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her. Det er desuden muligt via hjemmesiden at tilmelde sig en elektronisk nyhedstjeneste.

## Carnegie WorldWides interessenter



### Medlemmer

Foreningen har ca. 18.500 navnenoterede medlemmer. Derudover er en række medlemmer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede medlemstal inklusive ikke-navnenoterede medlemmer er ca. 24.000.

#### Distributører

CAM har i dag indgået ca. 15 betydende samarbejdsaftaler med pengeinstitutter og unit link-selskaber for at forbedre eksisterende og nye medlemmers indsigt i Carnegie WorldWide. Medlemmerne får herved et bedre beslutningsgrundlag for deres investeringsbeslutning. CAM kræver, at samarbejdspartneren yder en synlig informations- og markedsføringsindsats. Det er CAM, som betaler provision for rådgivningen til samarbejdspartneren. Carnegie WorldWide har ingen udgifter herved.

### Distributører

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

CAM har i dag indgået ca. 15 betydende samarbejdsaftaler med primært pengeinstitutter og unit link-selskaber. Unit link-selskaber giver pensionsopparere adgang til selv at investere deres pensionsmidler i eksempelvis investeringsforeninger. Når CAM har indgået en aftale med et unit link-selskab, bliver det dermed muligt for pensionsoppareren at investere pensionsmidlerne i Carnegie WorldWide. Samarbejdsaftaler med pengeinstitutter betyder, at disse pengeinstitutter uddanner deres investeringsrådgivere om Carnegie WorldWides afdelinger, således at eksisterende og nye medlemmer kan få rådgivning om foreningens produkter i pengeinstitutternes filialer.

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

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

CAM foretager typisk en kvartalsvis evaluering af alle eksisterende samarbejdsaftaler, herunder af aktiviteter, volumen, kommunikations- og markedsføringssupport samt vilkår for samarbejdet. Det er målsætningen at være i telefonisk kontakt med alle samarbejdspartnere hvert kvartal samt at mødes minimum én gang om året. Desuden er det CAM's målsætning at afholde et årligt investeringsseminar for alle samarbejdspartnere, hvor afdelingernes investeringspolitik og strategi gennemgås.

### Offentligt tilsyn

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

#### Revisorer

Revisor evaluerer årsrapporten 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 i dag én revisor. Dette er Grant Thornton, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab. Revisoren evaluerer årsrapporten 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

Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsForeningsRådet. På deres hjemmeside [www.ifr.dk](http://www.ifr.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 medlemmerne og den øvrige offentlighed. Foreningen udgiver en grundig kvartalsorientering samt en årsrapport, der indeholder en omfattende 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.

## 5 års nøgletal

### Carnegie WorldWide/Globale Aktier

| Nøgletal  | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      | 2002       |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | 732.742   | 1.223.518 | 317.980   | 269.848   | -1.283.946 |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 7.256.484 | 4.323.017 | 3.280.729 | 3.486.561 | 3.196.708  |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 1.408.761 | 939.822   | 988.168   | 1.139.023 | 1.133.328  |
| Indre værdi                                       | 515,10    | 459,98    | 332,00    | 306,10    | 282,06     |
| Officiel kurs                                     | 512,06    | 466,23    | 328,90    | 304,48    | 280,75     |
| Udlodning pr. andel                               | 3,00      | 2,75      | 2,75      | 3,50      | 0,00       |
| Årets afkast i procent                            | 12,6      | 39,7      | 9,6       | 8,5       | -28,8      |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | 7,3       | 26,5      | 6,4       | 10,9      | -32,5      |
| Omkostningsprocent                                | 1,5       | 1,5       | 1,6       | 1,6       | 1,6        |

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner.

### Carnegie WorldWide/Europa

| Nøgletal  | 2006    | 2005              |
|---|---------|-------------------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | 103.412 | 45.915            |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 658.544 | 404.956           |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 447.588 | 327.948           |
| Indre værdi                                       | 147,13  | 123,48            |
| Officiel kurs                                     | 149,80  | 125,28            |
| Udlodning pr. andel                               | 8,50    | 2,50              |
| Årets afkast i procent                            | 21,3    | 23,5              |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | 19,5    | 17,9              |
| Omkostningsprocent                                | 1,6     | 1,3 <sup>3)</sup> |

Afdelingen er startet den 23. maj 2005, og alle angivne nøgletal for 2005 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner.

3) Afdelingen er startet i maj, hvorfor omkostningsprocenten er lavere, end hvis afdelingen havde eksisteret et helt år.

### Carnegie WorldWide/Danske Aktier

| Nøgletal  | 2006    | 2005    | 2004    | 2003    | 2002     |
|---|---------|---------|---------|---------|----------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | 142.213 | 217.148 | 92.363  | 124.588 | -104.074 |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 594.940 | 571.177 | 454.854 | 433.188 | 338.716  |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 226.901 | 239.893 | 291.725 | 339.406 | 366.646  |
| Indre værdi                                       | 262,20  | 238,10  | 155,92  | 127,63  | 92,38    |
| Officiel kurs                                     | 261,65  | 238,78  | 155,02  | 128,37  | 91,83    |
| Udlodning pr. andel                               | 40,25   | 38,75   | 0,00    | 0,00    | 0,00     |
| Årets afkast i procent                            | 28,7    | 52,7    | 22,2    | 38,2    | -24,2    |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | 31,3    | 45,4    | 28,5    | 30,0    | -21,4    |
| Omkostningsprocent                                | 1,6     | 1,6     | 1,6     | 1,6     | 1,6      |

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er OMX Cph. cap-indeks inklusive udbytter.

### Carnegie WorldWide/Østeuropa

| Nøgletal  | 2006      | 2005      | 2004    | 2003    | 2002    |
|---|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | 469.704   | 634.455   | 191.953 | 83.224  | 5.242   |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 2.005.578 | 1.749.079 | 826.801 | 475.519 | 369.177 |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 464.888   | 504.387   | 391.701 | 294.732 | 278.353 |
| Indre værdi                                       | 431,41    | 346,77    | 211,08  | 161,34  | 132,63  |
| Officiel kurs                                     | 431,64    | 352,30    | 213,50  | 159,85  | 134,10  |
| Udlodning pr. andel                               | 32,00     | 14,75     | 3,75    | 7,25    | 1,00    |
| Årets afkast i procent                            | 29,0      | 67,0      | 35,8    | 22,6    | 2,1     |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | 27,7      | 63,5      | 36,1    | 28,8    | -1,0    |
| Omkostningsprocent                                | 1,7       | 1,7       | 1,9     | 1,9     | 1,9     |

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark består p.t. af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive geninvesterede netto-udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Emerging Growth

| Nøgletal  | 2006    | 2005    | 2004    | 2003    | 2002     |
|---|---------|---------|---------|---------|----------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | 2.591   | 23.017  | 10.642  | 25.063  | -107.874 |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 143.556 | 166.988 | 162.329 | 150.435 | 139.564  |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 267.414 | 319.144 | 358.784 | 357.312 | 394.361  |
| Indre værdi                                       | 53,68   | 52,32   | 45,24   | 42,10   | 35,39    |
| Officiel kurs                                     | 53,13   | 51,79   | 44,06   | 42,10   | 35,65    |
| Udlodning pr. andel                               | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00    | 0,00     |
| Årets afkast i procent                            | 2,6     | 15,6    | 7,5     | 19,0    | -42,7    |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | 2,9     | 26,4    | 2,8     | 6,8     | -        |
| Omkostningsprocent                                | 2,0     | 2,0     | 2,0     | 1,9     | 2,3      |

Afdelingen ændrede investeringskoncept ultimo maj 2002 og havde inden dette tidspunkt ikke noget benchmark.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals globale vækstindeks inklusive udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat

| Nøgletal  | 2006   | 2005              |
|---|--------|-------------------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | 212    | 110               |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 74.555 | 82.955            |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 74.977 | 82.852            |
| Indre værdi                                       | 99,44  | 100,13            |
| Officiel kurs                                     | 100,28 | 100,83            |
| Udlodning pr. andel                               | 2,00   | 0,00              |
| Årets afkast i procent                            | 0,32   | 0,13              |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | -      | -                 |
| Omkostningsprocent                                | 0,5    | 0,2 <sup>3)</sup> |

Afdelingen er startet den 11. oktober 2005, og alle opgivne nøgletal fra 2005 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Afdelingen har ikke noget benchmark.

3) Afdelingen er startet i oktober, hvorfor omkostningsprocenten er lavere, end hvis afdelingen havde eksisteret et helt år.

## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv &amp; Pension

| Nøgletal  | 2006    | 2005    | 2004    | 2003    | 2002    |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Årets nettoresultat (1.000 kr.)                   | -74     | 8.624   | 15.558  | 11.368  | 23.988  |
| Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>                  | 138.601 | 150.376 | 250.910 | 234.108 | 257.608 |
| Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)              | 138.774 | 144.417 | 234.848 | 218.940 | 239.943 |
| Indre værdi                                       | 99,88   | 104,13  | 106,84  | 106,93  | 107,36  |
| Officiel kurs                                     | 100,62  | 104,88  | 107,59  | 106,72  | 108,01  |
| Udlodning pr. andel                               | 3,50    | 4,25    | 8,75    | 7,00    | 5,50    |
| Årets afkast i procent                            | 0,11    | 3,90    | 6,75    | 4,62    | 9,13    |
| Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent | 0,01    | 5,08    | 7,29    | 4,55    | 9,64    |
| Omkostningsprocent                                | 0,4     | 0,5     | 0,5     | 0,5     | 0,5     |

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er J.P.Morgans obligationsindeks for danske obligationer.

## Risikoeksponering – målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

| Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste | 3 år | 5 år | 7 år | 10 år |
|---|------|------|------|-------|
| Carnegie WorldWide/Globale Aktier                   | 10,5 | 14,1 | 15,9 | 18,5  |
| Benchmark <sup>1)</sup>                             | 7,5  | 14,3 | 15,7 | 17,1  |
| Carnegie WorldWide/Østeuropa                        | 19,4 | 19,3 | 21,6 | 28,8  |
| Benchmark <sup>2)</sup>                             | 21,0 | 22,7 | 25,8 | 20,5  |
| Carnegie WorldWide/Danske Aktier                    | 11,4 | 17,3 | 19,8 |       |
| Benchmark <sup>3)</sup>                             | 9,8  | 15,2 | 16,4 |       |
| Carnegie WorldWide/Danske Obligationer E&P          | 2,6  | 2,6  | 2,6  |       |
| Benchmark <sup>4)</sup>                             | 2,6  | 2,9  | 2,9  |       |
| Carnegie WorldWide/Emerging Growth                  | 14,6 |      |      |       |
| Benchmark <sup>5)</sup>                             | 8,1  |      |      |       |

| Sharpe Ratio opgjort de seneste            | 3 år | 5 år | 7 år | 10 år |
|--|------|------|------|-------|
| Carnegie WorldWide/Globale Aktier          | 1,5  | 0,2  | -0,1 | 0,5   |
| Benchmark <sup>1)</sup>                    | 1,3  | -0,1 | -0,3 | 0,2   |
| Carnegie WorldWide/Østeuropa               | 1,7  | 1,2  | 0,7  | 0,4   |
| Benchmark <sup>2)</sup>                    | 1,5  | 1,0  | 0,6  | 0,3   |
| Carnegie WorldWide/Danske Aktier           | 2,4  | 0,9  | 0,5  |       |
| Benchmark <sup>3)</sup>                    | 2,8  | 1,0  | 0,6  |       |
| Carnegie WorldWide/Danske Obligationer E&P | 0,4  | 0,8  | 0,8  |       |
| Benchmark <sup>4)</sup>                    | 0,6  | 0,9  | 0,8  |       |
| Carnegie WorldWide/Emerging Growth         | 0,4  |      |      |       |
| Benchmark <sup>5)</sup>                    | 0,9  |      |      |       |

- 1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner.
- 2) Benchmark består p.t. af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive geninvesterede netto-udbytter i danske kroner.
- 3) Benchmark er OMX Cph. Cap-indekset. Før 1. januar 2004 var det KAX Totalindeks ekskl. udbytter.
- 4) Benchmark er J.P.Morgans obligationsindeks for danske obligationer.
- 5) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals globale vækstindeks 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. Derfor er der ikke oplyst tal for afdeling Europa og afdeling Danske Obligationer Privat. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra InvesteringsForeningsRådet.

Standardafvigelse, der også kaldes volatilitet, er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større standardafvigelse desto større udsving i det historiske afkast.

For eksempel har det gennemsnitlige afkast i de seneste 10 år af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers levetid været 13,1% p.a. Med en standardafvigelse på 18,5% p.a. betyder det, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 18,5%.

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. Dermed kan nøgletallet Sharpe Ratio bruges til at sammenligne investeringer med forskellige risikoeksponeringer. Jo større Sharpe Ratio desto bedre.





# Bestyrelsens beretning for alle afdelinger

## Positive afkast for alle afdelinger igen i 2006

På trods af et år præget af renteforhøjelser og større usikkerhed om konjunkturudviklingen i USA skabte foreningens aktieafdelinger pæne afkast i 2006 både absolut og i forhold til markedsgennemsnittene. De stigende obligationsrenter skabte modvind for obligationsinvesteringer, så det blev kun til et lille plus til obligationsafdelingerne.

## Resultater og udbytter 2006

| Afdeling                   | Afkast | Benchmark | Omkostningsprocent | Merafkast efter omkostninger i %-point | Udbytte pr. andel | Heraf kapitalindkomst | Heraf aktieindkomst | Heraf skattefri indkomst | Selskabsandel 66%* |
|----------------------------|--------|-----------|--------------------|--|-------------------|-----------------------|---------------------|--------------------------|--------------------|
| Globale Aktier             | 12,6%  | 7,3%      | 1,5%               | 5,3%                                   | 3,00 kr.          | 0,11 kr.              | 2,89 kr.            | -                        | 2,89 kr.           |
| Europa                     | 21,3%  | 19,5%     | 1,6%               | 1,8%                                   | 8,50 kr.          | 0,22 kr.              | 8,28 kr.            | -                        | 2,26 kr.           |
| Danske Aktier              | 28,7%  | 31,3%     | 1,6%               | -2,6%                                  | 40,25 kr.         | 0,37 kr.              | 39,88 kr.           | -                        | 3,60 kr.           |
| Østeuropa                  | 29,0%  | 27,7%     | 1,7%               | 1,3%                                   | 32,00 kr.         | 0,19 kr.              | 31,81 kr.           | -                        | 3,38 kr.           |
| Emerging Growth            | 2,6%   | 2,9%      | 2,0%               | -0,3%                                  | 0 kr.             | -                     | -                   | -                        | -                  |
| Danske Obligationer Privat | 0,32%  | -         | 0,5%               | -                                      | 2,00 kr.          | 2,00 kr.              | -                   | -                        | -                  |
| Danske Obligationer E&P    | 0,11%  | 0,01%     | 0,4%               | 0,10%                                  | 3,50 kr.          | 3,47 kr.              | -                   | 0,03 kr.                 | -                  |

\*Kr. pr. andel som stammer fra aktieudbytter, og som for virksomheder medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

### Tilfredsstillende 2006

Bestyrelsen anser foreningens resultat i 2006 generelt for tilfredsstillende. Afdeling Globale Aktier, Europa, Østeuropa og Danske Obligationer E&P opfyldte målsætningen om at skabe merafkast, og særligt afdeling Globale Aktier med et merafkast på 5,3%-point, anser bestyrelsen for meget tilfredsstillende.

Afdelingernes afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen ovenfor. Bestyrelsen anser foreningens resultat i 2006 generelt for tilfredsstillende. Afdeling Danske Aktier og Østeuropa gav knap 30% i afkast, mens afdeling Europa gav lige over 20%. Afdeling Globale Aktier steg næsten 13%. Afdeling Emerging Growth havde det svært med et afkast på knap 3%. Afdeling Globale Aktier, Europa og Østeuropa opfyldte målsætningen om at skabe merafkast, og særligt afdeling Globale Aktier med et merafkast på 5,3%-point, anser bestyrelsen for meget tilfredsstillende.

Bestyrelsen noterer sig, at vækstaktierne fortsat har det svært, hvilket gav et lavt og mindre tilfredsstillende resultat i afdeling Emerging Growth. Bestyrelsen diskuterer løbende om konceptet i afdeling Emerging Growth stadig er det rigtige. I slutningen af halvfemserne havde "value"-afdelinger (modsat vækstafdelinger) haft en lang periode med dårlige afkast for derefter at opleve en nu mere end seks års periode med gode afkast. Det er bestyrelsen holdning, at vækstaktier vil komme tilbage med gode afkast, timingen er dog vanskelig. Bestyrelsen holder derfor fast i afdelingens koncept, som dog stadig er for den tålmodige investor.

De to obligationsafdelinger gav resultater tæt på nul, hvilket isoleret set er skuffende, men i et år med stigende obligationsrenter er resultatet på linie med obligationsmarkedets gennemsnit.

## Resultaterne i de enkelte afdelinger

Bestyrelsens forslag til resultatdisponering fremgår i forlængelse af de enkelte afdelingers resultatopgørelse, hvortil der henvises.

### Afdeling Globale Aktier

Afdeling Globale Aktier gav i 2006 et afkast på 12,6%. Bestyrelsen finder resultatet meget tilfredsstillende, idet resultatet var 5,3%-point bedre end indekset. Afdeling Globale Aktier er blandt de bedste investeringsforeninger med globale aktier målt både på kortere og længere tidshorisonter. Afdelingen har siden starten i 1990 i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,3%. Det globale aktiemarked har i gennemsnit i samme periode givet et årligt afkast på 7,5%.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 3,00 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 2,89 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,11 kr. pr. andel som

kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,89 kr. pr. andel ud af de 3,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### **Afdeling Europa**

Afdeling Europa skabte i 2006 et resultat på 21,3%. Afkastet kan sammenlignes med de europæiske aktiemarkeder, der steg med 19,5% målt ved Morgan Stanleys europæiske aktieindeks. Bestyrelsen finder resultatet tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 8,50 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 8,28 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,22 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,26 kr. pr. andel ud af de 8,50 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### **Afdeling Danske Aktier**

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 28,7% i 2006. Dette var 2,6%-point dårligere end afdelingens benchmark, OMX Cph. Cap inklusive udbytter. Bestyrelsen finder afdelingens absolutte resultat tilfredsstillende, om end årets resultat i forhold til indekset er mindre tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 40,25 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 39,88 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,37 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,60 kr. pr. andel ud af de 40,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### **Afdeling Østeuropa**

Afdelingen gav i 2006 29,0% i afkast mod benchmark på 27,7%. Bestyrelsen finder resultatet tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 32,00 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 31,81 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,19 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,38 kr. pr. andel ud af de 32,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### **Afdeling Emerging Growth**

Afdelingens indre værdi steg 2,6% i 2006, hvilket er lavere end afkastet på det brede verdensindeks, som gav 7,3%. Vækstaktierne havde det svært, hvilket kan ses af, at afdelingens benchmark, Morgan Stanleys globale vækstindeks, kun steg 2,9%, altså på linie med afdelingens afkast. Sammenlignet med benchmark er resultatet tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2006.

#### **Afdeling Danske Obligationer Privat**

Afdelingen gav i 2006 et afkast på 0,32%, hvilket bestyrelsen finder tilfredsstillende i et år, hvor stigende obligationsrenter trækker afkastet ned.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen, at afdeling Danske Obligationer Privat for regnskabsåret 2006 udbetaler 2,00 kr. pr. andel i udbytte. Hele udlodningen beskattes som kapitalindkomst. Afdelingen udloddede a conto 1 kr. pr. andel i 2006, så restudbyttet udgør 1 kr. pr. andel.

#### **Afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension**

Afdelingen opnåede i 2006 et lille plus på 0,11%. Dette resultat er isoleret set skuffende, men i et år med stigende obligationsrenter, som trækker afkastet ned, er resultatet på linie med obligationsmarkedets gennemsnit.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen, at afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension udbetaler 3,50 kr. pr. andel i udbytte, hvoraf 0,03 kr. pr. andel er skattefri for den private investor, mens 3,47 kr. pr. andel beskattes som kapitalindkomst. Størstedelen af udlodningen stammer fra renteindtægter.

## Vidensressourcer

Foreningens vidensressourcer er af afgørende betydning for de opnåede resultater samt de fremtidige afkast i foreningen. Som beskrevet i afsnittet ”Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere” har foreningen indgået administrations- og rådgivningsaftaler med Carnegie Asset Administration A/S og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Disse formueforvaltere besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Denne unikke kultur har skabt stor stabilitet i de investerings-teams, som rådgiver foreningen. Denne stabilitet er et vigtigt fundament for gode langsigtede investeringsresultater. Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har i alt 11 porteføljeformere, som rådgiver foreningen. Derudover har Carnegie Asset Administration A/S én administrerende direktør, som har det overordnede ansvar for investeringerne.

## 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, idet værdiansættelsen af unoterede værdipapirer ikke har samme sikkerhed som likvide værdipapirer, der er noteret på en markedsplads. I 2006 er det kun afdeling Østeuropa, som har investeret i unoterede værdipapirer. Ultimo 2006 havde afdeling Østeuropa to unoterede investeringer svarende til en vægt på 4,8% af de samlede aktieinvesteringer. De anvendte kurser er fastlagt ud fra den transaktionspris, som to uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger, ville handle til. Værdiansættelsen er bl.a. sket ved hjælp af informationer fra selskaberne selv og fra børsrådgivere.

### Opgørelse af handelsomkostninger

Ved opgørelse af handelsomkostninger indgår kursspread i markedet som en del af handelsomkostningerne. Disse kursspread er foretaget ud fra et skøn, idet det ikke er muligt at opgøre disse eksakt. Som grundlag for at skønne omkostninger til kursspread er taget halvdelen af det typiske kursspread på de markeder, som de enkelte afdelinger handler på. Usikkerheden på denne måling har ingen indflydelse på afdelingernes værdiansættelse eller resultat. Usikkerheden påvirker alene opgørelsen af handelsomkostninger og tilsvarende med modsat fortegn posten ”Kursgevinster og -tab” på kapitalandele og obligationer.

## Valutapolitik

### Foreningens valutapolitik

”Afdækning af valutakursrisiko inddrages under hensyntagen til lovgivningens snævre rammer aktivt i den almindelige porteføljepleje. Den asymmetriske beskatning for privatpersoner betyder dog, at valutasikring kun foretages, når der er en særlig stærk tiltro til en valutakursbevægelse.”

### Foreningens valutapolitik

Carnegie WorldWide har placeret mange af investeringerne uden for Danmark. Dette betyder, at investeringerne kan være forbundet med en valutarisiko. Bestyrelsen diskuterer løbende strategi og politik for afdækning af valutakursrisikoen med foreningens formueforvalter. Den nuværende skattelovgivning for udloddende investeringsforeninger sætter dog meget snævre og asymmetriske regler for kurssikring mod valutakursudsving.

De begrænsede muligheder for at valutakurssikre skyldes, at udloddende investeringsforeninger er underlagt en ”25%”-regel, som relaterer sig til § 21 i aktieavancebeskatningsloven. Ifølge den må en udloddende investeringsforening ikke have mere end 25% i kontanter og finansielle kontrakter i forhold til øvrige aktiver. Da en afdeling i praksis har brug for en vis likviditet, blandt andet i forbindelse med omlægninger, er det derfor ikke muligt at anvende finansielle kontrakter som f.eks. valutaterminskontrakter for mere end 10-15% af en afdelings samlede formue.

Derudover beskattes valutakontrakter asymmetrisk i forhold til den underliggende investering. Det er nemlig ikke muligt at fratække tabet på den ene valutaeksponering med gevinsten på den anden. En udloddende forening skal udlodde gevinster på finansielle kontrakter, herunder valutaterminskontrakter, som kapitalindkomst, hvilket for privatpersoner typisk svarer til en beskatning på 33-59% afhængig af de individuelle indkomstforhold. Omvendt følger udlodnings- og beskatningsreglerne for valutagevinster på underliggende aktieinvesteringer reglerne for beskatning af aktiegevinster. Det vil sige, at gevinster skal udloddes som aktieindkomst, der udløser en beskatning på 28% eller 43%<sup>1)</sup> for realiserede gevinster for privatpersoner.

### Valutakurssikring i Carnegie WorldWide

Det er generelt foreningens holdning, at valutakurssikring kan være med til at sænke kortsigtede udsving i værdien af foreningens investeringer. Der er dog stor forskel på at være en industrivirksomhed og en investeringsforening, der investerer i udenlandske aktier med en lang tidshorison. En industrivirksomhed har ofte en valutakursrisiko, fordi selskabets produkter sælges i en anden valuta end den, som virksomheden producerer i. Dette betyder, at selskabets overskudsgrad ofte vil blive væsentligt påvirket af valutakursudsving, hvilket taler for at valutakurssikre. Omvendt er det langt mere uigennemskueligt, hvilken realøkonomisk valutakursrisiko en langsigtet aktieinvestor påtager sig ved at investere i en udenlandsk virksomhed. Disse virksomheder har ofte aktiviteter i mange forskellige lande, og ofte vil virksomhederne selv forsøge at styre valutakursrisikoen.

Det er foreningens holdning, at det er vigtigt for foreningens medlemmer at forstå den valutapolitik, som foreningen følger, således at man som medlem ved, hvorledes ens investering forvaltes. Der er nemlig stor produktmæssig forskel på den afdeling, der valutakurssikrer alle valutarisici, og den afdeling, som ikke gør det. Bestyrelsen har på denne baggrund vedtaget følgende valutapolitik:

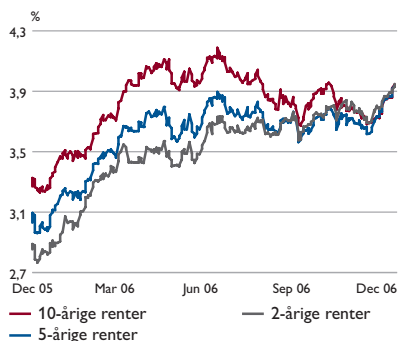
”Afdækning af valutakursrisiko inddrages under hensyntagen til lovgivningens snævre rammer aktivt i den almindelige porteføljepleje. Den asymmetriske beskatning for privatpersoner betyder dog, at valutakurssikring kun foretages, når der er en særlig stærk tiltro til en valutakursbevægelse.”

Denne politik betyder, at foreningen altså ikke pr. automatik foretager løbende valutaafdækning, og vi forsøger heller ikke – mere eller mindre spekulativt – at skabe et merafkast ved løbende at foretage taktiske valutaafdækninger, f.eks. ved hjælp af teknisk analyse eller lignende.

1) Regeringen har stillet forslag om at hæve denne sats til 47,5%.

# Beretning om investeringsmarkederne

## Danske renter



## Udviklingen på markederne i 2006

### Rentemarkederne: stigende korte renter og lange renter

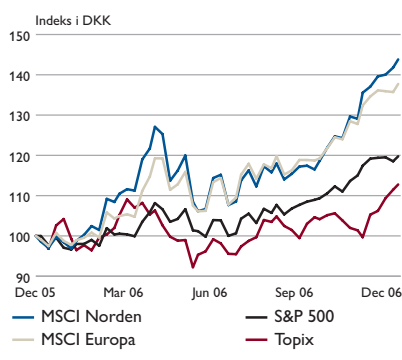
Den europæiske centralbank (ECB) hævede den korte rente fem gange med 0,25%-point fra 2,25% til 3,50%. Nationalbanken i Danmark fulgte efter og hævede den korte rente fra 2,40% til 3,75%. ECB's renteforhøjelser er et ønske om at normalisere den korte rente for at holde inflationsforventningerne i ro og på mellemlangt sigt forhindre inflationen i at stige. Det er faktorer som stigende europæisk vækst, høj pengemængdevækst, høj vækst på kreditgivning, som har fået ECB til at reagere. I lyset af en pæn økonomisk vækst og en inflation over nul afsluttede den japanske centralbank (BOJ) perioden med nulrentepolitikken siden 2001. I første omgang ændrede BOJ sin politik fra en målsætning om en bestemt mængde likviditet hos bankerne til igen at styre pengepolitikken ved at ændre på sin korte styrerente. I forlængelse heraf reducerede BOJ likviditeten hos japanske banker samt hævede den korte rente fra 0% til 0,25%. Den amerikanske centralbank (FED) fastholdt den korte rente på 5,25% i 3. og 4. kvartal og stoppede således sin serie af renteforhøjelser på 17 gange 0,25%-point. FED argumenterede med, at styrerenten var normaliseret – specielt i lyset af udsigten til en lavere vækstrate for samfundsøkonomien samt aftagende inflation.

De amerikanske obligationsrenter steg med 0,40%-point for 2-årige obligationer til 4,80% og 0,30%-point for 10-årige obligationer til 4,70%. I Europa steg obligationsrenterne også, primært på grund af renteforhøjelser fra ECB, som var højere end forventet. Således steg den danske 2-årige obligationsrente med 1,10%-point til 3,95% og 0,65%-point for den 10-årige obligationsrente til 3,95%.

### Valutamarkederne: dollaren faldt 10,6% over for danske kroner

Valutamarkedet var præget af et generelt fald i den amerikanske dollar på 4,3% over for valutaer målt som et vægtet gennemsnit af den amerikanske udenrigshandel. Over for danske kroner faldt dollaren 10,6%. Den japanske yen faldt 11,7% over for danske kroner. Ligesom sidste år var de korte pengemarkedsrenter en indflydende faktor for udviklingen på valutamarkedet. De europæiske valutaer steg markant over for dollaren blandt andet som en konsekvens af den forsinkede udvikling på de korte europæiske pengemarkedsrenter i forhold til de amerikanske. Således hævede den europæiske centralbank stadig sin korte rente i efteråret, mens den amerikanske centralbank stoppede og holdt sin korte rente uforandret.

## Aktieindeks



### Aktiemarkederne: Pæne stigninger på de fleste markeder

Det amerikanske aktiemarked målt ved det mest benyttede indeks i USA, S&P 500, som dog ikke indeholder udbytter, steg med 13,6% i lokal valuta, mens markedet målt i danske kroner grundet den svagere dollar kun steg med 1,6%. De europæiske aktiemarkeder udviste samlet også en positiv tendens i 2006 og steg med 19,5% målt på MSCI's europæiske indeks. Alle de store markeder i Europa udviste en pæn stigning, hvor det særligt kan bemærkes, at det spanske aktiemarked steg med 34,4% i 2006 i danske kroner. De nordiske aktiemarkeder steg igen i 2006 kraftigt med Sverige, Norge og Danmark lige omkring 30%. Det japanske aktiemarked skuffede, og således steg Topix kun marginalt i lokal valuta, mens afkastet målt i danske kroner var negativt med 10,0%. Det øvrige Fjernøsten havde igen et godt år og steg med 17,8% målt på MSCI Fjernøsten ekskl. Japan i danske kroner.

## Udvikling i indeks i DKK

|   |     | 2006   | 2005  | 2004   |
|---|-----|--------|-------|--------|
| <b>Indeks inklusive geninvesteret udbytte</b> |     |        |       |        |
| MSCI World                                    | USD | 7,3%   | 26,5% | 6,4%   |
| MSCI Europa                                   | USD | 19,5%  | 26,4% | 12,1%  |
| MSCI World Growth                             | USD | 2,9%   | 26,4% | 2,8%   |
| MSCI Fjernøsten ekskl. Japan                  | USD | 17,8%  | 31,5% | 19,1%  |
| Danmark: OMX Copenhagen Cap                   | DKK | 31,3%  | 45,4% | 28,5%  |
| <b>Indeks eksklusive udbytte</b>              |     |        |       |        |
| <b>Nordamerika</b>                            |     |        |       |        |
| USA: Dow Jones                                | USD | 4,0%   | 14,8% | -4,4%  |
| USA: S&P 500                                  | USD | 1,6%   | 19,0% | 1,0%   |
| USA: Nasdaq                                   | USD | -2,1%  | 17,1% | 0,7%   |
| <b>Fjernøsten</b>                             |     |        |       |        |
| Japan: Nikkei                                 | JPY | -5,6%  | 40,7% | 3,0%   |
| Japan: Topix                                  | JPY | -10,0% | 44,0% | 5,5%   |
| Hong Kong: Hang seng                          | HKD | 19,6%  | 21,1% | 4,6%   |
| Singapore: Straits                            | SGD | 23,3%  | 28,9% | 12,4%  |
| Thailand: SET                                 | THB | -3,3%  | 17,0% | -18,2% |
| <b>Nord- og Centraleuropa</b>                 |     |        |       |        |
| England: FTSE 100                             | GBP | 12,8%  | 20,6% | 6,9%   |
| Frankrig: CAC 40                              | EUR | 17,5%  | 23,7% | 7,3%   |
| Tyskland: Dax                                 | EUR | 21,9%  | 27,4% | 7,2%   |
| Schweiz: Zürich SBV                           | CHF | 16,5%  | 35,2% | 7,9%   |
| <b>Sydeuropa</b>                              |     |        |       |        |
| Spanien: Madrid                               | EUR | 34,4%  | 20,9% | 18,6%  |
| Italien: Milano                               | EUR | 18,9%  | 14,1% | 17,3%  |
| Grækenland: Athen                             | EUR | 19,9%  | 31,9% | 23,0%  |
| <b>Skandinavien</b>                           |     |        |       |        |
| Sverige: Affärsvarden                         | SEK | 29,4%  | 28,0% | 17,7%  |
| Norge: Oslo                                   | NOK | 29,6%  | 57,3% | 41,6%  |
| Finland: HEX                                  | EUR | 17,8%  | 31,5% | 3,1%   |

# Forventninger til 2007

## Aktieforventninger

Overordnet set forventer vi en positiv udvikling på aktiemarkedene i 2007 med et markedsafkast på omkring 6-8% drevet af en fortsat pæn udvikling i virksomhedernes indtjening samt et understøttende likviditetsbillede, hvor eventuelle rentesænkninger i USA og en fortsat høj opkøbsaktivitet vil medvirke til en god efterspørgsel på aktier.

## Forventninger til aktiemarkedet og risici

Overordnet set forventer vi en positiv udvikling på aktiemarkedene i 2007 drevet af en fortsat pæn udvikling i virksomhedernes indtjening samt et understøttende likviditetsbillede, hvor eventuelle rentesænkninger i USA og en fortsat høj opkøbsaktivitet vil medvirke til en god efterspørgsel på aktier. Overordnet set venter vi en indtjeningsvækst på linie med den nominelle økonomiske vækst, hvilket inklusive udbytter skaber basis for et markedsafkast på omkring 6-8%. Dette forudsætter, at prisfastsættelsen forbliver nogenlunde uforandret.

En positiv udvikling i 2007 forudsætter dog, at den makroøkonomiske udvikling fortsat udvikler sig fornuftigt og dermed understøtter indtjeningsudviklingen. **Den amerikanske forbruger** har vist svaghedstegn, og det vigtige amerikanske husmarked er vigende efter en langvarig og stærk stigning. Det er dog vores vurdering, at den amerikanske forbruger klarer en nedgang i huspriserne i USA, så længe at beskæftigelsen holder sig på et højt niveau. Her vil vores forventning om stigende ekspansions- og **investeringslyst** understøtte beskæftigelsesudviklingen. USA er stadig verdens største økonomi. Det er positivt for den globale økonomiske udvikling, at både Europa og Japan nu viser klare tegn på bedring. Ligeledes fortsætter den stærke vækst i Kina og Indien. Verdensøkonomien har således flere ben at stå på i dag end for blot få år siden. Det lover godt for fremtiden, såfremt globaliseringen får lov at fortsætte.

De politiske og religiøse spændinger i særligt **Mellemøsten** udgør fortsat en global risikofaktor både politisk og realøkonomisk – særligt via risikoen for en markant højere oliepris. Selvom verdensøkonomien har håndteret det første niveauskifte i olieprisen på fornem vis, vil en oliepris på markant højere niveauer end det nuværende øge usikkerheden for selskabernes indtjening og formentligt ryste aktiemarkedene.

Store nedgange på aktiemarkedet er typisk ledsaget af stigende **inflation og renter** og stor usikkerhed omkring de fremtidige forbrugerpriser i samfundet. Vi har de senere år oplevet den ”gode” inflation i form af stigende huspriser, mens de daglige forbrugsvarerpriser har holdt sig nogenlunde i ro. Det er vores opfattelse, at globaliseringsbølgen kombineret med den stigende udbredelse af markedsøkonomien understøtter fortsat høj produktivitet og lave priser på forbrugsgoder. Ligeledes har de teknologiske gennembrud særligt inden for informationsteknologien stadig stor betydning for produktivitsudviklingen. Disse strukturelle faktorer understøtter fortsat vores forventninger til, at inflationen forbliver under kontrol i den kommende periode.

**Let adgang til billig kapital** er en forudsætning for, at private equity og andre investorer fortsat efterspørger investeringsaktiver. En begivenhed, som ryster tilliden i de globale finansielle markeder og mindsker adgangen til billig kapital vil derfor naturligvis være et problem for en fortsat gunstig udvikling for de globale kapitalmarkeder.

## Renteforventninger

Vi forventer fortsat en blød landing af den amerikanske økonomi med en vækstrate for 2007 på mellem 2-3%. Væksten vil fortsat være negativt påvirket af et svagt boligmarked, som reducerer boliginvesteringer, af lavere vækst i beskæftigelsen og endelig af privatforbruget via lavere udnyttelse af friværdier i boligerne. Omvendt venter vi ikke et egentligt kollaps i privatforbruget, som holdes oppe af positive formueeffekter fra aktiemarkedet, lavere energipriser samt ikke mindst et trods alt robust arbejdsmarked, som støttes af virksomhedernes høje investeringsrater. Den svage dollar er ligeledes godt nyt for eksporten, hvilket også giver et positivt bidrag til væksten. Vi venter, at den amerikanske kerneinflation vil være aftagende, hvilket vil føre til, at den amerikanske centralbank FED vil kunne sænke den korte rente i andet halvår af 2007. De lange renter, forventer vi, vil være stabile i lyset af, at obligationsmarkedet allerede har inddiskonteret (de lange renter er lavere end de korte) en udvikling med en blød landing af væksten samt en aftagende inflation. Vi ser derfor en 10-årig rente, som vil svinge med op til 0,30%-point rundt om det nuværende niveau på 4,70% for 2007. Dog kan en tendens til



**Renteforventninger**

Vi forventer relativt stabile lange renter i USA og Europa. Vi venter, at ECB fortsat hæver den korte rente til 3,75%, måske endda 4%. Vi forventer en aftagende amerikansk kerne-inflation, hvilket vil betyde, at FED sænker den korte rente i andet halvår af 2007.

stigende vækst i andet halvår 2007 i såvel USA som i Europa betyde stigende renter på det tidspunkt.

Den europæiske inflation, venter vi, stiger i første kvartal op imod 2,5% som en følge af den tyske momsforhøjelse på 3% ved årsskiftet. Vi venter, at inflationen senere igen vil falde ned mod de 2% holdt nede af stærke strukturelle kræfter affødt af globaliseringen, som billig import fra Asien, moderate lønstigninger, øget produktivitet via ny teknologi samt et øget konkurrencetryk fra en stigende handel via internettet. Vi venter en europæisk vækst for 2007 omkring de 2% eller lidt højere. Vækstmotoren findes i den tyske økonomi, hvor virksomhedernes investeringer har skabt øget beskæftigelse og en spirende optimisme målt ved en forbrugertillid, som er helt i top. Modsat trækker en forventet lavere global vækst samt en strammere finanspolitik i Tyskland og Italien. Vi venter, at ECB fortsat hæver den korte rente til 3,75%, måske endda 4%. Dette er også, hvad obligationsmarkedet forventer. Ligesom i USA, venter vi også stabile lange renter i Europa omkring det nuværende niveau på 3,95% for den 10-årige tyske rente. Argumenterne herfor er stabile lange amerikanske renter, allerede inddiskonterede stigninger i den korte rente samt udsigten til en europæisk inflation, som vil nærme sig de 2% efter et initialt hop op imod de 2,5% i første kvartal.

## Ledespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006.

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger, andre kollektive investeringsordninger m.v. samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 13. marts 2007

Som investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S



Tim Kristiansen  
Direktør

I bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:



Karsten Kielland  
Formand



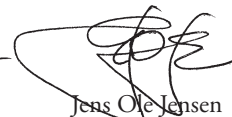
Jutta af Rosenborg



Jens Høiberg



Jens Christian Lorenzen



Jens Ole Jensen



# Revisionspåtegning

## Til medlemmerne i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

### Påtegning på årsrapport

Vi har revideret årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006, omfattende foreningens ledelsesberetning, ledelsespåtegning, anvendt regnskabspraksis samt noter og de for de enkelte afdelinger indeholdte ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance og noter. Årsrapporten aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede afdelinger i investeringsforeninger.

### Ledelsens ansvar for årsrapporten

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede afdelinger i investeringsforeninger. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

### Revisors ansvar og den udførte revision

Vort ansvar er at udtrykke en konklusion om årsrapporten på grundlag af vor revision. Vi har udført vor revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsrapporten. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsrapporten, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for investeringsforeningens udarbejdelse og aflæggelse af en årsrapport, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af investeringsforeningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten.

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

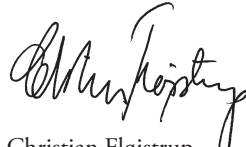
Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

## Konklusion

Det er vor opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2006 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2006 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

København, den 13. marts 2007

Grant Thornton  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab



Christian Fløistrup  
Statsautoriseret revisor

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. samt de yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede afdelinger i investeringsforeninger. Afdeling Asien er reelt startet i december 2006 og ledelsen har i overensstemmelse med reglerne herom besluttet, at første regnskabsår slutter ultimo 2007, hvorfor afdelingen ikke indgår i årsrapporten for 2006. De øvrige syv afdelinger indgår i årsrapporten for 2006.

### Ændret regnskabspraksis

Der er fra og med regnskabsåret 2006 trådt en ny bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber i kraft. Disse ændringer vedrører ikke værdiansættelsen af afdelingernes formue, men betyder alene en ændret klassifikation af udvalgte regnskabsposter. Det drejer sig om følgende poster:

- Udbytteskatter
- Tilgodehavende udbytteskatter
- Handelsomkostninger

Ikke refunderbare udbytteskatter blev tidligere indregnet i resultatopgørelsen under regnskabsposten "Udbytter". Ikke refunderbare udbytteskatter indregnes fremover i regnskabsposten "Skat" i resultatopgørelsen.

Tilgodehavende udbytteskatter blev tidligere indregnet i balancen under regnskabsposten "Tilgodehavende renter, udbytter m.m." Fremover indregnes tilgodehavende udbytteskatter i regnskabsposten "Aktuelle skatteaktiver".

Handelsomkostninger ved handel med værdipapirer blev tidligere indregnet i henholdsvis anskaffelses- og afståelsessummen på værdipapirerne og indgik således i regnskabsposten "Kursgevinster og -tab" i resultatopgørelsen. Med den nye regnskabsbekendtgørelse skal alle omkostninger ved handel med værdipapirer indregnes i en selvstændig regnskabspost i resultatopgørelsen benævnt "Handelsomkostninger".

Ændringerne har ikke påvirket årets resultat eller medlemmernes formue. Sammenligningstal er ændret tilsvarende.

Anvendt regnskabspraksis herudover er uændret i forhold til 2005.

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

"Renteindtægter" omfatter renter af obligationer og kontantindeståender. "Udbytter" omfatter årets modtagne 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 anskaffelsesværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Handelsomkostninger er ikke indregnet i salgs- og anskaffelsesværdier.

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 omkostninger til dansk og udenlandsk kurtagte samt kursspread i markedet. Kursspread indgår som et skøn, som er foretaget på basis af et skønnet kursspread på de markeder de enkelte afdelinger handler på. I praksis er medtaget halvdelen af den typiske forskel mellem købs- og salgspriserne på markedet.

Årets resultat påvirkes positivt med et beløb svarende til de handelsomkostninger, som forlods er opkrævet til dækning af handelsomkostninger forårsaget af emissioner og indløsninger. Denne del af handelsomkostninger indregnes under nettoemissionsindtægter i ”Medlemmernes formue”.

Den beløbsmæssige virkning heraf fremgår af en ny note til handelsomkostningerne under resultatopgørelsen.

### **Administrationsomkostninger**

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

Ved fællesomkostninger forstås de omkostninger, som ikke kan henføres til de enkelte afdelinger, herunder bl.a. honorar til bestyrelse, revision og generalforsamling.

Fællesomkostninger ved foreningens virksomhed i et regnskabsår deles mellem afdelingerne i henhold til den nuværende formulering i vedtægterne under hensyntagen til både afdelingerne 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**

I regnskabsposten indregnes udbytteskatter, som er opkrævet i udlandet, og som ikke kan refunderes.

### **Udlodning**

Alle foreningens afdelinger er udloddende. Der foretages en udlodning, der opfylder kravene i ligningslovens §16 C til minimumsudlodning. Der betales derfor ikke skat i afdelingerne, idet skattepligten påhviler modtageren af udlodningen. Minimumsudlodningen opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- a) indtjente renter og udbytter (tilgodehavende udbytteskat indgår først, når betalingen modtages)
- b) realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti,
- c) realiserede nettokursgevinster på aktier ejet i mindre end tre år
- d) erhvervede skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af finansielle instrumenter samt
- e) fradrag for administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. I overensstemmelse med ligningslovens §16 C

nedrundes den beregnede udlodningsprocent til nærmeste kvarte procent eller til nul, hvis den beregnede procent er under én.

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 udlodning.

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

## **Balancen**

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og medlemmernes formue, der udgør forskellen mellem disse aktiver og andre forpligtelser. Ved passiver forstås summen af medlemmernes 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.

## **Obligationer og kapitalandele**

Obligationer og kapitalandele indregnes i balancen, når afdelingerne underlægges det finansielle instruments kontraktmæssige bestemmelser. Obligationer og kapitalandele, der er solgt eller på anden måde overdraget til anden part, ophører med at være indregnet i balancen. Ved køb og salg af obligationer og kapitalandele på sædvanlige markedsbetingelser indregner afdelingerne køb og salg i balancen på handelstidspunktet.

Obligationer og 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 udtrukne obligationer måles til nutidsværdien.

Dagsværdien af unoterede kapitalandele samt børsnoterede obligationer og 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 måles til markedsværdi. Positiv nettomarkedsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettomarkedsværdi under passiver.

#### **Andre aktiver**

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

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

#### **Medlemmernes formue**

”Medlemmernes formue” er den formue, som tilhører medlemmerne. I noterne er årets ændringer i medlemmernes formue og cirkulerende andele specificeret.

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

”Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning” består af forskellen mellem det faktiske udloddede beløb efter generalforsamlingen og udlodningen 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 udlodning ved emissioner og indløsning” er en udlodningsmæssig regulering af udbytteopgørelsen i forbindelse med emissioner og indløsninger i overensstemmelse med ligningsloven §16 C.

”Overført til udlodning fra sidste år” er den del af udlodningen fra sidste år, som ikke blev udloddet til medlemmerne.

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

”Foreslået udlodning” er det samlede beløb, som udloddes til medlemmerne 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 InvesteringsForeningsRådet.

# Carnegie WorldWide/Globale Aktier

## Globale Aktier levetid



## Afkastet i 2006

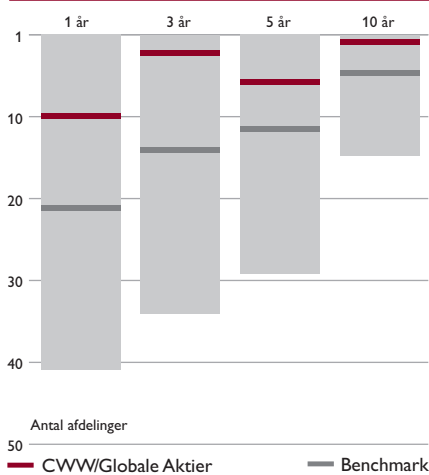
Afdeling Globale Aktier tilhørte igen den bedre del af konkurrerende afdelinger i Danmark med globale aktier i 2006 med et afkast på 12,6%. Afkastet i 2006 var noget bedre end den generelle markedsudvikling på globale aktier, som steg med 7,3% inkl. udbytter. Det var mere gode enkeltaktier end egentlige tværgående investeringstemaer, der drev afkastet. Som omtalt i halvårsrapporten havde vi positive forventninger til afkastet, men også fokus på usikkerhedsfaktorer som blandt andet afmatningen af den amerikanske økonomi. Disse faktorer fik kun ringe betydning, og afkastet i andet halvår overraskede positivt.

Afdeling Globale Aktier er med det gode afkast i 2006 blandt de bedste afdelinger inden for globale aktier målt både på kortere og længere tidshorisoner. Afdelingen har siden starten i 1990 i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,3%. Afdelingen tilhører dermed den lille sluttede kreds af afdelinger med mere end 10 års levetid, som har været i stand til at skabe merafkast i forhold til markedsgennemsnittet. Det globale aktiemarked har i gennemsnit givet et årligt afkast på 7,5%. Afdeling Globale Aktier har altså i de sidste 16½ år givet 5,8%-point i merafkast om året.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 3,00 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 2,89 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,11 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,89 kr. pr. andel ud af de 3,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Risikoen i levetiden

Afdelingens markant bedre afkast siden starten for mere end 16 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 17,1% p.a. beregnet pr. 31. december 2006. I samme periode kan verdensaktieindeksets standardafvigelse opgøres til 16,3% p.a.

Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til 10% p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensaktieindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i de månedlige merafkast 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 teknisk således betegnes som havende fokus på det absolutte frem for det relative element.

Konklusionen er, at den risiko, der tages i afdelingen, historisk set er blevet belønnet godt. Samtidig er afdelingens investeringsfilosofi intakt, således at der konstant er fokus på risikoelementet ved langsigtet investering.

## Afdelingens investeringsstrategi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i typisk 25-30 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 målrettet hver dag på at forstå fremtidens trends. Men vigtigere end at forudse fremtiden er det at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

## Investeringerne i 2006

I løbet af 2006 har afdelingen foretaget en række omlægninger. Disse har dog primært været omvurderinger på det aktiespecifikke niveau frem for egentlige geografiske eller sektormæssige overvejelser. Disse omlægninger har samlet set betydet, at afdelingens vægt i oliesektoren og Emerging Markets blev reduceret en anelse i løbet af 2006, mens råvaresektoren og koncessioneret service omvendt er øget lidt.

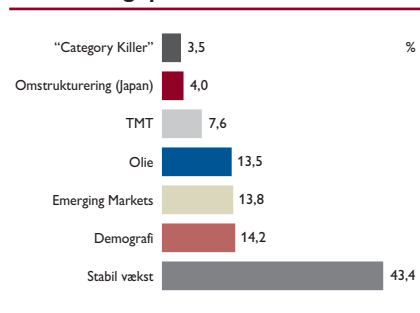
## Afdelingens portefølje ved indgangen til 2007

Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstsekskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør i dag knapt halvdelen af porteføljen og består bl.a. af tobaksselskaber, fødevarer-selskaber, finans- og sundhedsaktier. Denne kerne af høj kvalitetsselskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede. Vi har i løbet af den seneste tid øget denne kerne af stabile vækstsekskaber.

Den anden del af investeringerne er investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Risikoen kan være lidt højere på disse investeringer end de stabile vækstaktier, men omvendt har vi store forventninger til afkastmulighederne her. Et klart eksempel på dette er den hastige økonomiske udvikling i Asien. Afledt af dette ser vi fortsat gode muligheder for, at oliepriserne vil forblive på et højt niveau i tiden fremover. Det giver selektivt gode muligheder inden for energisektoren.

Selvom Japan ikke har gjort det godt i 2006, er vi fortsat optimistiske i kraft af den kraftige stigning i indtjeningsniveauet i japanske virksomheder, og vi har fortsat en betydelig vægt her. I diagrammet til venstre fremgår fordelingen af selskaber på såkaldte investeringstemaer. Som det kan ses er "Olie" og "Emerging Markets" blandt de største investeringstemaer med en samlet andel på 27%. "Stabil vækst" udgør ca. 43%, men et par af sundhedsaktierne, som er placeret under temaet "Demografi", har også karakter af "Stabil vækst".

### Temaoversigt pr. 31. 12. 2006



### Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

|                                  | USA og Canada                       | Storbritannien        | Kontinental-europa                    | Japan             | Øvrige Fjernøsten                   | "Emerging Markets" | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|-------------------------------------|-----------------------|---------------------------------------|-------------------|-------------------------------------|--------------------|-------|------------|
| <b>Energi</b>                    | ConocoPhillips 3,1                  |                       | Total 2,8                             |                   | Sinopec 4,8                         | Gazprom ADR 2,8    | 13,5  | 9,1        |
| <b>Råvarer</b>                   |                                     | Rio Tinto 2,7         | Holcim 3,4                            |                   |                                     |                    | 6,1   | 6,0        |
| <b>Industri og service</b>       | General Electric 0,6<br>Praxair 2,6 |                       |                                       |                   |                                     |                    | 3,2   | 10,6       |
| <b>Forbrugsgoder - cykliske</b>  |                                     |                       |                                       |                   | Esprit 3,5                          |                    | 3,5   | 11,4       |
| <b>Forbrugsgoder - defensive</b> | Altria 3,0                          | BAT 5,8<br>Diageo 2,7 | Nestlé 5,0                            | Japan Tobacco 5,9 |                                     |                    | 22,4  | 8,0        |
| <b>Medicinal</b>                 |                                     |                       | Roche 4,5<br>Novartis 3,9             |                   |                                     |                    | 8,4   | 9,2        |
| <b>Finans</b>                    | Aflac 2,5                           |                       | Banco Bilbao 2,7<br>UBS 3,3           | MUFG 4,0          | HDFC 3,6<br>United Overseas Bk. 2,2 |                    | 18,3  | 26,4       |
| <b>Informations-teknologi</b>    | Cisco Systems 3,8                   |                       |                                       | Canon 3,8         |                                     |                    | 7,6   | 10,4       |
| <b>Telekommunikation</b>         |                                     |                       |                                       |                   |                                     |                    | 0,0   | 4,5        |
| <b>Koncessioneret service</b>    |                                     |                       | E.ON 6,4<br>Electricite de France 5,3 |                   |                                     |                    | 11,7  | 4,4        |
| <b>Andet</b>                     |                                     |                       |                                       |                   | CWW/Asien 1,8                       | CWW/Øst. 3,5       | 5,3   | 0,0        |
| <b>Total</b>                     | 15,6                                | 11,2                  | 37,3                                  | 13,7              | 15,9                                | 6,3                | 100,0 | -          |
| <b>Benchmark*</b>                | 52,3                                | 11,3                  | 21,6                                  | 10,8              | 4,0                                 | 0,0                | -     | 100,0      |

\* Benchmark er MSCI aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.

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

## **Forventninger**

Som beskrevet i forventningsafsnittet på side 24 er det vores opfattelse, at 2007 kan blive endnu et godt aktieår.

Afdelingens brede eksponering til store stabile selskaber suppleret med mere vækstorienterede aktier passer godt til den markedsudvikling, vi venter i 2007. Vi ser store kvalitetselskaber som et segment af markedet, der fortsat er attraktivt prisfastsat. Store kvalitetselskaber klarer sig typisk godt i perioder med let aftagende global vækst. Samtidig venter vi, at særligt eksponeringen til selskaber i Asien og Emerging Markets vil bidrage positivt til afkastet. Vi venter derfor et positivt resultat for 2007, selvfølgelig afhængigt af den generelle udvikling på markederne.

## **Risiko**

Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko.

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.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsræssige og reguleringsræssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Globale Aktier

| NOTE                                     | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>Renter og udbytter</b>                |                   |                   |
| 1 Renteindtægter                         | 4.400             | 982               |
| 2 Udbytter                               | 126.948           | 89.779            |
| I alt renter og udbytter                 | 131.348           | 90.761            |
| <b>3 Kursgevinster og -tab</b>           |                   |                   |
| Kapitalandele                            | 722.108           | 1.225.919         |
| Afledte finansielle instrumenter         | 0                 | -16.105           |
| Handelsomkostninger                      | -20.729           | -13.389           |
| I alt kursgevinster og -tab              | 701.379           | 1.196.425         |
| <b>I alt indtægter</b>                   | <b>832.727</b>    | <b>1.287.186</b>  |
| 4 Administrationsomkostninger            | -90.730           | -56.501           |
| <b>Resultat før skat</b>                 | <b>741.997</b>    | <b>1.230.685</b>  |
| 5 Skat                                   | -9.255            | -7.167            |
| <b>Årets nettoresultat</b>               | <b>732.742</b>    | <b>1.223.518</b>  |
| <b>Formuebevægelser</b>                  |                   |                   |
| Udlodningsregulering                     | -14.438           | -440              |
| Overført fra sidste år                   | 1.130             | 1.860             |
| I alt formuebevægelser                   | -13.308           | 1.420             |
| <b>Til disposition</b>                   | <b>719.434</b>    | <b>1.224.938</b>  |
| 6 Til rådighed for udlodning             | 43.835            | 26.975            |
| Foreslået udlodning (3,00 kr. pr. andel) | 42.263            | 25.845            |
| Overført til udlodning næste år          | 1.572             | 1.130             |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>              | <b>675.599</b>    | <b>1.197.963</b>  |

## Balance

### Globale Aktier

| NOTE  | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>   |                   |                   |
| Indestående i depotselskab  | 110.951           | 107.079           |
| I alt likvide midler  | 110.951           | 107.079           |
| <b>7 Kapitalandele</b>  |                   |                   |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber                                     | 6.771.555         | 3.972.724         |
| Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger | 380.729           | 204.953           |
| I alt kapitalandele   | 7.152.284         | 4.177.677         |
| <b>Andre aktiver</b>  |                   |                   |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m.  | 3.721             | 6.247             |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling                                     | 0                 | 32.712            |
| Aktuelle skatteaktiver  | 8.856             | 5.904             |
| I alt andre aktiver   | 12.577            | 44.863            |
| <b>AKTIVER I ALT</b>  | <b>7.275.812</b>  | <b>4.329.619</b>  |
| <b>PASSIVER</b>   |                   |                   |
| 8 Medlemmernes formue   | 7.256.484         | 4.323.017         |
| <b>Anden gæld</b>   |                   |                   |
| Skyldige omkostninger   | 10.112            | 6.602             |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling                                     | 9.216             | 0                 |
| I alt anden gæld  | 19.328            | 6.602             |
| <b>PASSIVER I ALT</b>   | <b>7.275.812</b>  | <b>4.329.619</b>  |

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier

|                            | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|----------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>              |                   |                   |
| <b>Renter</b>              |                   |                   |
| Indestående i depotselskab | 4.400             | 982               |
| I alt renter               | 4.400             | 982               |

|   |         |        |
|---|---------|--------|
| <b>NOTE 2</b>   |         |        |
| <b>Udbytter</b>   |         |        |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber                                     | 118.527 | 87.323 |
| Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger | 8.421   | 2.456  |
| I alt udbytter  | 126.948 | 89.779 |

|   |         |           |
|---|---------|-----------|
| <b>NOTE 3</b>   |         |           |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>  |         |           |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber                                     | 660.046 | 1.139.494 |
| Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger | 62.062  | 86.425    |
| I alt kursgevinster og -tab   | 722.108 | 1.225.919 |

|  |   |         |
|--|---|---------|
| Valutaterminsforretninger              | 0 | -16.105 |
| I alt afledte finansielle instrumenter | 0 | -16.105 |

|   |         |         |
|---|---------|---------|
| Bruttohandelsomkostninger                       | -29.616 | -16.477 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 8.887   | 3.088   |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -20.729 | -13.389 |

**I alt kursgevinster og -tab** **701.379** **1.196.425**

|                                      |        |        |
|--------------------------------------|--------|--------|
| <b>NOTE 4</b>                        |        |        |
| <b>Administrationsomkostninger</b>   |        |        |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b> |        |        |
| Gebyrer til depotselskab             | 2.779  | 1.976  |
| Fast administrationshonorar          | 28.778 | 17.631 |
| Fast rådgivningshonorar              | 57.555 | 35.263 |
| Øvrige omkostninger                  | 4      | 28     |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger  | 89.116 | 54.898 |

|                                    |       |       |
|------------------------------------|-------|-------|
| <b>Andel af fællesomkostninger</b> |       |       |
| Honorar til bestyrelse m.v.        | 574   | 568   |
| Honorar til revisorer              | 272   | 268   |
| Andre honorarer til revisorer      | 68    | 70    |
| Øvrige omkostninger                | 700   | 697   |
| I alt andel af fællesomkostninger  | 1.614 | 1.603 |

**I alt administrationsomkostninger** **90.730** **56.501**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,5% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,0% 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 betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

|   | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 6</b>   |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                         |                   |                   |
| Renter og udbytter  | 131.348           | 90.761            |
| Ikke refunderbar udbytteskat                              | -9.255            | -7.167            |
| Gevinst på valutaterminsforretninger til udlodning        | 0                 | 0                 |
| Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat | -3.096            | -1.538            |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning    | -90.730           | -56.501           |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning              | 14.438            | -440              |
| Udlodning overført fra sidste år                          | 1.130             | 1.860             |
| I alt til rådighed for udlodning                          | 43.835            | 26.975            |

Heraf:

|                                 |        |        |
|---------------------------------|--------|--------|
| Foreslået udlodning             | 42.263 | 25.845 |
| Overført til udlodning næste år | 1.572  | 1.130  |
|                                 | 43.835 | 26.975 |

Udbyttet på 3,00 kr. pr. andel fordeles med 2,89 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,11 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,89 kr. pr. andel ud af de 3,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Globale Aktier

|  |             |             | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|--|-------------|-------------|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 7</b>  |             |             |                                |                          |
| <b>Specifikation af kapitalandele</b>  |             |             |                                |                          |
| Beholdningsnoten er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt. |             |             |                                |                          |
| Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.   |             |             |                                |                          |
| Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 35 i årsrapporten.  |             |             |                                |                          |
|  | <b>2006</b> | <b>2005</b> |                                |                          |
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>   |             |             |                                |                          |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  | 100%        | 100%        |                                |                          |
| Unoterede finansielle instrumenter   | 0%          | 0%          |                                |                          |
| <b>Afdelingen har investeret i danske investeringsbeviser:</b>   |             |             |                                |                          |
| - Carnegie WorldWide/Asien   | 1,8%        | 0%          |                                |                          |
| - Carnegie WorldWide/Østeuropa   | 3,5%        | 4,9%        |                                |                          |
| <b>NOTE 8</b>  |             |             |                                |                          |
| <b>Medlemmernes formue</b>   |             |             |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)  |             |             | 939.822                        | 4.323.017                |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele 31.12.2005  |             |             |                                | -25.845                  |
| Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning  |             |             |                                | -1.529                   |
| Emissioner i året  | 535.184     |             |                                | 2.531.933                |
| Indløsninger i året  | -66.245     |             |                                | -312.811                 |
| Emissionstillæg  |             |             |                                | 7.365                    |
| Indløsningsfradrag   |             |             |                                | 1.612                    |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året  |             |             |                                | 14.438                   |
| Overført til udlodning fra sidste år   |             |             |                                | -1.130                   |
| Overført til udlodning næste år  |             |             |                                | 1.572                    |
| Foreslået udlodning  |             |             |                                | 42.263                   |
| Overført fra resultatopgørelsen  |             |             |                                | 675.599                  |
| I alt medlemmernes formue  |             |             | 1.408.761                      | 7.256.484                |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Globale Aktier

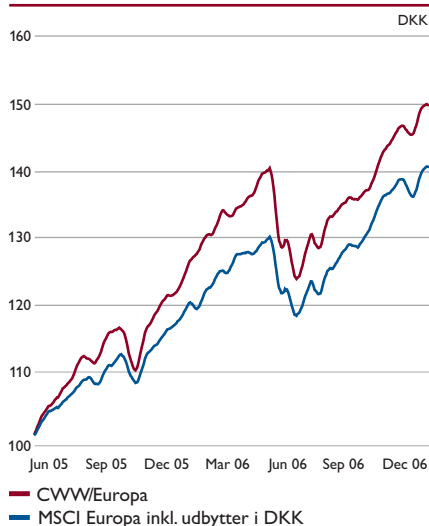
|  | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             | 2002             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Værdipapiromsætning</b>                     | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> |
| Kursværdi af køb af værdipapirer               | 3.970.307        | 975.117          | 1.101.203        | 1.076.841        | 1.676.207        |
| Kursværdi af salg af værdipapirer              | 1.708.991        | 1.217.168        | 1.651.958        | 899.353          | 1.518.346        |
| I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer | 5.679.298        | 2.192.285        | 2.753.161        | 1.976.194        | 3.194.553        |

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

|  |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b><br>(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) | 0,23 | 0,24 | 0,30 | 0,25 | 0,36 |
|--|------|------|------|------|------|

## Carnegie WorldWide/Europa

### Europa levetid



### Afkastet i 2006

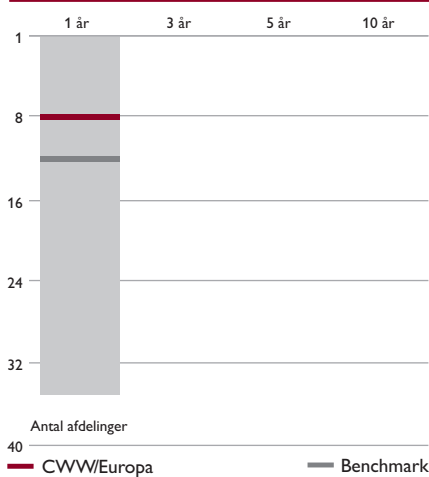
Afdeling Europa, som blev lanceret i maj 2005, skabte igen i 2006 et godt resultat med et afkast for hele året på 21,3%. Specielt det høje afkast i 2. halvår oversteg vores forventninger, som blandt andet nævnt i foreningens halvårsrapport. Investorenes nervøsitet i maj måned blev afløst af en mere optimistisk stemning, blandt andet fordi virksomhedernes indtjening fortsætter med at udvikle sig positivt. Vi har fortsat et positivt syn på de europæiske aktiemarkeder for 2007, selvom vi forventer, at afkastet næppe kan hamle op med de senere års afkast.

Afdelingens afkast i 2006 oversteg de generelle europæiske aktiemarkeder, der steg med 19,5% målt ved Morgan Stanleys europæiske aktieindeks. Afdelingen drog fordel af eksponeringen til mange velperformende selskaber. Inden for energisektoren bidrog Prosafe, Centrica, Gazprom og BG positivt til trods for sektorens generelt dårlige afkast. En række spanske selskaber bidrog væsentligt takket være et godt selskabsvalg og et boomende spansk aktiemarked. Bedste aktie i 2006 var den italienske cementproducent Buzzi Unicem. Der var ingen større skuffelser i året, men GarantiBank, Rio Tinto og Novartis levede ikke op til forventningerne.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 8,50 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 8,28 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,22 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,26 kr. pr. andel ud af de 8,50 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

### Afdelingens investeringsstrategi

Investeringsstrategien i afdelingen er baseret på den samme investeringsfilosofi og metode, som har været kernen i afdeling Globale Aktier siden foreningens etablering i 1990. Målsætningen er at skabe en god langsigtet værditilvækst uden at løbe en risiko, der er højere end markedsrisikoen.

Det centrale element i investeringsarbejdet er en række langsigtede globale trends, der er af afgørende betydning for udviklingen på de internationale kapitalmarkeder.

Afdeling Europa investerer i 25 til 30 nøje udvalgte selskaber, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. Samtidig giver antallet af aktier en fornuftig risikospredning uden at udvande de enkelte investeringers potentiale.

Afdelingen investerer i attraktive europæiske selskaber, der er hjemmehørende i hele Europa, herunder de nye vækstlande i Østeuropa. Kombinationen af vesteuropæiske kvalitetsselskaber, der genererer høje frie pengestrømme (cash flows) og har en fornuftig udbyttepolitik, med selskaber, der nyder godt af konvergenstrenden i Østeuropa, har historisk været en særdeles god "cocktail". Det er vores overbevisning, at det også vil være tilfældet de kommende tre til fem år.

### Investeringerne i 2006

I 1. halvår besluttede vi at reducere eksponeringen til Tyrkiet ved salg i GarantiBank. I stedet blev Aguas de Barcelona købt, men den blev dog solgt senere på året for at hjemtage en stor kursgevinst.

Fleere ændringer blev foretaget inden for afdelingens investeringer i forsyningssektoren. E.ON blev solgt, efter at selskabet offentliggjorde planer for overtagelse af Endesa, Spaniens største elskelskab. Vi havde hellere set E.ON ekspandere mod øst eller ind i Storbritannien i stedet for ind i det meget regulerede spanske marked. EDF, Frankrigs største elskelskab, blev købt i juni og er et spil på, at de franske elpriser før eller siden vil konvergere mod det europæiske niveau, som er 50-60% højere.



Selvom vi har reduceret eksponeringen til Østeuropa i de seneste 1-2 år, besluttede vi at købe russiske Gazprom. Gazprom er verdens største udvinder af gas og vil drage fordel af Europas og Asiens store appetit på gas. Vi tror dog, at det største potentiale vil komme fra højere indenlandske gaspriser, som ligeledes vil konvergere mod det europæiske niveau. For ikke at øge eksponeringen til Rusland valgte vi at sælge Sberbank, som havde gjort det særdeles godt, siden aktien blev købt.

Vi har købt Rio Tinto, der er verdens tredjestørste mineselskab med en høj eksponering til jernmalm, kobber og kul. Disse råvarer har på grund af vores positive forventninger til den globale vækst, specielt i Kina og Indien, et langsigtet interessant potentiale.

Der blev i 2006 taget profit i Prosafe efter en kursstigning på over 30%, men da vi fortsat er positive på energiservicesektoren, valgte vi at investere i franske Vallourec. Vallourec er en førende producent af rør til olie- og gasindustrien. Sidst på året valgte vi at sælge BG Group, da prisfastsættelsen var blevet for høj, og selskabets indtjening er meget afhængig af olie- og gasprisen.

Da den tyske og italienske økonomi er i bedring, besluttede vi at købe italienske Unicredito Italiano og tyske Allianz. Unicredito købte sidste år HVB og fik derved eksponering til tysk økonomi samt kontrol med Bank Austria, der har en meget stærk forretning i Østeuropa. Allianz drager stor fordel af de gode tider inden for forsikring. Ledelsen er blevet langt mere aktionærvenlig og signalerer mere kapitaldisciplin og højere udbytte til aktionærerne.

Sluttelig købte vi en mindre andel i Piraeus Bank, som har et af de mest interessante vækstpotentiale i Grækenland og flere andre sydøsteuropæiske lande.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2007

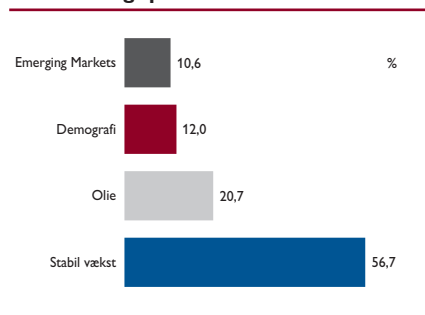
Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstelskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør i dag omkring 60% af porteføljen og består bl.a. af selskaber inden for forbrugsgoder som fødevarer/spiritus/tobak samt inden for finans- og sundhedssektoren. Kernen af kvalitetsselskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede.

Afdelingen har siden lanceringen haft en stor overvægt af selskaber, som er hjemmehørende i en række hastigt voksende randlande. Der har primært været tale om lande i Norden og Østeuropa samt i Spanien og Irland. De hastigt voksende økonomier har naturligvis skabt ideelle forhold for lokale selskaber, hvilket afdelingen har draget stor nytte af. Overvægten i randlandene har været balanceret med en undervægt i lande med lavere vækst, blandt andet Tyskland og Italien. Det er dog ingen hemmelighed, at væksten er ved at tage til i disse lande, hvorfor vi er begyndt at investere mere i disse lande blandt andet på bekostning af Spanien.

Foruden kernen af stabile vækstelskaber består porteføljen af en række investeringer i diverse investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Risikoen kan være lidt højere på disse investeringer end de stabile vækstaktier, men omvendt har vi store forventninger til afkastmulighederne. De temaer, vi i øjeblikket fokuserer på, er den hastige økonomiske udvikling i nye markeder, herunder Østeuropa (som udgør ca. 10%), og energisektoren (som udgør ca. 18%), hvor vi forventer, at olie og gaspriserne vil forblive på et højt niveau i tiden fremover.

Vi har tidligere på året reduceret eksponeringen til Østeuropa som følge af den strammere globale likviditetssituation og den knapt så attraktive prisfastsættelse. Vi er fortsat langsigtet positive på Østeuropa, og vi ser et godt afkastpotentiale for vores selektive investeringer inden for den østeuropæiske gas- og raffinaderisektor samt inden for bygge- og ejendomssektoren.

#### Temaoversigt pr. 31. 12. 2006



## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

|                                  | Norden                 | UK og Irland                                 | Centraleuropa                          | Sydeuropa   | Østeuropa                  | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|------------------------|--|--|---|----------------------------|-------|------------|
| <b>Energi</b>                    | Fred. Olsen Energy 2,9 | Centrica 4,8                                 | Total 3,3                              |   | MOL 3,4<br>Gazprom ADR 3,1 | 17,5  | 9,8        |
| <b>Råvarer</b>                   |                        | Rio Tinto 2,4                                | Holcim 3,1                             | Buzzi Unicem 4,8  |                            | 10,3  | 7,4        |
| <b>Industri og service</b>       |                        |  | Wienerberger 3,7<br>Vallourec 3,2      |   |                            | 6,9   | 9,2        |
| <b>Forbrugsgoder - cykliske</b>  |                        |  |  |   |                            | 0,0   | 9,6        |
| <b>Forbrugsgoder - defensive</b> |                        | BAT 5,7<br>Enterprise Inns 3,9<br>Diageo 3,5 | Nestlé 4,6                             |   |                            | 17,7  | 9,1        |
| <b>Medicinal</b>                 |                        |  | Novartis 3,7<br>Roche 2,2              |   |                            | 5,9   | 8,1        |
| <b>Finans</b>                    | Swedbank 3,3           | Allied Irish Bank 4,1<br>Royal Bank 4,2      | UBS 2,0<br>Immoeast 2,8<br>Allianz 4,2 | Piraeus Bank 2,0<br>Banco Bilbao 2,9<br>UniCredito Italiano 4,3 | GarantiBank 1,7            | 31,5  | 30,4       |
| <b>Informationsteknologi</b>     |                        |  |  |   |                            | 0,0   | 3,8        |
| <b>Telekommunikation</b>         |                        |  |  |   |                            | 0,0   | 6,5        |
| <b>Koncessioneret service</b>    |                        |  | Electricite de France 4,9              | Cintra 5,3  |                            | 10,2  | 6,1        |
| <b>Andet</b>                     |                        |  |  |   |                            | 0,0   | 0,0        |
| <b>Total</b>                     | 6,2                    | 28,6   | 37,7                                   | 19,3  | 8,2                        | 100,0 | -          |
| <b>Benchmark*</b>                | 8,4                    | 35,6   | 43,1                                   | 12,9  | -                          | -     | 100,0      |

\* Benchmark er MSCI aktieeuropaindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Europas aktiebeholdning.

## Forventninger

De tre støtter til de positive aktiemarkeder i Europa er fortsat intakte. Det drejer sig om høj indtjeningsevne i erhvervslivet, høj aktivitet inden for virksomhedsovertagelser samt en generelt rimelig prisfastsættelse af aktiemarkedet på p/e 13x. Det nye element er på den makroøkonomiske front, hvor der er sket en klar bedring – især i Tyskland.

Selvom det altid er svært at fremskrive nuværende høje vækstrater, er det vores opfattelse, at de nuværende meget lave forventninger til væksten i Centraleuropa for 2007 vil overraske positivt. Dette vil yde støtte til pæn salgs- og indtjeningsvækst på 8-10% i Europa. Det er værd at bemærke, at den tyske erhvervstillid (IFO-indekset) er på det højeste niveau i 16 år.

Det er vores opfattelse, at de største risici ikke har ændret sig og primært kommer fra et svagere amerikansk forbrug, dollarfald og geopolitisk ustabilitet.

## Risiko

Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det europæiske aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle europæiske aktiemarkeds risiko.

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.

Investor skal være opmærksom på, at 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.

## Resultatopgørelse

### Europa

| NOTE                                    | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>Renter og udbytter</b>               |                   |                   |
| 1 Renterindtægter                       | 468               | 104               |
| 2 Udbytter                              | 13.848            | 1.774             |
| I alt renter og udbytter                | 14.316            | 1.878             |
| <b>3 Kursgevinster og -tab</b>          |                   |                   |
| Kapitalandele                           | 102.388           | 48.338            |
| Handelsomkostninger                     | -3.057            | -771              |
| I alt kursgevinster og -tab             | 99.331            | 47.567            |
| <b>I alt indtægter</b>                  |                   |                   |
|   | <b>113.647</b>    | <b>49.445</b>     |
| 4 Administrationsomkostninger           | -9.262            | - 3.397           |
| <b>Resultat før skat</b>                |                   |                   |
|   | <b>104.385</b>    | <b>46.048</b>     |
| 5 Skat                                  | -973              | -133              |
| <b>Årets nettoresultat</b>              |                   |                   |
|   | <b>103.412</b>    | <b>45.915</b>     |
| <b>Formuebevægelser</b>                 |                   |                   |
| Udlodningsregulering                    | 2.433             | 1.076             |
| Overført fra sidste år                  | 713               | 0                 |
| I alt formuebevægelser                  | 3.146             | 1.076             |
| <b>Til disposition</b>                  |                   |                   |
|   | <b>106.558</b>    | <b>46.991</b>     |
| 6 Til rådighed for udlodning            | 38.822            | 8.912             |
| Foreslået udlodning (8,50 kr. pr andel) | 38.045            | 8.199             |
| Overført til udlodning næste år         | 777               | 713               |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>             |                   |                   |
|   | <b>67.736</b>     | <b>38.079</b>     |

## Balance

### Europa

| NOTE                                      | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>                            |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>                     |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                | 15.731            | 13.708            |
| I alt likvide midler                      | 15.731            | 13.708            |
| <b>7 Kapitalandele</b>                    |                   |                   |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 641.402           | 383.045           |
| I alt kapitalandele                       | 641.402           | 383.045           |
| <b>Andre aktiver</b>                      |                   |                   |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m.      | 325               | 490               |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 1.192             | 8.211             |
| Aktuelle skatteaktiver                    | 890               | 65                |
| I alt andre aktiver                       | 2.407             | 8.766             |
| <b>AKTIVER I ALT</b>                      |                   |                   |
|   | <b>659.540</b>    | <b>405.519</b>    |
| <b>PASSIVER</b>                           |                   |                   |
| 8 Medlemmernes formue                     | 658.544           | 404.956           |
| <b>Anden gæld</b>                         |                   |                   |
| Skyldige omkostninger                     | 996               | 563               |
| I alt anden gæld                          | 996               | 563               |
| <b>PASSIVER I ALT</b>                     |                   |                   |
|   | <b>659.540</b>    | <b>405.519</b>    |

# Noter til resultatopgørelse

## Europa

|                            | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|----------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>              |                   |                   |
| <b>Renter</b>              |                   |                   |
| Indestående i depotselskab | 468               | 104               |
| I alt renter               | 468               | 104               |

|   |        |       |
|---|--------|-------|
| <b>NOTE 2</b>                             |        |       |
| <b>Udbytter</b>                           |        |       |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 13.848 | 1.774 |
| I alt udbytter                            | 13.848 | 1.774 |

|   |         |        |
|---|---------|--------|
| <b>NOTE 3</b>                             |         |        |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>              |         |        |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 102.388 | 48.338 |
| I alt kursgevinster og -tab               | 102.388 | 48.338 |

|   |        |        |
|---|--------|--------|
| Bruttohandelsomkostninger                       | -4.907 | -3.578 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 1.850  | 2.807  |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -3.057 | -771   |

**I alt kursgevinster og -tab** **99.331** **47.567**

|                                      |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|
| <b>NOTE 4</b>                        |       |       |
| <b>Administrationsomkostninger</b>   |       |       |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b> |       |       |
| Gebyrer til depotselskab             | 350   | 159   |
| Fast administrationshonorar          | 2.868 | 850   |
| Fast rådgivningshonorar              | 5.736 | 1.699 |
| Øvrige omkostninger                  | 4     | 627   |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger  | 8.958 | 3.335 |

|                                    |     |    |
|------------------------------------|-----|----|
| <b>Andel af fællesomkostninger</b> |     |    |
| Honorar til bestyrelse m.v.        | 95  | 25 |
| Honorar til revisorer              | 40  | 12 |
| Andre honorarer til revisorer      | 10  | 0  |
| Øvrige omkostninger                | 159 | 25 |
| I alt andel af fællesomkostninger  | 304 | 62 |

**I alt administrationsomkostninger** **9.262** **3.397**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,5% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,0% 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 betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

|   | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 6</b>   |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                         |                   |                   |
| Renter og udbytter  | 14.316            | 1.878             |
| Ikke refunderbar udbytteskat                              | -973              | -133              |
| Kursgevinst til udlodning                                 | 32.435            | 9.553             |
| Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat | 840               | -65               |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning    | -9.262            | -3.397            |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning              | 2.433             | 1.076             |
| Udlodning overført fra sidste år                          | 713               | 0                 |
| I alt til rådighed for udlodning                          | 38.822            | 8.912             |

|                                 |        |       |
|---------------------------------|--------|-------|
| Heraf:                          |        |       |
| Foreslået udlodning             | 38.045 | 8.199 |
| Overført til udlodning næste år | 777    | 713   |
|                                 | 38.822 | 8.912 |

Udbyttet på 8,50 kr. pr. andel fordeles med 8,28 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,22 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,26 kr. pr. andel ud af de 8,50 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Europa

|  | 2006 | 2005 |
|--|------|------|
| <b>NOTE 7</b>  |      |      |
| <b>Specifikation af kapitalandele</b>  |      |      |
| Beholdningsnoten er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt. |      |      |
| Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.   |      |      |
| Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 42 i årsrapporten.  |      |      |

|                                       | 2006 | 2005 |
|---------------------------------------|------|------|
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>      |      |      |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 100% | 100% |
| Unoterede finansielle instrumenter    | 0%   | 0%   |

|  | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|--|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 8</b>  |                                |                          |
| <b>Medlemmernes formue</b>   |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)  | 327.948                        | 404.956                  |
| Udlodning fra sidste år<br>vedrørende cirkulerende andele 31.12.2005 |                                | -8.199                   |
| Ændring i udbetalt udlodning<br>pga. emission/indløsning             |                                | -2.557                   |
| Emissioner i året  | 150.140                        | 198.843                  |
| Indløsninger i året  | -30.500                        | -38.972                  |
| Emissionstillæg  |                                | 887                      |
| Indløsningsfradrag   |                                | 174                      |
| Regulering af udlodning ved emissioner og<br>indløsninger i året     |                                | -2.433                   |
| Overført til udlodning fra sidste år                                 |                                | -713                     |
| Overført til udlodning næste år                                      |                                | 777                      |
| Foreslået udlodning  |                                | 38.045                   |
| Overført fra resultatopgørelsen                                      |                                | 67.736                   |
| I alt medlemmernes formue  | 447.588                        | 658.544                  |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Europa

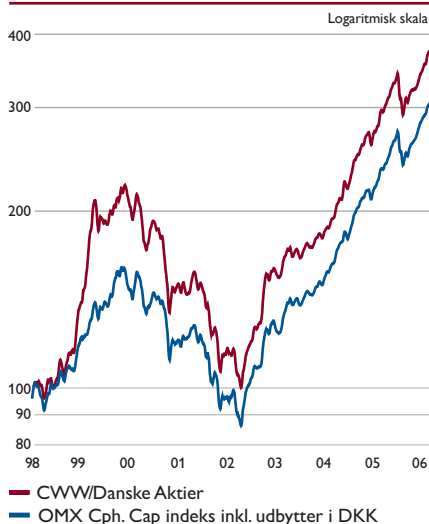
|   | 2006             | 2005             |
|---|------------------|------------------|
| <b>Værdipapiromsætning</b>                        | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> |
| Kursværdi af køb af værdipapirer                  | 395.165          | 415.297          |
| Kursværdi af salg af værdipapirer                 | 238.176          | 80.193           |
| I alt kursværdi af køb og salg<br>af værdipapirer | 633.341          | 495.490          |

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

|  |      |      |
|--|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b><br>(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) | 0,33 | 0,29 |
|--|------|------|

# Carnegie WorldWide/Danske Aktier

## Danske Aktier levetid



## Afkastet i 2006

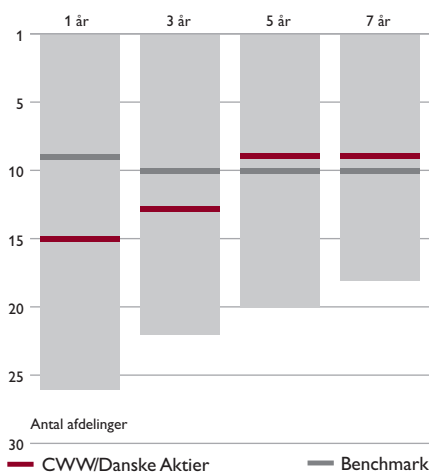
Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 28,7% og underperformede dermed benchmark med 2,6%-point. Underperformancen skyldes bl.a., at afdelingen ikke har investeret i TDC, der har en meget høj indekxsvægt på trods af, at selskabet faktisk i hele 2006 har været overtaget af kapitalfonde, og aktiekapitalen dermed ikke har været tilgængelig. Yderligere har det påvirket afdelingen negativt, at vi ikke har investeret i Genmab, ALK-Abelló og SimCorp, der alle steg mere end 100% i 2006.

2006 blev ellers et godt år for afdeling Danske Aktier med et absolut afkast på 28,7% målt på den indre værdi. Det høje afkast blev bl.a. skabt på baggrund af porteføljens investeringer i Vestas (+130%), Topdanmark (+70%), Sydbank (+64%), FLSmidth (+53%) og Codan (+51%). Ligeledes har porteføljen være undervægtet i A.P. Møller (-18%), der har klaret sig væsentligt dårligere end markedet. Som omtalt i halvårsrapporten havde vi positive forventninger til afkastet, men også fokus på usikkerhedsfaktorer som blandt andet afmatningen af den amerikanske økonomi. Disse faktorer fik kun ringe betydning, og afkastet i andet halvår overraskede positivt.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 40,25 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 39,88 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,37 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,60 kr. pr. andel ud af de 40,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjljen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Det danske aktiemarked i 2006

Det danske aktiemarked udviklede sig igen flot i 2006 med en stigning på 31,3% og blev dermed et af de bedste aktiemarkeder i Europa. Markedet blev i 2006 drevet af en god indtjeningsvækst, lave renter, en rigelig likviditet, men bemærkelsesværdigt ingen overtagelsestilbud blandt de større børsnoterede selskaber, når vi henregner overtagelsen af TDC til at være foregået i 2005.

De danske selskaber leverede gode resultater i 2006, hvilket skyldes en god konkurrenceevne kombineret med en rimelig omkostningstilbageholdenhed. Fortsat lave renter og en stærk konjunkturstigning i Norden har også hjulpet med til en bedre indtjeningsudvikling, især for finans- og ejendomsrelaterede selskaber. Den rigelige likviditet hos såvel private som institutionelle investorer var den væsentligste faktor for aktiemarkedets positive udvikling.

## Investeringerne i 2006

Porteføljen er i årets løb drejet mere over mod "stabil vækst" og "strukturel vækst" på bekostning af "cyklisk vækst". Ændringen skyldes selskabsspecifikke beslutninger, og vores forventninger til 2006 om, at lederskabet i markedet måske vil skifte i retning af vækstaktierne på bekostning af de cykliske aktier. Porteføljen er til gengæld blevet vægtet tungere inden for industri, idet vi forventer en succesfuld udvikling i to af de store danske industriselskaber nemlig Vestas og FLSmidth.

## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

|                                  | Cyklisk vækst      |      | Stabil vækst      |      | Strukturel vækst    |      | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|--------------------|------|-------------------|------|---------------------|------|-------|------------|
| <b>Energi</b>                    |                    |      |                   |      |                     |      | 0,0   | 1,3        |
| <b>Råvarer</b>                   |                    |      | Rockwool          | 1,4  | Novozymes           | 4,2  | 5,6   | 3,1        |
| <b>Industri og service</b>       | A.P. Møller -Mærsk | 3,8  | Group 4 Securicor | 7,4  | Vestas Wind Systems | 8,7  | 28,4  | 25,5       |
|                                  | FLSmidth           | 4,2  |                   |      |                     |      |       |            |
|                                  | DSV                | 4,3  |                   |      |                     |      |       |            |
| <b>Forbrugsgoder - cykliske</b>  | Bang & Olufsen     | 3,9  |                   |      |                     |      | 8,1   | 3,4        |
|                                  | Søndagsavisen      | 4,2  |                   |      |                     |      |       |            |
| <b>Forbrugsgoder - defensive</b> | IC Company         | 2,9  | Danisco           | 2,4  |                     |      | 5,3   | 7,6        |
| <b>Medicinal</b>                 |                    |      |                   |      | Bavarian Nordic     | 3,9  | 18,5  | 21,7       |
|                                  |                    |      |                   |      | Coloplast           | 3,9  |       |            |
|                                  |                    |      |                   |      | NeuroSearch         | 0,7  |       |            |
|                                  |                    |      |                   |      | Novo Nordisk        | 10,0 |       |            |
| <b>Finans</b>                    | TK Development     | 1,0  | Codan             | 2,4  |                     |      | 27,3  | 32,3       |
|                                  |                    |      | Danske Bank       | 8,6  |                     |      |       |            |
|                                  |                    |      | Nordea            | 4,8  |                     |      |       |            |
|                                  |                    |      | Topdanmark        | 4,2  |                     |      |       |            |
|                                  |                    |      | Alm. Brand        | 0,4  |                     |      |       |            |
|                                  |                    |      | Jyske Bank        | 2,8  |                     |      |       |            |
|                                  |                    |      | TrygVesta         | 3,1  |                     |      |       |            |
| <b>Informationsteknologi</b>     |                    |      |                   |      | Thrane & Thrane     | 1,9  | 1,9   | 1,2        |
| <b>Telekommunikation</b>         |                    |      |                   |      | RTX                 | 0,6  | 4,9   | 3,8        |
|                                  |                    |      |                   |      | GN Store Nord       | 4,3  |       |            |
| <b>Koncessioneret service</b>    |                    |      |                   |      |                     |      | 0,0   | 0,1        |
| <b>Andet</b>                     |                    |      |                   |      |                     |      | 0,0   | 0,0        |
| <b>Total</b>                     |                    | 24,3 |                   | 37,5 |                     | 38,2 | 100,0 | 100,0      |

\* Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.

## Afdelingens investeringsstrategi

Det er afdelingens formål primært at investere i børsnoterede selskaber noteret på OMX Københavns Fondsbørs. Målsætningen er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på OMX Cph. cap-indekset og samtidig holde risikoen (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet) på niveau med det danske aktiemarked.

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, "stock-picking".

Den stigende volatilitet på de finansielle markeder og de deraf større udsving i enkelte selskabers/sektors 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. Det ændrer dog ikke grundlæggende ved det langsigtede investeringskoncept i afdelingen. De centrale grundholdninger i relation til investeringskonceptet er:

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

## Forventninger til 2007

Vi forventer ikke en gentagelse af de seneste års store afkast på det danske aktiemarked, men et afkast i underkanten af 10% er absolut inden for rækkevidde.

På kort sigt skal der komme væsentligt dårligt nyt for at stoppe den betydelige likviditet, som i øjeblikket driver markedet. Vi vurderer ikke, at aktiemarkedet på trods af de store stigninger er overvurderet. Den globale økonomi udvikler sig fornuftigt, og i kombination med en fortsat god omkostningsstyring giver det et stærkt indtjeningsbillede for 2007. Vi forventer, at aktiemarkedet vil kunne følge indtjeningsudviklingen i selskaberne, som vi venter, vil kunne

vokse med 6-8% i 2006. Hertil kommer, at muligheden for private equity finansierede og/eller selskabsfinansierede overtagelser vil stimulere efterspørgslen på aktier, især hvis der kommer flere konkrete bud. Vi vurderer, at DSV, Group 4 Securicor, GN Store Nord og NKT er mulige overtagelseskandidater. Mange selskaber er meget cash flow genererende og særdeles velkonsoliderede, hvilket traditionelt øger "appetitten" på direktiongangene for strategiske opkøb, og dermed kan øget branchekonsolidering være den næste værdigenerator, om end strategiske opkøb også kan være negative for aktiekurserne, såfremt der købes for dyrt. Et eventuelt lovindgreb, der gør det mindre fordelagtigt for kapitalfonde at overtage danske virksomheder, vil dog kunne bremse denne udvikling.

På længere sigt vil det dog være fornuftigt kun at forvente et afkast på niveau med den langsigtede indtjeningsudvikling på 6-8% p.a.

## **Risiko**

Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det danske aktiemarkeds risiko. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det danske aktiemarkeds risiko.

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.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.



## Resultatopgørelse

### Danske Aktier

| NOTE                                      | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>Renter og udbytter</b>                 |                   |                   |
| 1 Renterindtægter                         | 415               | 217               |
| 2 Udbytter                                | 9.142             | 7.893             |
| I alt renter og udbytter                  | 9.557             | 8.110             |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>              |                   |                   |
| 3 Kapitalandele                           | 142.435           | 220.891           |
| Handelsomkostninger                       | -1.188            | -3.582            |
| I alt kursgevinster og -tab               | 141.247           | 217.309           |
| <b>I alt indtægter</b>                    | <b>150.804</b>    | <b>225.419</b>    |
| 4 Administrationsomkostninger             | -8.448            | -8.165            |
| <b>Resultat før skat</b>                  | <b>142.356</b>    | <b>217.254</b>    |
| 5 Skat                                    | -143              | -106              |
| <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>142.213</b>    | <b>217.148</b>    |
| <b>Formuebevægelser</b>                   |                   |                   |
| Udlodningsregulering                      | -860              | -9.227            |
| Overført fra sidste år                    | 517               | 1.748             |
| I alt formuebevægelser                    | -343              | -7.479            |
| <b>Til disposition</b>                    | <b>141.870</b>    | <b>209.669</b>    |
| 6 Til rådighed for udlodning              | 91.720            | 93.476            |
| Foreslået udlodning (40,25 kr. pr. andel) | 91.328            | 92.959            |
| Overført til udlodning næste år           | 392               | 517               |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>               | <b>50.150</b>     | <b>116.193</b>    |

## Balance

### Danske Aktier

| NOTE                                      | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>                            |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>                     |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                | 20.078            | 16.546            |
| I alt likvide midler                      | 20.078            | 16.546            |
| 7 <b>Kapitalandele</b>                    |                   |                   |
| Noterede aktier fra danske selskaber      | 508.408           | 478.318           |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 70.674            | 78.424            |
| I alt kapitalandele                       | 579.082           | 556.742           |
| <b>AKTIVER I ALT</b>                      | <b>599.160</b>    | <b>573.288</b>    |
| <b>PASSIVER</b>                           |                   |                   |
| 8 Medlemmernes formue                     | 594.940           | 571.177           |
| <b>Anden gæld</b>                         |                   |                   |
| Skyldige omkostninger                     | 888               | 926               |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 3.332             | 1.185             |
| I alt anden gæld                          | 4.220             | 2.111             |
| <b>PASSIVER I ALT</b>                     | <b>599.160</b>    | <b>573.288</b>    |

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Aktier

|                            | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|----------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>              |                   |                   |
| <b>Renter</b>              |                   |                   |
| Indestående i depotselskab | 415               | 217               |
| I alt renter               | 415               | 217               |

|   |       |       |
|---|-------|-------|
| <b>NOTE 2</b>                             |       |       |
| <b>Udbytter</b>                           |       |       |
| Noterede aktier fra danske selskaber      | 7.236 | 6.254 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 1.906 | 1.639 |
| I alt udbytter                            | 9.142 | 7.893 |

|   |         |         |
|---|---------|---------|
| <b>NOTE 3</b>                                   |         |         |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>                    |         |         |
| Noterede aktier fra danske selskaber            | 126.766 | 209.333 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber       | 15.669  | 11.558  |
| I alt kursgevinster og -tab                     | 142.435 | 220.891 |
| Bruttohandelsomkostninger                       | -2.132  | -4.212  |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 944     | 630     |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -1.188  | -3.582  |

**I alt kursgevinster og -tab** **141.247** **217.309**

|                                      |       |       |
|--------------------------------------|-------|-------|
| <b>NOTE 4</b>                        |       |       |
| <b>Administrationsomkostninger</b>   |       |       |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b> |       |       |
| Gebyrer til depotselskab             | 152   | 132   |
| Fast administrationshonorar          | 2.713 | 2.581 |
| Fast rådgivningshonorar              | 5.426 | 5.161 |
| Øvrige omkostninger                  | 14    | 28    |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger  | 8.305 | 7.902 |

|                                    |     |     |
|------------------------------------|-----|-----|
| <b>Andel af fællesomkostninger</b> |     |     |
| Honorar til bestyrelse m.v.        | 41  | 83  |
| Honorar til revisorer              | 23  | 38  |
| Andre honorarer til revisorer      | 6   | 10  |
| Øvrige omkostninger                | 73  | 132 |
| I alt andel af fællesomkostninger  | 143 | 263 |

**I alt administrationsomkostninger** **8.448** **8.165**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,5% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,0% 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 betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

|  | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 6</b>  |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                      |                   |                   |
| Renter og udbytter                                     | 9.557             | 8.110             |
| Ikke refunderbar udbytteskat                           | -143              | -106              |
| Kursgevinst til udlodning                              | 91.097            | 101.116           |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning | -8.448            | -8.165            |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning           | -860              | -9.227            |
| Udlodning overført fra sidste år                       | 517               | 1.748             |
| I alt til rådighed for udlodning                       | 91.720            | 93.476            |
| Heraf:   |                   |                   |
| Foreslået udlodning                                    | 91.328            | 92.959            |
| Overført til udlodning næste år                        | 392               | 517               |
|  | 91.720            | 93.476            |

Udbyttet på 40,25 kr. pr. andel fordeles med 39,88 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,37 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,60 kr. pr. andel ud af de 40,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Danske Aktier

|  |             | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|--|-------------|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 7</b>  |             |                                |                          |
| <b>Specifikation af kapitalandele</b>  |             |                                |                          |
| Beholdningsnoten er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt. |             |                                |                          |
| Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.   |             |                                |                          |
| Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 47 i årsrapporten.  |             |                                |                          |
|  | <b>2006</b> | <b>2005</b>                    |                          |
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>   |             |                                |                          |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  | 100%        | 100%                           |                          |
| Unoterede finansielle instrumenter   | 0%          | 0%                             |                          |
| <b>NOTE 8</b>  |             |                                |                          |
| <b>Medlemmernes formue</b>   |             |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)  | 239.893     |                                | 571.177                  |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele 31.12.2005  |             |                                | -92.959                  |
| Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning  |             |                                | 8.764                    |
| Emissioner i året  | 28.373      |                                | 66.788                   |
| Indløsninger i året  | -41.365     |                                | -101.347                 |
| Emissionstillæg  |             |                                | 93                       |
| Indløsningsfradrag   |             |                                | 211                      |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året  |             |                                | 860                      |
| Overført til udlodning fra sidste år   |             |                                | -517                     |
| Overført til udlodning næste år  |             |                                | 392                      |
| Foreslået udlodning  |             |                                | 91.328                   |
| Overført fra resultatopgørelsen  |             |                                | 50.150                   |
| I alt medlemmernes formue  | 226.901     |                                | 594.940                  |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Danske Aktier

|  | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             | 2002             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Værdipapiromsætning</b>                     | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> |
| Kursværdi af køb af værdipapirer               | 134.396          | 330.416          | 191.337          | 211.807          | 140.678          |
| Kursværdi af salg af værdipapirer              | 254.447          | 438.338          | 229.062          | 237.788          | 131.057          |
| I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer | 388.843          | 768.754          | 420.399          | 449.595          | 271.735          |

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

|  |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b><br>(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) | 0,13 | 0,63 | 0,26 | 0,51 | 0,29 |
|--|------|------|------|------|------|

# Carnegie WorldWide/Østeuropa

## Østeuropa levetid



## Afkastet i 2006

Afdelingen gav et afkast i 2006 på 29,0% mod benchmark på 27,7%.

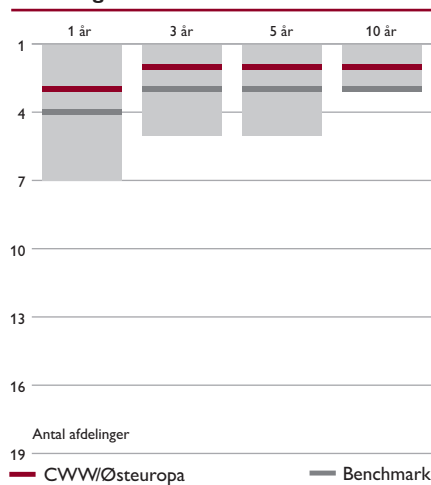
Baggrunden for afdelingens outperformance var afdelingens aktievalg, primært i Rusland, hvor Sberbank (+135%), Norilsk Nickel (+54%) og Polyus (+118%), Novatek (+88%) og Open Investments (+68%) bidrog markant til det gode afkast. Også afdelingens investeringer i uran mineselskabet Urasia Energy var lønsomt med en stigning på 63%, og endelig skal nævnes North West Telecom, der steg 52% gennem 2006. Omvendt trak afdelingens tyrkiske investeringer ned i det samlede afkast.

Afkastet i specielt 2. halvdel af 2006 overraskede meget positivt i forhold til foreningens mere moderate forventninger som bl.a. nævnt i halvårsrapporten. Baggrunden herfor kan nok primært tilskrives det globale pengepolitiske miljø, der fortsat er meget lempeligt og derfor har været meget gunstigt for den økonomiske tilvækst og for de globale aktiemarkeder.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 32,00 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 31,81 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,19 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,38 kr. pr. andel ud af de 32,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Investeringerne i 2006

Carnegie WorldWide/Østeuropas investeringsfilosofi fokuserer på udvælgelse af en koncentreret portefølje af op til 35 aktier, der kan holdes i en længere periode. Dels er det vores vurdering, at det er svært at tilføje værdi ved hele tiden at "hoppe" mellem forskellige aktier, dels er der store omkostninger forbundet ved denne stil, idet de østeuropæiske markeder fortsat er relativt illikvide, hvorfor overdreven handel vil kunne påvirke kursdannelsen. Omsætningshastigheden tilstræbes derfor at være lav.

Afdelingen har gennem 2006 fortsat opbygningen af eksponeringen til russiske og kazakstanske aktier. Dette er sket, dels fordi værdiansættelsen på aktiemarkederne i Polen, Ungarn og Tjekkiet nu gennemsnitligt har nået samme niveau som de vesteuropæiske aktiemarkeder, dels fordi Rusland og Kazakstan tilbyder vedvarende høj økonomisk tilvækst og en relativt fornuftig prisfastsættelse.

Afdelingen har reduceret investeringerne i Tyrkiet. Nedvægtningen er af mere taktisk karakter, idet vi vurderer, at markedet vil være afventende til efter præsident- og parlamentsvalgene i 2007. Den langsigtede case er fortsat intakt, og afdelingen vil på et senere tidspunkt øge eksponeringen til det tyrkiske aktiemarked. Tyrkiet har i de seneste tre år lagt fundamentet for en fuldkommen transformation af økonomien. På længere sigt vil det betyde, at den økonomiske tilvækst og værdiskabelsen på de tyrkiske finansielle markeder bliver meget stor.

Afdelingen solgte ti aktier og købte ligeledes ti aktier i 2006. Afdelingens salg omfattede Komercni Banka, PKN, Centiva, S&T, OTP, Net Hld., MTS, Immoeast, Urals Energy og Philip Morris CR. Afdelingen købte Net Hld., Urasia Energy, Novatek, Financial Explorer Financial Fund, Urals Energy, Immoeast, Akcansa, CTC Media, A&D Pharma og KazkommertsBank.

## Afdelingens investeringsstrategi

Hovedtemaet i investeringsstrategien har alle år været at drage fordel af, at den discount, som regionens aktier historisk er handlet med, gradvist vil mindskes i takt med, at landene i øst bliver tættere knyttet til EU. Da denne discount specielt i de mere udviklede markeder i Østeuropa i dag er reduceret markant, har strategien siden 2005 været gradvist at flytte investerin-

ger fra de mest udviklede markeder mod øst og syd, dvs. mod Rusland, de tidligere sovjet stater og Tyrkiet. Vi vurderer overordnet set, at disse markeder har et større potentiale end f.eks. aktiemarkederne i Polen, Tjekkiet og Ungarn.

Det væsentligste tema i porteføljen er i dag eksponeringen til privatforbrug i regionen. Købekraften blandt almindelige forbrugere i regionen har udviklet sig eksplosivt de senere år, og regionen byder i dag på nogle af de højeste vækstrater inden for f.eks. bankvæsen, medicinalforbrug, reklameforbrug og ejendomsinvesteringer i verden. Baggrunden herfor er, at i modsætning til f.eks. i den vestlige verden, hvor man har haft disse forbrugsmuligheder i en menneskealder, er dette helt nye markeder i de fleste østeuropæiske lande, og der er derfor et kolossalt "opsparat" efterspørgselsbehov, der nu bliver udløst, da regionens indkomstniveau nu muliggør dette forbrug. Afdelingen har derfor bl.a. investeret i banker i Tyrkiet, Rusland og Kazakstan, banker der alle øger deres forretningsomfang mange gange hurtigere end tilsvarende banker i f.eks. Vesteuropa. Ligeledes har afdelingen investeret betydeligt i udvikling af ejendomsprojekter i Baltikum, Polen, Rusland og Ukraine. Baggrunden herfor er igen, at der er et kolossalt opsparat behov for forbedret boligmasse, der i disse år bliver imødekommet, og at selskaber, der er i stand til at gennemføre komplekse ejendomsprojekter i disse år, vil være i stand til at tjene overnormale profitter, da efterspørgslen langt overgår udbuddet.

Et andet tema er energi, hvor afdelingen først og fremmest har fokus på gasmarkedet, specielt gennem afdelingens store investering i Gazprom, men også gennem betydelige investeringer i lillebroren inden for russisk gasproduktion, Novatek. Begge investeringer er foretaget med en forventning om, at de unormalt lave russiske gaspriser over de kommende tre år vil normalisere sig hen imod niveauerne i Vesteuropa, og at både Gazprom og Novatek derfor vil opleve en markant indkomstfremgang.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2007

Som en konsekvens af afdelingens valg af enkeltaktier er sammensætningen af porteføljen markant anderledes end afdelingens benchmark. Således er f.eks. Polen stærkt undervægtet med investeringer på godt 2%, mens afdelingen har over 29% investeret i lande uden for

#### Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

|                                  | Ungarn             | Tjekkiet | Polen       | Rusland  | Andre lande  | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|--------------------|----------|-------------|--|--|-------|------------|
| <b>Energi</b>                    | MOL 4,2            |          |             | Gazprom ADR 8,7<br>Lukoil 2,0<br>NovaTek 4,7<br>Vostok Nafta 2,6 | Dragon Oil 2,7<br>Urasia Energy 4,2  | 29,1  | 50,4       |
| <b>Råvarer</b>                   |                    |          |             | Norilsk Nickel 3,6<br>Polyus Gold 1,4<br>Peter Hambro 2,8        | Akcansa Cimento 1,7  | 9,5   | 7,1        |
| <b>Industri og service</b>       |                    |          | Budimex 2,3 | Open Investments 6,5   | Baltic Property 1,6<br>XXI Century Investments 1,7                               | 12,1  | 0,1        |
| <b>Forbrugsgoder - cykliske</b>  | Danubius Hotel 2,0 |          |             | CTC Media 2,7  | CME 2,8  | 7,5   | 2,0        |
| <b>Forbrugsgoder - defensive</b> |                    |          |             |  | Efes Breweries Int. 1,6  | 1,6   | 0,4        |
| <b>Medicinal</b>                 | Gedeon Richter 5,2 |          |             |  | Acibadem 2,1<br>A&D Pharma 2,2   | 9,5   | 2,3        |
| <b>Finans</b>                    |                    |          |             | Sberbank 9,9   | Akbank 1,3<br>Kazkommertsbank 0,7<br>East Cap. Expl. Fund 3,2<br>GarantiBank 1,7 | 16,8  | 18,8       |
| <b>Informationsteknologi</b>     |                    |          |             |  |  | 0,0   | 0,4        |
| <b>Telekommunikation</b>         |                    |          |             | North-West Telecom 4,2<br>Sibirtelecom 3,1                       |  | 7,3   | 11,5       |
| <b>Koncessioneret service</b>    |                    | CEZ 4,8  |             |  | Tallinna Vesi 1,8  | 6,6   | 7,0        |
| <b>Andet</b>                     |                    |          |             |  |  | 0,0   | 0,0        |
| <b>Total</b>                     | 11,4               | 4,8      | 2,3         | 52,2   | 29,3   | 100,0 | -          |
| <b>Benchmark*</b>                | 12,0               | 8,9      | 19,1        | 60,0   | 0,0  | -     | 100,0      |

\*Benchmark består af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.

benchmark. Ved valg af enkeltaktier er der lagt stor vægt på at investere i selskaber, der vil være i en position til at skabe stor værditilvækst på langt sigt, i særdeleshed med en fokus på selskaber, der vil opleve god vækst i cash flow.

## Forventninger

De vigtigste parametre for udviklingen i regionen er fortsat eksterne forhold som det amerikanske boligmarked, olieprisen og udsigterne for inflationsudviklingen i den globale økonomi. Vi forventer ikke, at disse parametre vil udvikle sig i udpræget negativ retning for regionens aktiemarkeder, men det må omvendt forventes, at der i løbet af 2007, som følge af forhold, der i dag er ukendte, f.eks. usikkerheden om den økonomiske vækst og strammere likviditet, vil opstå fornyet usikkerhed og deraf svækkede markeder. Dette er sket i hvert af de seneste seks år – enten i 1. eller 2. kvartal. Vi forventer fortsat positive og konkurrencedygtige afkast på de østeuropæiske aktiemarkeder de kommende 12 måneder.

Inden for regionen vil afdelingen sandsynligvis fortsætte strategien med at flytte investeringer mod mindre udviklede markeder i øst, og vi vil på kort sigt være afventende med hensyn til det tyrkiske marked, der sandsynligvis vil være svagere end resten af regionen som følge af politisk usikkerhed op til præsident- og parlamentsvalgene i 2007.

De største risikofaktorer for dette scenarie er en hård landing for den amerikanske økonomi og/eller markante udsving i olieprisen.

## Risiko

Investor skal være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko end i en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor foreningen 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.

Afdelingen søger investeringskandidater i hele Østeuropa uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Investor skal være opmærksom på, at 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.

## Resultatopgørelse

### Østeuropa

| NOTE                                      | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>Renter og udbytter</b>                 |                   |                   |
| 1 Renterindtægter                         | 861               | 407               |
| 2 Udbytter                                | 23.105            | 21.846            |
| I alt renter og udbytter                  | 23.966            | 22.253            |
| <b>3 Kursgevinster og -tab</b>            |                   |                   |
| Kapitalandele                             | 495.801           | 645.527           |
| Handelsomkostninger                       | -15.289           | -8.153            |
| I alt kursgevinster og -tab               | 480.512           | 637.374           |
| <b>I alt indtægter</b>                    | <b>504.478</b>    | <b>659.627</b>    |
| 4 Administrationsomkostninger             | -32.453           | -22.164           |
| <b>Resultat før skat</b>                  | <b>472.025</b>    | <b>637.463</b>    |
| 5 Skat                                    | -2.321            | -3.008            |
| <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>469.704</b>    | <b>634.455</b>    |
| <b>Formuebevægelser</b>                   |                   |                   |
| Udlodningsregulering                      | -17.527           | 9.964             |
| Overført fra sidste år                    | 297               | 606               |
| I alt formuebevægelser                    | -17.230           | 10.570            |
| <b>Til disposition</b>                    | <b>452.474</b>    | <b>645.025</b>    |
| 6 Til rådighed for udlodning              | 149.248           | 74.694            |
| Foreslået udlodning (32,00 kr. pr. andel) | 148.764           | 74.397            |
| Overført til udlodning næste år           | 484               | 297               |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>               | <b>303.226</b>    | <b>570.331</b>    |

## Balance

### Østeuropa

| NOTE                                       | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>                             |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>                      |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                 | 8.992             | 14.328            |
| I alt likvide midler                       | 8.992             | 14.328            |
| <b>7 Kapitalandele</b>                     |                   |                   |
| Unoterede aktier fra danske selskaber      | 31.800            | 20.625            |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber  | 1.902.544         | 1.713.072         |
| Unoterede aktier fra udenlandske selskaber | 64.183            | 0                 |
| I alt kapitalandele                        | 1.998.527         | 1.733.697         |
| <b>Andre aktiver</b>                       |                   |                   |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m.       | 1.036             | 16                |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling  | 0                 | 3.513             |
| Aktuelle skatteaktiver                     | 50                | 197               |
| I alt andre aktiver                        | 1.086             | 3.726             |
| <b>AKTIVER I ALT</b>                       | <b>2.008.605</b>  | <b>1.751.751</b>  |
| <b>PASSIVER</b>                            |                   |                   |
| 8 Medlemmernes formue                      | 2.005.578         | 1.749.079         |
| <b>Anden gæld</b>                          |                   |                   |
| Skyldige omkostninger                      | 3.027             | 2.672             |
| I alt anden gæld                           | 3.027             | 2.672             |
| <b>PASSIVER I ALT</b>                      | <b>2.008.605</b>  | <b>1.751.751</b>  |

# Noter til resultatopgørelse

## Østeuropa

|                            | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|----------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>              |                   |                   |
| <b>Renter</b>              |                   |                   |
| Indestående i depotselskab | 861               | 407               |
| I alt renter               | 861               | 407               |

|   |        |        |
|---|--------|--------|
| <b>NOTE 2</b>                             |        |        |
| <b>Udbytter</b>                           |        |        |
| Unoterede aktier fra danske selskaber     | 1.485  | 461    |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 21.620 | 21.385 |
| I alt udbytter                            | 23.105 | 21.846 |

|  |         |         |
|--|---------|---------|
| <b>NOTE 3</b>                              |         |         |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>               |         |         |
| Unoterede aktier fra danske selskaber      | 4.220   | 1.865   |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber  | 482.209 | 643.662 |
| Unoterede aktier fra udenlandske selskaber | 9.372   | 0       |
| I alt kursgevinster og -tab                | 495.801 | 645.527 |

|   |         |         |
|---|---------|---------|
| Bruttohandelsomkostninger                       | -19.812 | -13.642 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 4.523   | 5.489   |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -15.289 | -8.153  |

**I alt kursgevinster og -tab** **480.512** **637.374**

|                                      |        |        |
|--------------------------------------|--------|--------|
| <b>NOTE 4</b>                        |        |        |
| <b>Administrationsomkostninger</b>   |        |        |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b> |        |        |
| Gebyrer til depotselskab             | 2.335  | 2.228  |
| Fast administrationshonorar          | 9.798  | 6.405  |
| Fast rådgivningshonorar              | 19.596 | 12.811 |
| Øvrige omkostninger                  | 14     | 28     |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger  | 31.743 | 21.472 |

|                                    |     |     |
|------------------------------------|-----|-----|
| <b>Andel af fællesomkostninger</b> |     |     |
| Honorar til bestyrelse m.v.        | 244 | 256 |
| Honorar til revisorer              | 114 | 109 |
| Andre honorarer til revisorer      | 28  | 28  |
| Øvrige omkostninger                | 324 | 299 |
| I alt andel af fællesomkostninger  | 710 | 692 |

**I alt administrationsomkostninger** **32.453** **22.164**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,5% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,0% 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 betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

|   | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 6</b>   |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                         |                   |                   |
| Renter og udbytter  | 23.966            | 22.253            |
| Ikke refunderbar udbytteskat                              | -2.321            | -3.008            |
| Kursgevinst til udlodning                                 | 177.097           | 67.339            |
| Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat | 189               | -296              |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning    | -32.453           | -22.164           |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning              | -17.527           | 9.964             |
| Udlodning overført fra sidste år                          | 297               | 606               |
| I alt til rådighed for udlodning                          | 149.248           | 74.694            |

Heraf:

|                                 |         |        |
|---------------------------------|---------|--------|
| Foreslået udlodning             | 148.764 | 74.397 |
| Overført til udlodning næste år | 484     | 297    |
|                                 | 149.248 | 74.694 |

Udbyttet på 32,00 kr. pr. andel fordeles med 31,81 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,19 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,38 kr. pr. andel ud af de 32,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.



## Noter til balance

### Østeuropa

|  | 2006  | 2005  |
|--|-------|-------|
| <b>NOTE 7</b>  |       |       |
| <b>Specifikation af kapitalandele</b>  |       |       |
| Beholdningsnoten er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt. |       |       |
| Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.   |       |       |
| Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 53 i årsrapporten.  |       |       |
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>   |       |       |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  | 95,2% | 98,8% |
| Unoterede finansielle instrumenter   | 4,8%  | 1,2%  |
| <b>Unoterede finansielle instrumenter:</b>   |       |       |
| - Baltic Property Trust Secura   | 1,6%  | 1,2%  |
| - East Capital Explorer Financial Fund   | 3,2%  | 0%    |

|   | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|---|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 8</b>   |                                |                          |
| <b>Medlemmernes formue</b>  |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)                                       | 504.387                        | 1.749.079                |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele 31.12.2005 |                                | -74.397                  |
| Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning             |                                | -1.860                   |
| Emissioner i året   | 39.681                         | 151.422                  |
| Indløsninger i året   | -79.180                        | -292.277                 |
| Emissionstillæg   |                                | 883                      |
| Indløsningsfradrag  |                                | 3.024                    |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året     |                                | 17.527                   |
| Overført til udlodning fra sidste år                              |                                | -297                     |
| Overført til udlodning næste år                                   |                                | 484                      |
| Foreslået udlodning   |                                | 148.764                  |
| Overført fra resultatopgørelsen                                   |                                | 303.226                  |
| I alt medlemmernes formue   | 464.888                        | 2.005.578                |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Østeuropa

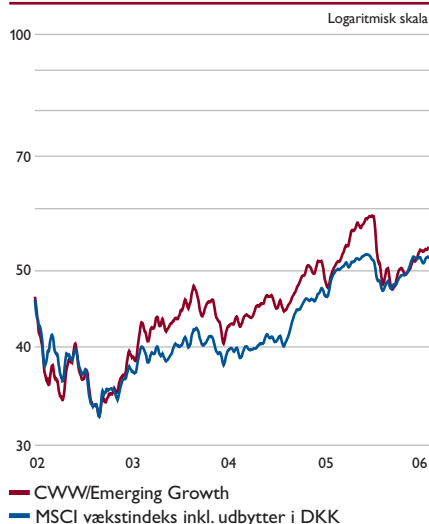
|  | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             | 2002             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Værdipapiromsætning</b>                     | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> |
| Kursværdi af køb af værdipapirer               | 763.600          | 739.490          | 291.093          | 137.373          | 149.250          |
| Kursværdi af salg af værdipapirer              | 985.826          | 448.124          | 126.793          | 126.558          | 51.968           |
| I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer | 1.749.426        | 1.187.614        | 417.886          | 263.931          | 201.218          |

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

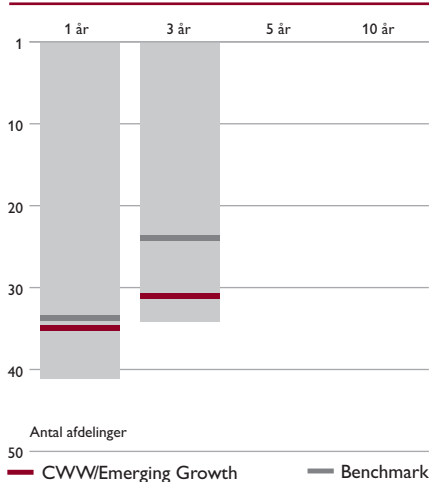
|  |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b><br>(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) | 0,31 | 0,27 | 0,14 | 0,25 | 0,14 |
|--|------|------|------|------|------|

# Carnegie WorldWide/Emerging Growth

## Emerging Growth levetid



## Placering i IFR's afkaststatistik



Søljens viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Afkastet i 2006

Afdelingens gav et afkast på 2,6% i 2006, hvilket er lige under sammenligningsgrundlaget Morgan Stanleys globale vækstindeks, som steg 2,9%. Sammenlignet med afkastet på det generelle aktiemarked, målt ved afkastet på Morgan Stanleys globale aktieindeks, som steg 7,3%, var der således tale om endnu et år, hvor investorerne i vækstaktier fik et lavere afkast.

I perioder med høj økonomisk vækst har de fleste selskaber gode forudsætninger for at udvise vækst, og i sådanne perioder kan valueaktier typisk tilbyde investorerne rimelige vækstrater til en lav pris. I et sådant miljø er investorerne ikke villige til at betale en præmie for vækstaktier. Udviklingen de senere år har netop været kendetegnet ved høj økonomisk vækst, lave renter og lav inflation, og 2006 var ingen undtagelse, hvorfor investorerne i vækstaktier atter oplevede et vanskeligt år. Centralbankernes forsøg på at dæmpe den økonomiske vækst ved hjælp af højere renter medførte ligeledes, som også omtalt i halvårsrapporten, at 2006 blev et vanskeligt år for vækstaktier.

Afdelingens bedste investeringstema var "Emerging Markets", og det er også inden for dette tema, at afdelingens bedste investering skal findes. For andet år i træk var afdelingens bedste investering Raffles Education, som steg 107%. Raffles Education udbyder uddannelser med vægt på kreative fag fra privatskoler i blandt andet Kina og Indien. Senest har selskabet etableret sit eget universitet, hvilket ventes at bidrage til en fortsat høj vækst i selskabet fremover. De to indiske selskaber, mobiltelefonselskabet Bharti Tele-Ventures, som steg 66%, og detailhandelskæden Pantaloon Retail, som steg 34%, var ligeledes blandt de bedste investeringer og en medvirkende årsag til, at "Emerging Markets" temaet gav et positivt bidrag til afkastet.

Også investeringstemaet "Energi" gav et godt afkast i 2006. Inden for dette tema skal afdelingens næstbedste investering, det kinesiske energiselskab Sinopec, fremhæves. Sinopec steg 71% blandt andet på forventninger om en liberalisering af det kinesiske energimarked.

Afdelingens investering i temaet "Det digitale hjem" var ikke nogen succes i 2006. Dog skal investeringen i Cisco Systems med et afkast op på 34% fremhæves som en positiv bidragsyder. Generelt var udviklingen dog skuffende for flere af investeringerne inden for dette tema. Norske Tandberg blev den dårligste investering med et fald på 64% efter en skuffende udvikling i salget og indtjeningsforventninger. Også et selskab som Yahoo, som faldt 28%, skuffede, idet udviklingen af nye produkter har taget længere tid end ventet.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2006.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

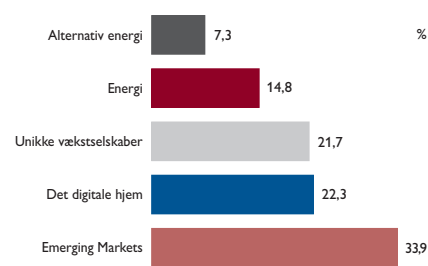
## Investeringerne i 2006 samt større omlægninger

Afdelingen har fokuseret strategien omkring fem væksttemaer: Emerging Markets (34%), Unikke vækstselskaber (22%), Det digitale hjem (22%), Energi (15%) og Alternativ energi (7%).

Investeringerne i Emerging Markets udgør fortsat den største del af investeringerne. Fortsætter den nuværende økonomiske udvikling, samt de politiske og økonomiske reformer, vil lande som Kina og Indien om 30 år overgå USA i økonomisk størrelse. Denne udvikling byder på mange interessante investeringsmuligheder i mange år fremover. Andelen af investeringer i dette tema er dog nedvægtet en smule til 34% i forhold til de godt 40%, som dette tema udgjorde ultimo 2005. Specielt afdelingens indiske investering er blevet reduceret oven på en meget flot kursudvikling, som har resulteret i en forholdsvis høj prisfastsættelse af indiske aktier.

Afdelingens investeringer i temaet "Energi" blev ligeledes reduceret i løbet af året. Forventninger om en lavere økonomisk vækst i 2007 samt udsigten til en mild vinter, sammenholdt med flotte kursstigninger på afdelingens investeringer i energiaktier i 2006, har ført til en nedvægt-

## Temaoversigt pr. 31. 12. 2006



ning i dette tema. Afdelingen har dog fortsat forventninger om en langsigtet høj oliepris drevet af politisk ustabile regimer i mange olieproducerende land, en fortsat stærk efterspørgsel fra vækstøkonomierne i Emerging Markets samt begrænsede muligheder for at øge udbuddet af olie.

I 2006 investerede vi i nye investeringstemaer: "Alternativ energi" og "Det digitale hjem".

Der er i dag en stigende erkendelse af, at der er brug for alternativer til de traditionelle fossile brændstoffer. Udover ønsket om en lavere energiregning er der også et stigende ønske om at frigøre sig fra afhængigheden af de olierige, men ofte politisk ustabile og uroplagede lande primært i Mellemøsten. En anden væsentlig årsag er en stadig større forståelse for de konsekvenser udledningen af CO<sub>2</sub> har for miljøet.

For at fremme udviklingen indfører politikere over store dele af verden i stigende grad støtteordninger for at fremme investeringerne i alternativ energi. Uden disse støtteordninger er kun få af de alternative energikilder i dag konkurrencedygtige med de fossile energikilder. Holdningerne til støtteordningerne er spredte, men uden dem ville der formentlig ikke være den samme vækst i udviklingen af de alternative energikilder, som tilfældet er i dag.

Trods mange og store investeringer kan alternativ energi endnu ikke løse verdens energiproblemer, dertil er teknologierne ikke tilstrækkeligt udviklet. Men udviklingen går stærkt, og brugen af solceller, produktion af ethanol, og udbredelsen af vindmøller slår i disse år rekord. Kun få selskaber inden for disse områder tjener penge, og det er derfor forbundet med høj risiko at investere i disse områder. Omvendt synes vi, at potentialet på langt sigt er yderst interessant.

Med temaet "Det digitale hjem" investerer vi i selskaber, der forventes at drage nytte af introduktionen af digitalt tv i høj kvalitet, det såkaldte HDTV. En lang række lande vil i løbet af de næste to til fem år ophøre med at transmittere tv-signaler i analog form og gå over til at transmittere tv-signaler i digital form og med tiden også i HDTV kvalitet. Det betyder, at forbrugerne i USA og Europa og en række asiatiske lande vil være tvunget til at udskifte deres gamle tv-apparater med nye LCD- eller plasmafladskærme. Samtidig vil den gamle videomaskine også blive udskiftet med en ny DVD afspiller, som både kan optage og afspille i HDTV format.

Selv om det analoge sendenet først lukkes ned om to til fem år i de fleste lande, er kampen om kunderne allerede begyndt. De forskellige udbydere af tv-programmer, som kabel-tv selskaber og satellitselskaber, kæmper hårdt om at være blandt de første til at kunne tilbyde kunderne HDTV. Men også internetudbydere og teleselskaber har meldt sig i kampen om fremtidens digitale tv marked. Der investeres således allerede i dag store summer i etablering af nye netværk og opgradering af eksisterende netværk, der vil være i stand til at transmittere digitalt tv.

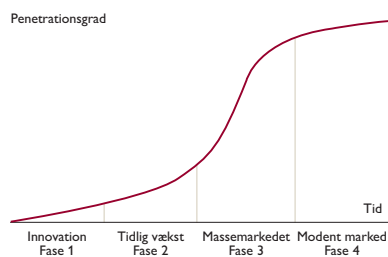
Der er således tale om markante ændringer af tv-markedet. For forbrugere og programudbydere er det en uundgåelig udvikling, der vil kræve store investeringer i de kommende år. Denne udvikling sikrer producenter og forhandlere af forbrugerelektronik gode vilkår i de kommende år.

## Afdelingens investeringsstrategi

Carnegie WorldWide/Emerging Growth søger investeringskandidater blandt alle innovative vækstsekskaber, der har eller forventes at få vækstrater højere end gennemsnittet. Afdelingen investerer i et begrænset antal selskaber på 25-30, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering.

Det er målsætningen at give et attraktivt afkast sammenlignet med andre globale investeringsforeninger samt på længere sigt (3-5 år) at give et attraktivt afkast sammenlignet med de smalle sektorer eller regionalt baserede foreninger. Afdelingen søger derfor investeringskandidater globalt og uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger, og der investeres i et mindre antal væksttemaer, som vurderes, at have et stort vækstopotiale. Derved sikres størst mulig fleksibilitet i arbejdet for at skabe et godt afkast.

Afdelingen foretager aktiv porteføljepleje, og når investeringstemaer bliver uinteressante, enten på grund af en for høj pris eller faldende vækstrater, vil porteføljen blive lagt om til mere



## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

| Fase<br>Penetrationsgrad         | Innovationsfasen<br>0-10% | Tidlig vækstfase<br>10-25%   | Tidligt massemarked<br>25-50%               | Sent massemarked<br>50-75%                       | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|---------------------------|--|---|--|-------|------------|
| <b>Energi</b>                    | SolarWorld 2,8            |  | Suncor Energy 4,1<br>Sinopec 7,3            |  | 14,2  | 5,9        |
| <b>Råvarer</b>                   | Gammon Lake 3,6           |  | Novozymes 4,5                               | Holcim 3,0                                       | 11,1  | 7,4        |
| <b>Industri og service</b>       |                           | Open Investments 2,7<br>Raffles Education 5,3<br>Sunrice Senior Living 3,8 | Chiyoda Corp. 3,4<br>All America Latina 5,2 | Keppel 3,9                                       | 24,3  | 11,7       |
| <b>Forbrugsgoder - cykliske</b>  |                           | Pantaloon Retail 2,2<br>Aeon Mall 4,1                                      | Yahoo! 3,5                                  |  | 9,8   | 14,7       |
| <b>Forbrugsgoder - defensive</b> |                           |  |   |  | -     | 11,1       |
| <b>Medicinal</b>                 |                           |  |   |  | -     | 12,7       |
| <b>Finans</b>                    |                           | United Overseas Bank 4,2   | Shinsei Bank 3,7                            | UOL Group 3,5                                    | 11,4  | 13,1       |
| <b>Informationsteknologi</b>     |                           | Macrovision 3,0  | Corning 3,9<br>Taiwan Semiconductor 2,6     | Cisco Systems 4,7<br>Microsoft 4,3<br>Amdocs 3,8 | 22,3  | 18,3       |
| <b>Telekommunikation</b>         |                           |  | Bharti Airtel 6,9                           |  | 6,9   | 2,3        |
| <b>Koncessioneret service</b>    |                           |  |   |  | -     | 2,8        |
| <b>Andet</b>                     |                           |  |   |  | -     | -          |
| <b>Total</b>                     | 6,4                       | 25,3   | 45,1  | 23,2   | 100,0 | 100,0      |

\*Benchmark er MSCI vækstindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Emerging Growths aktiebeholdning.

attraktive områder. Dette betyder, at der må forventes en højere omsætningshastighed sammenlignet med traditionelle globale investeringsforeninger, herunder søsterafdelingen Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

### Forventninger

Efter seks år med afkast på vækstaktier, som har været under det generelle marked, og i særdeleshed under det afkast investorer i valueaktier har opnået, er spørgsmålet om glasset er halvt fuldt eller halvt tomt for investorerne i vækstaktier. De senere års høje økonomiske vækst ser nu ud til med centralbankernes hjælp at blive afløst af en periode med lavere økonomisk vækst. I sådanne perioder er vækst i omsætning og indtjening ikke længere en selvfølge, og investorerne vil typisk være villige til at tildele selskaber med høj vækst en højere pris.

Med en prisfastsættelse af vækstaktier, der nu er kommet ned på et rimeligt niveau samt forventninger om en lavere global vækst, peger det i retning af, at glasset er halvt fyldt for investorerne i vækstaktier. En indsnævring af afkastforskellene til valueaktier og det generelle marked burde være en mulighed i det kommende år. En væsentlig forudsætning er dog, at den økonomiske afmatning ikke ender i en recession. Holder dette, er der grund til en forsigtig optimisme med hensyn til afkastudviklingen for vækstaktier.

Tidshorisonten ved investering i vækstaktier bør som minimum være 3-5 år, og kun en mindre andel af ens samlede investeringer bør placeres i afdelingen.

### Risiko

Investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. afdeling Globale Aktier, da afdelingens midler kan investeres i selskaber, hvor massemarkedets accept af selskabets produkt eller service endnu ikke er opnået.

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.

Investor skal være opmærksom på, at 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.

## Resultatopgørelse

### Emerging Growth

| NOTE                             | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|----------------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Renter og udbytter</b>        |                   |                   |
| 1 Renteindtægter                 | 141               | 129               |
| 2 Udbytter                       | 1.189             | 2.953             |
| I alt renter og udbytter         | 1.330             | 3.082             |
| <b>3 Kursgevinster og -tab</b>   |                   |                   |
| Kapitalandele                    | 6.696             | 26.165            |
| Afledte finansielle instrumenter | 0                 | -224              |
| Valutakonti                      | -38               | 0                 |
| Handelsomkostninger              | -2.205            | -2.559            |
| I alt kursgevinster og -tab      | 4.453             | 23.382            |
| <b>I alt indtægter</b>           | <b>5.783</b>      | <b>26.464</b>     |
| 4 Administrationsomkostninger    | -3.123            | -3.201            |
| <b>Resultat før skat</b>         | <b>2.660</b>      | <b>23.263</b>     |
| 5 Skat                           | -69               | -246              |
| <b>Årets nettoresultat</b>       | <b>2.591</b>      | <b>23.017</b>     |
| <b>Formuebevægelser</b>          |                   |                   |
| Udlodningsregulering             | 195               | 19                |
| Overført fra sidste år           | 0                 | 0                 |
| I alt formuebevægelser           | 195               | 19                |
| <b>Til disposition</b>           | <b>2.786</b>      | <b>23.036</b>     |
| 6 Til rådighed for udlodning     | 0                 | 0                 |
| Foreslået udlodning              | 0                 | 0                 |
| Overført til udlodning næste år  | 0                 | 0                 |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>      | <b>2.786</b>      | <b>23.036</b>     |

## Balance

### Emerging Growth

| NOTE                                      | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>                            |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>                     |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                | 817               | 3.489             |
| I alt likvide midler                      | 817               | 3.489             |
| 7 <b>Kapitalandele</b>                    |                   |                   |
| Noterede aktier fra danske selskaber      | 6.415             | 12.219            |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 136.819           | 152.659           |
| I alt kapitalandele                       | 143.234           | 164.878           |
| <b>Andre aktiver</b>                      |                   |                   |
| Tilgodehavende renter, udbytter m.m.      | 16                | 190               |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 0                 | 12.792            |
| Aktuelle skatteaktiver                    | 20                | 63                |
| I alt andre aktiver                       | 36                | 13.045            |
| <b>AKTIVER I ALT</b>                      | <b>144.087</b>    | <b>181.412</b>    |
| <b>PASSIVER</b>                           |                   |                   |
| 8 Medlemmernes formue                     | 143.556           | 166.988           |
| <b>Anden gæld</b>                         |                   |                   |
| Skyldige omkostninger                     | 266               | 310               |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 265               | 14.114            |
| I alt anden gæld                          | 531               | 14.424            |
| <b>PASSIVER I ALT</b>                     | <b>144.087</b>    | <b>181.412</b>    |

# Noter til resultatopgørelse

## Emerging Growth

|   | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>                                   |                   |                   |
| <b>Renter</b>                                   |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                      | 141               | 129               |
| I alt renter                                    | 141               | 129               |
| <b>NOTE 2</b>                                   |                   |                   |
| <b>Udbytter</b>                                 |                   |                   |
| Noterede aktier fra danske selskaber            | 92                | 157               |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber       | 1.097             | 2.796             |
| I alt udbytter                                  | 1.189             | 2.953             |
| <b>NOTE 3</b>                                   |                   |                   |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>                    |                   |                   |
| Noterede aktier fra danske selskaber            | 2.472             | 1.494             |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber       | 4.224             | 24.671            |
| I alt kursgevinster og -tab                     | 6.696             | 26.165            |
| Valutaterminsforretninger                       | 0                 | -224              |
| I alt afledte finansielle instrumenter          | 0                 | -224              |
| Valutakonti                                     | -38               | 0                 |
| I alt øvrige aktiver/passiver                   | -38               | 0                 |
| Bruttohandelsomkostninger                       | -2.517            | -2.776            |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 312               | 217               |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -2.205            | -2.559            |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>              | <b>4.453</b>      | <b>23.382</b>     |
| <b>NOTE 4</b>                                   |                   |                   |
| <b>Administrationsomkostninger</b>              |                   |                   |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>            |                   |                   |
| Gebyrer til depotselskab                        | 261               | 271               |
| Fast administrationshonorar                     | 796               | 802               |
| Fast rådgivningshonorar                         | 1.990             | 2.004             |
| Øvrige omkostninger                             | 6                 | 28                |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger             | 3.053             | 3.105             |
| <b>Andel af fællesomkostninger</b>              |                   |                   |
| Honorar til bestyrelse m.v.                     | 12                | 23                |
| Honorar til revisorer                           | 6                 | 12                |
| Andre honorarer til revisorer                   | 2                 | 3                 |
| Øvrige omkostninger                             | 50                | 58                |
| I alt andel af fællesomkostninger               | 70                | 96                |
| <b>I alt administrationsomkostninger</b>        | <b>3.123</b>      | <b>3.201</b>      |

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,5% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,25% 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 betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

|   | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|---|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 6</b>   |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                                     |                   |                   |
| Renter og udbytter  | 1.330             | 3.082             |
| Ikke refunderbar udbytteskat  | -69               | -246              |
| Kursgevinst på valutakonti og valutaterminsforretninger til udlodning | 0                 | 0                 |
| Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat             | 9                 | -57               |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning                | -3.123            | -3.201            |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning                          | 195               | 19                |
| Udlodning overført fra sidste år                                      | 0                 | 0                 |
| I alt til rådighed for udlodning, brutto                              | -1.658            | -403              |
| Negativt rådighedsbeløb som ikke overføres til næste år               | 1.658             | 403               |
| I alt til rådighed for udlodning, netto                               | 0                 | 0                 |

## Noter til balance

### Emerging Growth

|  | 2006 | 2005 |
|--|------|------|
| <b>NOTE 7</b>  |      |      |
| <b>Specifikation af kapitalandele</b>  |      |      |
| Beholdningsnoten er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt. |      |      |
| Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.   |      |      |
| Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 60 i årsrapporten.  |      |      |
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>   |      |      |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  | 100% | 100% |
| Unoterede finansielle instrumenter   | 0%   | 0%   |

|   | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|---|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 8</b>   |                                |                          |
| <b>Medlemmernes formue</b>                                    |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)                                   | 319.144                        | 166.988                  |
| Emissioner i året   | 10.860                         | 5.997                    |
| Indløsninger i året   | -62.590                        | -32.393                  |
| Emissionstillæg   |                                | 87                       |
| Indløsningsfradrag  |                                | 286                      |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året |                                | -195                     |
| Overført til udlodning fra sidste år                          |                                | 0                        |
| Overført til udlodning næste år                               |                                | 0                        |
| Overført fra resultatopgørelsen                               |                                | 2.786                    |
| I alt medlemmernes formue                                     | 267.414                        | 143.556                  |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Emerging Growth

|  | 2006             | 2005             | 2004             | 2003             | 2002             |
|--|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Værdipapiromsætning</b>                     | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> |
| Kursværdi af køb af værdipapirer               | 139.793          | 159.857          | 120.850          | 104.307          | 145.661          |
| Kursværdi af salg af værdipapirer              | 167.277          | 178.620          | 124.067          | 101.158          | 165.927          |
| I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer | 307.070          | 338.477          | 244.917          | 205.465          | 311.588          |

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

|  |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b><br>(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) | 0,80 | 1,02 | 0,57 | 0,57 | 0,83 |
|--|------|------|------|------|------|

# Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat

Danske Obligationer Privat levetid



## Afkastet i 2006

Afdeling Danske Obligationer Privat opnåede et afkast på 0,32% for 2006. Det relativt beskedne afkast skyldes stigende obligationsrenter og dermed faldende obligationskurser, som reducerede afkastet fra niveauet på markedsrenterne på ca. 3,5-4%. De stigende obligationsrenter betød, at mindsterenten steg fra 2% til 3% medio 2006. Mindsterenten har afgørende betydning for den pålydende rente ved nyudstedelsen af obligationer. Dermed stoppede udstedelsen af 2%-obligationer. De faldende obligationskurser betød tilmed en markant reduktion af udstedelsen i 3%-obligationer. En fortsat efterspørgsel efter skatteoptimale obligationer kombineret med et reduceret udbud betød en bedre kursudvikling for 2% og 3% obligationer i forhold til de fleste andre obligationer. Den gode performance for obligationer med 2% og 3% i pålydende rente var positivt for afdelingen, fordi porteføljen udelukkende har investeret i disse obligationer.

Med et rentefald på 0,30%-point for den 20-årige obligationsrente blev forventningen fra halvårsrapporten om lavere lange renter i andet halvår således indfriet. Endvidere var det til afdelingens fordel, at porteføljens høje andel af realkreditobligationer udviklede sig godt i 4. kvartal.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen i 2006 samlet udbetaler 2,00 kr. pr. andel. Afdelingen udbetaler 1,00 kr. i a conto udbytte i efteråret 2006, hvorfor der er 1,00 kr. tilbage til udlodning dagen efter generalforsamlingen. Årets udbytte på 2,00 kr. pr. andel beskattes 100% som kapitalindkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Større omlægninger

Afdelingen indledte året med en rentefølsomhed på 5,10%. Vores forventninger for ultimo 2006 var, at en aftagende amerikansk vækst samt lav inflation ville dæmpe usikkerheden i obligationsmarkedet og få renterne nedad igen. På den måde ville afdelingen få gavn af sin rentefølsomhed over fem. Dog kunne en fortsættelse af den dårlige stemning på obligationsmarkedet fra 4. kvartal 2005 ikke udelukkes med stigende renter til følge for en periode.

Efter en periode med stigende obligationsrenter øgede vi i maj måned rentefølsomheden til 6,03. Vi forventede, at perioden med stigende obligationsrenter var ved at være ovre, og at de lange renter ville være lavere ultimo 2006. Forventningen var baseret på en afmatning i den amerikanske økonomiske vækst i andet halvår af 2006 primært drevet af et svagt boligmarked samt en moderat europæisk vækst. På samme tid forventede vi, at den amerikanske inflation havde kulmineret, samt at inflationen i Europa ville forblive på et lavt niveau. Dette ville medvirke til lavere lange obligationsrenter sidst på året på trods af, at verdens førende centralbanker ville fortsætte med at hæve de korte renter. Denne strategi med hensyn til rentefølsomhed blev fastholdt året ud.

Afdelingen solgte i tredje kvartal helt ud af sin beholdning af 2,5% Nykredit 2047, fordi forventningen om en positiv revurdering i forhold til almindelige obligationer var opfyldt. Argumenterne for en positiv revurdering var, at der for det første ikke udstedes flere indeksobligationer. Det betyder, at den samlede udestående mængde falder i takt med, at låntagerne afdrager på sine lån. For det andet var de udenlandske indeksobligationer dyre i forhold til de tilsvarende danske. Denne forventede revurdering fandt sted i 1. halvår 2006 og fungerede som en slags beskyttelse mod stigende renter. Desuden betød en anlagt skattesag mod Danmark ved EU-domstolen en øget usikkerhed om den fremtidige prisning af indeksobligationer. Vores vurdering var, at risikoen var ensidigt nedad, derfor fjernede vi denne risiko.

Afdelingen omlagde sin investering på ca. 8% i 2% Kalvebod Brygge med forventet udløb i 2010 til en ny udstedelse fra Kalvebod Brygge Serie II med forventet udløb i 2016 og 2% i



pålydende rente. Denne obligationsserie har sikkerhed i en portefølje af efterstillede obligationer (hybrid kernekapital) udstedt af ni danske regionale og lokale pengeinstitutter. Obligationen blev købt til en kurs lige under 74, hvilket svarer til en effektiv rente på 5,53% og en merrente på 1,62 %-point i forhold til en statsobligation med næsten tilsvarende løbetid. Med en forventet restløbetid på 10 år bidrager obligationen udover den pålydende rente på 2% med gennemsnitlig 2,6 skattefrie kurspoint om året. Den effektive rente efter skat ved en skattesats på 59% er 4,11% og 4,62% ved en skattesats 38%.

I forbindelse med et opkøb til en førtidsindfrielse har afdelingen solgt det meste af sin beholdning af 2% Kommunekredit med udløb i 2008. Obligationen blev solgt til en markedsrente på kun 2,40%, hvilket svarer til en ekstra kursgevinst på ca. 1,40 kurspoint.

## Porteføljens obligationer

Porteføljen er sammensat af obligationer med 2% og 3% i pålydende rente, da disse giver det højst mulige afkast efter skat for private investorer. Da kursgevinster er skattefrie, og en obligation indfries til kurs 100, investerer vi i obligationer med en kurs så langt under 100 som muligt. For en obligation med en given løbetid bliver kursen lavere, jo lavere den pålydende rente er. Derfor er porteføljen sammensat af 71% i realkredit- og erhvervsobligationer med 2% i pålydende rente og 29% i obligationer med 3% i pålydende rente.

## Obligationporteføljen pr. 31.12. 2006

|   | Obligation                          | Procent | Total |
|---|-------------------------------------|---------|-------|
| <b>Statsobligationer</b>                        | Ingen                               | 0,0     | 0,0   |
| <b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>   | 3,00% BRF Kredit 2028               | 5,9     | 28,8  |
|   | 3,00% Realkredit Danmark 2023       | 2,8     |       |
|   | 3,00% Nykredit 2028                 | 9,4     |       |
|   | 3,00% Nordea kredit 2028            | 10,7    |       |
| <b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b> | 2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015 | 6,9     | 51,1  |
|   | 2,00% Kommunekredit 2008            | 1,2     |       |
|   | 2,00% BRF Kredit 2011               | 7,6     |       |
|   | 2,00% BRF Kredit 2009               | 8,6     |       |
|   | 2,00% Realkredit Danmark 2011       | 16,6    |       |
|   | 2,00% Nykredit 2011                 | 10,2    |       |
| <b>Erhverv</b>                                  | 2,00% Kalvebod 2016                 | 8,8     | 18,5  |
|   | 2,00% Storebæltsforbindelsen 2023   | 9,7     |       |
| <b>Indeksobligationer</b>                       | Ingen                               | 0,0     | 0,0   |
| <b>Likviditet</b>                               | Likviditet                          | 1,6     | 1,6   |
| <b>Total</b>                                    |                                     | 100,0   | 100,0 |

Som det kan ses af tabellen, er der ikke investeret i statsobligationer, men udelukkende i obligationer udstedt af velkendte udbydere med høj kreditværdighed samt Kalvebod. Kreditværdigheden klassificeres af ratinginstitutterne Moody's og Standard & Poor's på en skala fra Aaa til C. Aaa er den højeste rating, der kan opnås. Eksempelvis er den danske stat kreditvurderet Aaa.

Der er investeret i obligationer udstedt af følgende emittenter:

Danske kreditforeninger. De velkendte og højt ratede danske kreditforeninger Realkredit Danmark, Nykredit, Nordea Kredit, Kommunekredit og BRF Kredit udgør en væsentlig del af porteføljen. BRF Kredit har en rating på Aa1, som er næsthøjest mulige, mens de øvrige udstedere med en rating på Aaa har den højst mulige rating hos Moody's.

Danmarks Skibskredit A/S' virkefelt er skibsfinansiering, og selskabet fungerer således som finansieringskilde for den danske maritime industri. Ratingen hos Moody's er uforandret Aa3, det vil sige den fjerdebedste vurdering.

Kalvebod Serie II er en obligationsserie med sikkerhed i en portefølje af hybrid kernekapital udstedt af ni danske regionale og lokale pengeinstitutter. Obligationsserien har et forventet udløb i 2016. Obligationsserien er blåstemplet og børsnoteret på Københavns Fondsbørs, og den samlede udstedelse er på nominelt 928 mio. kr. Skulle der være en eller flere af de bagvedliggende pengeinstitutter, der efter 10 år vælger ikke at indfri sit lån, fortsætter obligationen pro rata. Det vil sige, at den fortsatte udestående mængde afspejler, hvor mange pengeinstitut-

ter, der vælger at blive i konstruktionen. Investorerne vil derefter og frem til maj 2016 modtage tre måneders interbankrenten plus 2,5%-point.

## **Afdelingens målsætning og investeringsstrategi**

Afdelingens obligationsinvesteringer henvender sig til private investorer, der fokuserer på et stabilt afkast efter skat.

Det samlede afkast af en obligation består af pålydende rente og kursgevinst/-tab. Da kursgevinster er skattefrie for private investorer, tilstræbes det, at kursgevinster udgør så høj en andel af afkastet som muligt. Da obligationerne udløber til kurs 100, sikres en skattefri kursgevinst ved at investere i blåstemplede obligationer, der kan købes under kurs 100 med en lav pålydende rente.

Danske indeksobligationer vil også til tider indgå i afdelingens portefølje på trods af en kurs over 100. Indeksobligationer kan være attraktive for private investorer, fordi deres nominelle værdi opskrives med inflationsudviklingen. Denne opskrivning er skattefri for private investorer.

Afdelingens investeringer vil i overvejende grad være koncentreret omkring obligationer udstedt af de store danske realkreditinstitutter samt erhvervsobligationer.

## **Afdeling Danske Obligationer Privat er en mellemlang obligationsafdeling**

Porteføljens samlede varighed (rentefølsomhed) vil typisk ligge i intervallet 3-6 år, men kan i perioder afvige herfra. Afdelingens porteføljestyring fokuserer dels på håndteringen af porteføljens samlede rentefølsomhed samt på omhyggelig udvælgelse af enkeltobligationer.

Det lave renteniveau og de danske skatteregler betyder, at private investorers obligationsinvesteringer i dag kræver større omhu end tidligere. Forkert obligationsvalg kan i værste fald føre til negativt afkast efter skat.

## **Forventninger**

Vi forventer, at medlemmerne i afdelingen i 2007 kan opnå et bruttoafkast mellem 3,5% og 4% under forudsætning af, at vores renteforventninger holder. Det er vores renteforventning, at ECB hæver sin styrenterente til 3,75%, måske endda til 4%, som også er hvad obligationsmarkedet forventer, samt at de lange renter forbliver omkring det nuværende niveau på 3,95%. Usikkerhedsfaktorer, der kan føre til stigende centralbankrenter og lange renter, er en højere vækst end ventet. Det vil sige mere end 3% i USA og mere end 2%-2,5% i Europa. Ligeledes vil stigende inflation fra de nuværende niveauer omkring de 2,5% i USA og 2% i Europa kunne trække obligationsrenterne opad. Endeligt vil en kraftig reduktion af asiatiske opkøb af amerikanske og europæiske obligationer betyde stigende obligationsrenter.

## **Risiko**

Afdelingens obligationsportefølje vil typisk have en samlet varighed (rentefølsomhed) på 3-6, men kan i perioder afvige fra dette. Dette svarer i store træk til, at en generel rentestigning på 1%-point vil medføre et tab for afdelingen på 3-6%. Rentefølsomheden opgøres og styres under hensyntagen til forventningerne til korte, mellemlange og lange renter sammenholdt med, hvad der allerede er indregnet i obligationsmarkedet på et givet tidspunkt.

Afdelingens midler placeres på en sådan måde, at der er tale om obligationsinvesteringer med en middel risikoprofil.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for forskellige risici, der kan give store udsving i obligationsrenterne og dermed i afdelingens værdi. Eksempler på dette kan være krig, terrorangreb, valutakriser, ændret pengepolitik fra centralbankerne, lovændringer, der giver ændret investoradfærd samt kreditrisiko for obligationsudstederne.

## Resultatopgørelse

### Danske Obligationer Privat

| NOTE                                 | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--------------------------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Renter</b>                        |                   |                   |
| 1 Renteindtægter                     | 2.023             | 375               |
| I alt renter                         | 2.023             | 375               |
| <b>2 Kursgevinster og -tab</b>       |                   |                   |
| Obligationer                         | -1.294            | -91               |
| Handelsomkostninger                  | -100              | -2                |
| I alt kursgevinster og -tab          | -1.394            | -93               |
| <b>I alt indtægter</b>               | <b>629</b>        | <b>282</b>        |
| <b>3 Administrationsomkostninger</b> |                   |                   |
|                                      | -417              | -172              |
| <b>Årets nettoresultat</b>           | <b>212</b>        | <b>110</b>        |
| <b>Formuebevægelser</b>              |                   |                   |
| Udlodningsregulering                 | -97               | 0                 |
| Overført fra sidste år               | 203               | 0                 |
| I alt formuebevægelser               | 106               | 0                 |
| <b>Til disposition</b>               | <b>318</b>        | <b>110</b>        |
| <b>4 Til rådighed for udlodning</b>  |                   |                   |
|                                      | 1.712             | 203               |
| Foreslået udlodning                  | 750               | 0                 |
| Udbetalt a conto udlodning           | 800               | 0                 |
| Overført til udlodning næste år      | 162               | 203               |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>          | <b>-1.394</b>     | <b>-93</b>        |

## Balance

### Danske Obligationer Privat

| NOTE                                       | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>                             |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>                      |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                 | 1.166             | 3.243             |
| Indestående i andre pengeinstitutter       | 4                 | 0                 |
| I alt likvide midler                       | 1.170             | 3.243             |
| <b>5 Obligationer</b>                      |                   |                   |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | 72.444            | 78.804            |
| I alt obligationer                         | 72.444            | 78.804            |
| <b>Andre aktiver</b>                       |                   |                   |
| Tilgodehavende renter                      | 990               | 943               |
| I alt andre aktiver                        | 990               | 943               |
| <b>AKTIVER I ALT</b>                       | <b>74.604</b>     | <b>82.990</b>     |
| <b>PASSIVER</b>                            |                   |                   |
| <b>6 Medlemmernes formue</b>               |                   |                   |
|  | 74.555            | 82.955            |
| <b>Anden gæld</b>                          |                   |                   |
| Skyldige omkostninger                      | 49                | 35                |
| I alt anden gæld                           | 49                | 35                |
| <b>PASSIVER I ALT</b>                      | <b>74.604</b>     | <b>82.990</b>     |

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Obligationer Privat

|  | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>                              |                   |                   |
| <b>Renter</b>                              |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                 | 35                | 47                |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | 1.988             | 328               |
| I alt renter                               | 2.023             | 375               |

|  |        |     |
|--|--------|-----|
| <b>NOTE 2</b>                              |        |     |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>               |        |     |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | -1.294 | -91 |
| I alt kursgevinster og -tab                | -1.294 | -91 |

|   |               |            |
|---|---------------|------------|
| Bruttohandelsomkostninger                       | -106          | -177       |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 6             | 175        |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -100          | -2         |
| <b>I alt kursgevinster og -tab</b>              | <b>-1.394</b> | <b>-93</b> |

|                                      |     |     |
|--------------------------------------|-----|-----|
| <b>NOTE 3</b>                        |     |     |
| <b>Administrationsomkostninger</b>   |     |     |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b> |     |     |
| Gebyrer til depotselskab             | 38  | 27  |
| Fast administrationshonorar          | 162 | 33  |
| Fast rådgivningshonorar              | 161 | 33  |
| Øvrige omkostninger                  | 4   | 68  |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger  | 365 | 161 |

|                                    |    |    |
|------------------------------------|----|----|
| <b>Andel af fællesomkostninger</b> |    |    |
| Honorar til bestyrelse m.v.        | 16 | 2  |
| Honorar til revisorer              | 7  | 1  |
| Andre honorarer til revisorer      | 2  | 0  |
| Øvrige omkostninger                | 27 | 8  |
| I alt andel af fællesomkostninger  | 52 | 11 |

|  |            |            |
|--|------------|------------|
| <b>I alt administrationsomkostninger</b> | <b>417</b> | <b>172</b> |
|--|------------|------------|

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 0,2% 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.

|  | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 4</b>  |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                      |                   |                   |
| Renter   | 2.023             | 375               |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning | -417              | -172              |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning           | -97               | 0                 |
| Udlodning overført fra sidste år                       | 203               | 0                 |
| I alt til rådighed for udlodning                       | 1.712             | 203               |
| <b>Heraf:</b>  |                   |                   |
| Foreslået udlodning                                    | 750               | 0                 |
| Heraf udbetalt a conto udlodning                       | 800               | 0                 |
| Overført til udlodning næste år                        | 162               | 203               |
|  | 1.712             | 203               |

Af udbyttet på 2,00 kr. pr. andel skal 2,00 kr. pr. andel medtages som kapitalindkomst for private investorer.

## Noter til balance

### Danske Obligationer Privat

|  | 2006 | 2005        |
|--|------|-------------|
| <b>NOTE 5</b>  |      |             |
| <b>Specifikation af obligationsbeholdning</b>  |      |             |
| Beholdningen er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt. |      |             |
| Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.   |      |             |
| Porteføljens fordeling på forskellige obligationstyper findes på side 65 i årsrapporten.   |      |             |
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>   |      |             |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  | 100% | 100%        |
| Unoterede finansielle instrumenter   | 0%   | 0%          |
|  |      | <b>2006</b> |
| <b>Varighedsfordeling</b>  |      |             |
| 0-3 år   |      | 13,1%       |
| 3-6 år   |      | 33,9%       |
| Over 6 år  |      | 53,0%       |

|   | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|---|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 6</b>   |                                |                          |
| <b>Medlemmernes formue</b>                                    |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)                                   | 82.852                         | 82.955                   |
| Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning         | 0                              | 0                        |
| Emissioner i året   | 2.100                          | 2.103                    |
| Indløsninger i året   | -9.975                         | -9.945                   |
| Emissionstillæg   |                                | 5                        |
| Indløsningsfradrag  |                                | 25                       |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året |                                | 97                       |
| Overført til udlodning fra sidste år                          |                                | -203                     |
| Overført til udlodning næste år                               |                                | 162                      |
| Foreslået udlodning   |                                | 750                      |
| Overført fra resultatopgørelsen                               |                                | -1.394                   |
| I alt medlemmernes formue                                     | 74.977                         | 74.555                   |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Danske Obligationer Privat

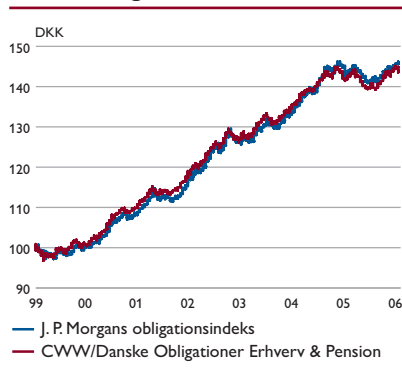
|  | 2006             | 2005             |
|--|------------------|------------------|
| <b>Værdipapiromsætning</b>                     | <b>1.000 kr.</b> | <b>1.000 kr.</b> |
| Kursværdi af køb af værdipapirer               | 50.618           | 83.752           |
| Kursværdi af salg af værdipapirer              | 55.584           | 4.657            |
| I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer | 106.202          | 88.409           |

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

|  |      |      |
|--|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b>                                     | 0,56 | 0,03 |
| (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) |      |      |

# Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv & Pension

Danske Obligationer E&P levetid



## Afkastet i 2006

Afkastet for 2006 blev 0,1%, hvilket skyldes faldende obligationskurser, som reducerede afkastet fra niveauet på markedsrenterne på ca. 3,5-4%. De amerikanske obligationsrenter steg med mellem 0,40%-point for 2-årige obligationer til 4,80% og 0,30% for 10-årige obligationer til 4,70%. I Europa steg obligationsrenterne også primært presset op af højere end forventet renteforhøjelser fra ECB. Således steg den danske 2-årige obligationsrente med 1,10%-point til 3,95% og 0,65%-point for den 10-årige obligationsrente til 3,95%.

Til sammenligning blev afkastet for benchmark 0,01%. Det lille merafkast var et resultat af en overvægt af lange obligationer siden ultimo maj måned. Afdelingen nød derved godt af faldende lange renter i andet halvår. Med et rentefald i andet halvår på 0,30%-point for den 20-årige obligationsrente, blev forventningen fra halvårsrapporten om lavere lange renter ultimo året således indfriet. Endvidere var det til afdelingens fordel, at porteføljens høje andel af realkreditobligationer udviklede sig godt i 4. kvartal.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 3,50 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 3,47 som kapitalindkomst og 0,03 som skattefri indkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Større omlægninger

Afdelingen indledte året med en rentefølsomhed på 5,40%. Vores forventninger for ultimo 2006 var, at en aftagende amerikansk vækst samt lav inflation ville dæmpe usikkerheden i obligationsmarkedet og få renterne nedad igen. På den måde ville afdelingen få gavn af en rentefølsomhed over fem. Dog kunne en fortsættelse af den dårlige stemning på obligationsmarkedet fra 4. kvartal 2005 ikke udelukkes med stigende renter til følge for en periode.

Efter en periode med stigende obligationsrenter øgede vi i maj måned rentefølsomheden til 6,30. Vi forventede, at perioden med stigende obligationsrenter var ved at være ovre, og at de lange renter ville være lavere ultimo 2006. Forventningen var baseret på en afmatning i den amerikanske økonomiske vækst i andet halvår af 2006 primært drevet af et svagt boligmarked samt en moderat europæisk vækst. På samme tid forventede vi, at den amerikanske inflation havde kulmineret, samt at inflationen i Europa ville forblive på et lavt niveau. Dette ville medvirke til lavere lange obligationsrenter sidst på året på trods af, at verdens førende centralbanker ville fortsætte med at hæve de korte renter. Denne strategi med hensyn til rentefølsomhed blev fastholdt året ud, dog var rentefølsomheden ultimo året lidt mindre end i maj.

Afdelingen solgte i tredje kvartal helt ud af sin beholdning af 2,5% Nykredit 2047, fordi forventningen om en positiv revurdering i forhold til almindelige obligationer var opfyldt. Argumenterne for en positiv revurdering var, at der for det første ikke udstedes flere indeksobligationer. Det betyder, at den samlede udestående mængde falder i takt med, at låntagerne afdrager på sine lån. For det andet var de udenlandske indeksobligationer dyre i forhold til de tilsvarende danske. Denne forventede revurdering fandt sted i 1. halvår 2006 og fungerede som en slags beskyttelse mod stigende renter. Desuden betød en anlagt skattesag mod Danmark ved EU-domstolen en øget usikkerhed om den fremtidige prisning af indeksobligationer. Vores vurdering var, at risikoen var ensidigt nedad, derfor fjernede vi denne risiko.

Afdelingen omlagde obligationer (såkaldte "rentetilpasningslån" eller "flexlån") med 4% i pålydende rente til ca. 15% i 2% Nykredit 2011 i forventning om et ekstra kurspotentiale på 0,70 til 0,90 kurspoint. Som en konsekvens af de stigende obligationsrenter i foråret steg den såkaldte mindsterente fra 2% til 3% fra primo juli måned. Konsekvensen var, at al udstedelse af obligationer med 2% i pålydende rente stoppede. For private investorer opnås det højeste afkast efter skat typisk med 2% obligationer. Ultimo 2006 udløb 2%-obligationer ejet af pri-

vate i størrelsesordenen 47 milliarder kroner, som sandsynligvis skulle genplaceres i andre 2%-obligationer. Derved opstod der et misforhold mellem efterspørgsel og intet nyt udbud. Vi forventede derfor en bedre prisudvikling på 2%-obligationer i forhold til tilsvarende obligationer med en højere pålydende rente. En sådan udvikling ville indebære en lavere markedsrente på 2%-obligationerne end de tilsvarende 4%-obligationer. Sidste gang mindsterenten var 3%, var markedsrenten på 2%-obligationerne 0,30%-point lavere end de tilsvarende 4%-obligationer. Det var vores forventning, at samme udvikling ville gentages og dermed åbne en mulighed for en ekstra kursgevinst på 0,70 til 0,90 kurspoint. Afdelingens 2% Nykredit havde ultimo året en markedsrente, der var 0,18%-point lavere end den tilsvarende 4%-obligation. I forhold til tidspunktet for omlægningen indebar det en bedre kursudvikling på 0,60 kurspoint.

Afdelingen omlagde sin investering på 5,8% i 2% Kalvebod Brygge med forventet udløb i 2010 til en ny udstedelse fra Kalvebod Brygge Serie II med forventet udløb i 2016. Denne obligationsserie har sikkerhed i en portefølje af efterstillede obligationer (hybrid kernekapital) udstedt af ni danske regionale og lokale pengeinstitutter. Obligationen blev købt til en kurs lige under 74, hvilket svarer til en effektiv rente på 5,53% og en merrente på 1,62 %-point i forhold til en statsobligation med næsten tilsvarende løbetid.

### Porteføljens obligationer

Porteføljen er bygget op i fire dele. I bunden af porteføljen er der investeret 9,3% i en obligation udstedt af Carlsberg med udløb i 2009, som tilfører porteføljen en merrente på ca. 0,60%-point.

I 2. lag er der investeret 22% i lange konverterbare 4%-obligationer, som tilfører porteføljen et forventet merafkast på ca. 0,35%-point i forhold til statsobligationer, og disse nyder godt af de ekstra kursgevinster, der er udsigt til ved indførelsen af særligt dækkede obligationer. 4%-obligationerne udgør ca. 30% af renterisikoen.

Dernæst findes et lag af 2%- og 3%-obligationer, hvor vi håber at opnå en ekstra kursgevinst i forlængelse af det misforhold, der er mellem udbud og efterspørgsel af skatteoptimale obligationer for den private investor, som beskrevet under afdeling Danske Obligationer Privat. Obligationen 2% Kalvebod tilfører ligeledes porteføljen en merrente på ca. 1,50%-point i forhold til en tilsvarende statsobligation.

I sidste lag findes inkonverterbare stats- og realkreditobligationer. Disse obligationer tilfører porteføljen let omsættelighed. De inkonverterbare realkreditobligationer tilfører desuden en merrente på ca. 0,25%-point samt sandsynligvis medvind ved indførelsen af lovgivning om ”særligt dækkede obligationer”, som kan give opkøb i disse realkreditobligationer.

### Obligationporteføljen pr. 31.12. 2006

|   | Obligation                    | Procent | Total |
|---|-------------------------------|---------|-------|
| <b>Statsobligationer</b>                        | 4,00% Danske Stat 2010        | 0,1     | 17,9  |
|   | 4,00% Danske Stat 2015        | 2,9     |       |
|   | 5,00% Danske Stat 2013        | 0,1     |       |
|   | 6,00% Danske Stat 2011        | 3,2     |       |
|   | 7,00% Danske Stat 2024        | 11,6    |       |
| <b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>   | 3,00% Realkredit Danmark 2018 | 3,5     | 25,3  |
|   | 4,00% Nordea kredit 2035      | 9,2     |       |
|   | 4,00% BRF 2035                | 3,4     |       |
|   | 4,00% Nykredit 2035           | 6,0     |       |
|   | 4,00% Realkredit Danmark 2035 | 3,2     |       |
| <b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b> | 2,00% Nykredit 2011           | 12,3    | 40,0  |
|   | 2,00% Realkredit Danmark 2011 | 9,1     |       |
|   | 4,00% BRF Kredit 2015         | 11,1    |       |
|   | 4,00% Realkredit Danmark 2009 | 7,5     |       |
| <b>Erhverv</b>                                  | 4,875% Carlsberg 2009         | 9,3     | 16,6  |
|   | 2,00% Kalvebod 2016           | 7,3     |       |
| <b>Indeksobligationer</b>                       | Ingen                         | 0,0     | 0,0   |
| <b>Likviditet</b>                               | Likviditet                    | 0,2     | 0,2   |
| <b>Total</b>                                    |                               | 100,0   | 100,0 |

Som det kan ses af tabellen, er ca. 18% af formuen investeret i statsobligationer. Størstedelen af de resterende obligationer er udstedt af velkendte udbydere med høj kreditværdighed. Kreditværdigheden klassificeres af ratinginstitutterne Moody's og Standard & Poor's på en skala fra Aaa til C. Aaa er den højeste rating, der kan opnås. Eksempelvis er den danske stat kreditvurderet Aaa.

Udover den danske stat er der investeret i obligationer udstedt af følgende emittenter:

Danske kreditforeninger. De velkendte og højtratede danske kreditforeninger Realkredit Danmark, Nykredit, Nordea Kredit og BRF Kredit udgør en væsentlig del af porteføljen. BRF Kredit har en rating på Aa1, som er næsthøjest mulige, mens de øvrige udstedere med en rating på Aaa har den højest mulige rating hos Moody's.

Carlsberg A/S er verdens sjette største bryggerigruppe. Der sælges øl i mere end 140 lande, og der produceres øl i 40 lande. 65% af omsætningen sker i markeder, hvor Carlsberg har en markedsposition som nummer et eller to. Obligationen er ikke vurderet af eksempelvis Moody's og Standard & Poor's, men afgørende for en obligationsejer er det naturligtvis, at Carlsberg overlever til og med udløb (4. juni 2009) og kan tilbagebetale lånet plus renter. Med udsigt til en stabil årlig indtjening før skat på 3,1 mia. kr. er det vores vurdering, at det er overordentligt sandsynligt, at Carlsberg kan indfri sine forpligtelser i forhold til den udstedte obligation.

Kalvebod Serie II er en obligationsserie med sikkerhed i en portefølje af hybrid kernekapital udstedt af ni danske regionale og lokale pengeinstitutter. Obligationsserien har et forventet udløb i 2016. Obligationsserien er blåstemplet og børsnoteret på Københavns Fondsbørs. Den samlede udstedelse er på nominelt 928 mio. kr. Skulle der være en eller flere af de bagvedliggende pengeinstitutter, der efter 10 år vælger ikke at indfri sit lån, fortsætter obligationen pro rata. Det vil sige, at den fortsatte udestående mængde afspejler, hvor mange pengeinstitutter, der vælger at blive i konstruktionen. Investorerne vil derefter og frem til maj 2016 modtage tre måneders interbankrenten plus 2,5%-point.

## **Afdelingens målsætning og investeringsstrategi**

Den overordnede investeringsmålsætning er en stabil langsigtet formue tilvækst for afdelingens medlemmer. Det typiske medlem vil være et selskab eller en pensionsopsparer, hvorfor afdelingen søger højest muligt bruttoafkast.

Den overordnede investeringsstrategi i afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension tager udgangspunkt i den samme langsigtede strategi som foreningens øvrige afdelinger. Identifikation af langsigtede trends i den globale økonomi – specielt inflationstrends – er således en af hjørnestenene i investeringsstrategien. Vi lever i en verden, der med mindskede barrierer for handel og kapitalbevægelser samt ikke mindst internettets udbredelse knyttes tættere og tættere sammen. Derfor bestemmes renteniveauer i Danmark i høj grad af den globale udvikling. For de korte danske renter er det først og fremmest den europæiske udvikling, der er afgørende, mens det for danske obligationer med længere løbetid er en kombination af udviklingen af renterne i Europa og USA, som typisk er afgørende.

Foreningens overordnede investeringsstrategi for det danske obligationsmarked fokuserer i højere grad på udviklingen i langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder end på kortsigtede udsving i økonomiske nøgletal for den danske økonomi.

Udvælgelsen af obligationer til porteføljen sker efter nøje analyse af den relative prisfastsættelse mellem de enkelte obligationer, og en vurdering af de fremadrettede afkastmuligheder for hver enkelt obligation. Til dette formål har Carnegie gennem årene opbygget et omfattende modelbaseret analyseapparat.

Afdelingens sammenligningsgrundlag er J.P. Morgans danske obligationsindeks. Dette benchmark har typisk en kursfølsomhed/varighed på mellem fire og fem. Derfor vil afdelingens kursfølsomhed/varighed typisk være mellem tre og seks, men kan dog i perioder afvige herfra. Denne risikoprofil giver to fordele. Den muliggør for det første, at der investeres i lange obligationer, som sandsynligvis opnår det højeste afkast målt over en årrække på mere end tre år. For det andet er kursrisikoen middel, hvilket muliggør en rimelig stabil formue tilvækst.



## Forventninger

Vi forventer, at medlemmerne i afdelingen i 2007 kan opnå et bruttoafkast mellem 3,5% og 4% under forudsætning af, at vores renteforventninger holder. Det er vores renteforventning, at ECB hæver sin styrente til 3,75%, måske endda 4%, som også er hvad obligationsmarkedet forventer, samt at de lange renter forbliver omkring det nuværende niveau på 3,95%. Usikkerhedsfaktorer, der kan føre til stigende centralbankrenter og lange renter, er en højere vækst end ventet. Det vil sige mere end 3% i USA og mere end 2%-2,5% i Europa. Ligeledes vil stigende inflation fra de nuværende niveauer omkring de 2,5% i USA og 2% i Europa kunne trække obligationsrenterne opad. Endeligt vil en kraftig reduktion af asiatiske opkøb af amerikanske og europæiske obligationer betyde stigende obligationsrenter.

## Risiko

Afdelingens benchmark har typisk en kursfølsomhed/varighed på mellem fire og fem. Derfor vil afdelingens rentefølsomhed/varighed typisk være mellem tre og seks, men kan i perioder afvige fra dette. Dette svarer i store træk til, at en generel rentestigning på 1%-point vil medføre et tab for afdelingen på 3-6%. Rentefølsomheden styres under hensyntagen til forventningerne til korte, mellemlange og lange renter sammenholdt med, hvad der allerede er indregnet i obligationsmarkedet på et givet tidspunkt.

Afdelingens midler placeres på en sådan måde, at der er tale om obligationsinvesteringer med en middel risikoprofil.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for forskellige risici, der kan give store udsving i obligationsrenterne og dermed i afdelingens værdi. Eksempler på dette kan være krig, terrorangreb, valutakriser, ændret pengepolitik fra centralbankerne, lovændringer, der giver ændret investordfærd samt kreditrisiko for obligationsudstederne.

## Resultatopgørelse

### Danske Obligationer Erhverv & Pension

| NOTE                                     | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>Renter</b>                            |                   |                   |
| 1 Renterindtægter                        | 5.441             | 9.197             |
| I alt renter                             | 5.441             | 9.197             |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>             |                   |                   |
| 2 Obligationer                           | -4.750            | 900               |
| Handelsomkostninger                      | -156              | -369              |
| I alt kursgevinster og -tab              | -4.906            | 531               |
| <b>I alt indtægter</b>                   | <b>535</b>        | <b>9.728</b>      |
| 3 Administrationsomkostninger            | -609              | -1.104            |
| <b>Årets nettoresultat</b>               | <b>-74</b>        | <b>8.624</b>      |
| <b>Formuebevægelser</b>                  |                   |                   |
| Udlodningsregulering                     | -2                | -3.261            |
| Overført fra sidste år                   | 269               | 117               |
| I alt formuebevægelser                   | 267               | -3.144            |
| <b>Til disposition</b>                   | <b>193</b>        | <b>5.480</b>      |
| 4 Til rådighed for udlodning             | 5.099             | 6.407             |
| Foreslået udlodning (3,50 kr. pr. andel) | 4.857             | 6.138             |
| Udbetalt a conto udlodning               | 0                 | 0                 |
| Overført til udlodning næste år          | 242               | 269               |
| <b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>              | <b>-4.906</b>     | <b>-927</b>       |

## Balance

### Danske Obligationer Erhverv & Pension

| NOTE                                       | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>AKTIVER</b>                             |                   |                   |
| <b>Likvide midler</b>                      |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                 | 325               | 3.879             |
| I alt likvide midler                       | 325               | 3.879             |
| 5 <b>Obligationer</b>                      |                   |                   |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | 135.699           | 144.399           |
| I alt obligationer                         | 135.699           | 144.399           |
| <b>Andre aktiver</b>                       |                   |                   |
| Tilgodehavende renter                      | 2.668             | 2.245             |
| I alt andre aktiver                        | 2.668             | 2.245             |
| <b>AKTIVER I ALT</b>                       | <b>138.692</b>    | <b>150.523</b>    |
| <b>PASSIVER</b>                            |                   |                   |
| 6 Medlemmernes formue                      | 138.601           | 150.376           |
| <b>Anden gæld</b>                          |                   |                   |
| Skyldige omkostninger                      | 91                | 147               |
| I alt anden gæld                           | 91                | 147               |
| <b>PASSIVER I ALT</b>                      | <b>138.692</b>    | <b>150.523</b>    |

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Obligationer Erhverv & Pension

|  | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 1</b>                              |                   |                   |
| <b>Renter</b>                              |                   |                   |
| Indestående i depotselskab                 | 44                | 82                |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | 5.397             | 9.115             |
| I alt renter                               | 5.441             | 9.197             |

|  |        |     |
|--|--------|-----|
| <b>NOTE 2</b>                              |        |     |
| <b>Kursgevinster og -tab</b>               |        |     |
| Noterede obligationer fra danske udstedere | -4.750 | 900 |
| I alt kursgevinster og -tab                | -4.750 | 900 |

|   |      |      |
|---|------|------|
| Bruttohandelsomkostninger                       | -170 | -431 |
| Dækket af emissions- og indløsningsindtægter    | 14   | 62   |
| Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje | -156 | -369 |

**I alt kursgevinster og -tab** **-4.906** **531**

|                                      |     |     |
|--------------------------------------|-----|-----|
| <b>NOTE 3</b>                        |     |     |
| <b>Administrationsomkostninger</b>   |     |     |
| <b>Afdelingsdirekte omkostninger</b> |     |     |
| Gebyrer til depotselskab             | 48  | 81  |
| Fast administrationshonorar          | 277 | 445 |
| Fast rådgivningshonorar              | 277 | 440 |
| Øvrige omkostninger                  | 4   | 28  |
| I alt afdelingsdirekte omkostninger  | 606 | 994 |

|                                    |    |     |
|------------------------------------|----|-----|
| <b>Andel af fællesomkostninger</b> |    |     |
| Honorar til bestyrelse m.v.        | -8 | 39  |
| Honorar til revisorer              | -1 | 19  |
| Andre honorar til revisorer        | 0  | 5   |
| Øvrige omkostninger                | 12 | 47  |
| I alt andel af fællesomkostninger  | 3  | 110 |

**I alt administrationsomkostninger** **609** **1.104**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde i 2006 tkr. 578, heraf udgjorde andelen til andet end revision tkr. 116.

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 0,2% 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.

|  | 2006<br>1.000 kr. | 2005<br>1.000 kr. |
|--|-------------------|-------------------|
| <b>NOTE 4</b>  |                   |                   |
| <b>Til rådighed for udlodning</b>                      |                   |                   |
| Renter   | 5.441             | 9.197             |
| Kursgevinst til udlodning                              | 0                 | 1.458             |
| Administrationsomkostninger til modregning i udlodning | -609              | -1.104            |
| Udlodningsregulering ved emission/indløsning           | -2                | -3.261            |
| Udlodning overført fra sidste år                       | 269               | 117               |
| I alt til rådighed for udlodning                       | 5.099             | 6.407             |
| <b>Heraf:</b>  |                   |                   |
| Foreslået udlodning                                    | 4.857             | 6.138             |
| Overført til udlodning næste år                        | 242               | 269               |
|  | 5.099             | 6.407             |

Af udbyttet på 3,50 kr. pr. andel skal 3,47 kr. pr. andel medtages som kapitalindkomst, mens 0,03 kr. pr. andel er skattefri indkomst.

# Noter til balance

## Danske Obligationer Erhverv & Pension

**NOTE 5**  
**Specifikation af obligationsbeholdning**  
Beholdningen er i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. i år udeladt.

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Porteføljens fordeling på forskellige obligationstyper findes på side 71 i årsrapporten.

|                                       | 2006 | 2005 |
|---------------------------------------|------|------|
| <b>Afdelingens fordeling på:</b>      |      |      |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 100% | 100% |
| Unoterede finansielle instrumenter    | 0%   | 0%   |

|                           | 2006  |
|---------------------------|-------|
| <b>Varighedsfordeling</b> |       |
| 0-3 år                    | 16,7% |
| 3-6 år                    | 28,0% |
| Over 6 år                 | 55,3% |

|   | Cirk. andele<br>nom. 1.000 kr. | Formueværdi<br>1.000 kr. |
|---|--------------------------------|--------------------------|
| <b>NOTE 6</b><br><b>Medlemmernes formue</b>                       |                                |                          |
| Medlemmernes formue (primo)                                       | 144.417                        | 150.376                  |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele 31.12.2005 |                                | -6.138                   |
| Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning             |                                | 636                      |
| Emissioner i året   | 10.821                         | 10.576                   |
| Indløsninger i året   | -16.464                        | -16.827                  |
| Emissionstillæg   |                                | 12                       |
| Indløsningsfradrag  |                                | 40                       |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året     |                                | 2                        |
| Overført til udlodning fra sidste år                              |                                | -269                     |
| Overført til udlodning næste år                                   |                                | 242                      |
| Foreslået udlodning   |                                | 4.857                    |
| Overført fra resultatopgørelsen                                   |                                | -4.906                   |
| I alt medlemmernes formue   | 138.774                        | 138.601                  |

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Danske Obligationer Erhverv & Pension

|  | 2006      | 2005      | 2004      | 2003      | 2002      |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
|  | 1.000 kr. | 1.000 kr. | 1.000 kr. | 1.000 kr. | 1.000 kr. |
| <b>Værdipapiromsætning</b>                     |           |           |           |           |           |
| Kursværdi af køb af værdipapirer               | 82.892    | 165.584   | 587.209   | 184.869   | 217.330   |
| Kursværdi af salg af værdipapirer              | 86.686    | 265.206   | 580.271   | 208.806   | 240.580   |
| I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer | 169.578   | 430.790   | 1.167.480 | 393.675   | 457.910   |

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

|  |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|
| <b>Omsætningshastighed</b>                                     | 0,47 | 0,52 | 2,33 | 0,57 | 0,52 |
| (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje) |      |      |      |      |      |



# 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 afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Hvis flere medlemmer har fungeret lige længe, bestemmes afgangens ved lodtrækning. Der er ingen grænser for antal valgperioder, et medlem kan sidde i bestyrelsen. Bestyrelsen består af personer med relevante kompetencer og erfaring, og det er bestyrelsens holdning, at en årlig vurdering af indsatsen er et bedre udgangspunkt for en stillingstagen til bestyrelsesmedlemmernes fortsatte virke, end en begrænsning i antal perioder for genvalg. Bestyrelsen lægger vægt på, at der er en god kontinuitet i bestyrelsesarbejdet, og at bestyrelsen besidder en lang erfaring både med investeringsarbejde og med den specifikke lovgivning for investeringsforeninger.

Foreningens bestyrelse består i dag af fem personer, og den foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer, 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 retningslinier for antallet af andre ledelseshverv, idet der i højere grad fokuseres på det enkelte medlems input, kompetencer og kapacitet. I den årlige evaluering diskuterer bestyrelsen primært samarbejdet, og om medlemmerne yder den forventede indsats.

Karsten Kielland er i dag det medlem, der har flest øvrige ledelseshverv. Disse hverv er en del af hans virke som forretningsadvokat, og bestyrelsen har diskuteret dette. 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 2006 på 975.000 kr. Dette beløb er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingerne størrelse. Beløbet er uforandret i forhold til 2005. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt nogen incitamentsprogrammer.

## Bestyrelsesmedlemmer

### Karsten Kielland (formand)

Alder: 51 år.

Advokat, Accura Advokataktieselskab

Indtrådt i bestyrelsen: 1997

Genvalgt i 2005

Valgperioden udløber i 2009

Bestyrelsesmedlem i:

B2B-Press ApS

Baden-Jensen A/S (formand)

Buch & Holm A/S

Engelbrechts Furniture A/S

Erichsen's Privathospital A/S (formand)

Erfa Inventar A/S

Eurocis Holding A/S

Fomaco A/S (formand)

Gelmedic Holding ApS

Grafic Solution Team A/S (formand)



Grøndorf Medical A/S (formand)  
HMN A/S  
JVN Holding ApS  
LK Anlæg A/S  
MAHO ApS  
Medi-Star, Galenisk-Teknik Laboratorium A/S  
MM Europe a/s  
Novolog Informationssystemer A/S  
Nærum Stormarked A/S  
O.K. Kenvig A/S  
Propolis Research Centre A/S  
REWWS A/S (formand)  
Richard Larsen Grafisk A/S (formand)  
Samsøe & Samsøe Holding A/S  
Sirsi Nordisk A/S  
Supercard A/S (formand)  
Aktieselskabet Ørslev Turisttrafik (formand)



**Jutta af Rosenberg**

Alder: 48 år.  
Økonomidirektør, ALK-Abelló  
Indtrådt i bestyrelsen: 2006  
Har ikke været på valg  
Valgperioden udløber i 2010

Ingen andre ledelseshverv



**Jens Christian Lorenzen**

Alder: 63 år.  
Adm. direktør, Otto Mønsted A/S  
Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
Har ikke været på valg  
Valgperioden udløber i 2007

Bestyrelsesmedlem i:

Arator A/S  
A+ Holding A/S  
Carl Ejler Rasmussen & Co. A/S  
Elbodan A/S  
Flooding Agency A/S (formand)  
Gangsø Møbler A/S  
Inbohome/Idemøbler A/S (formand)  
Inret A/S  
Take-Care A/S  
Torstedhus A/S (formand)



**Jens Ole Jensen**

Alder: 56 år.  
Økonomidirektør, Auriga  
Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
Har ikke været på valg  
Valgperioden udløber i 2007

Bestyrelsesmedlem i:

Auriga Ejendomme A/S  
Baden-Jensen A/S  
Baden-Jensen Ejendomme A/S

**Jens Høiberg**

Alder: 56 år.

Indtrådt i bestyrelsen: 1994

Genvalgt i 2006

Valgperioden udløber i 2010

Bestyrelsesmedlem i:

Farfalla Shipping Management Ltd.

Mediterranean Bond Fund Ltd.

**Direktion****(Investeringsforvaltningsselskab)**

Carnegie Asset Administration A/S

Direktion: **Tim Kristiansen**

Alder 39 år.

Ansæt siden 2004.

Ingen andre ledelseshverv

**Investeringsrådgiver**

Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Direktion: **Mikael Randel**

Alder: 64 år.

Ansæt siden 1986.









## **INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE**

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Telefon +45 35 46 35 46 · Telefax +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)  
Reg. nr. FT 11057 · CVR-nr. 14 21 13 49