

# HALVÅRSRAPPORT 2013

---

Specialforeningen Danske Invest

Danske Invest





## LÆSEVEJLEDNING

Vi anbefaler, at afsnittet om den overordnede markedsudvikling »Investeringsmarkederne i første halvår 2013«, samt afsnittet om de generelle risici og foreningens risikostyring »Risici samt risikostyring«, læses i sammenhæng med den specifikke afdelingsberetning for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker afdelingen.

## INDHOLD

### HALVÅRSRAPPORT 2013

- 3 Afkast
- 3 Salg af investeringsbeviser
- 3 Ændringer og nyheder
- 4 Investeringsmarkederne i første halvår 2013
- 5 Evaluering af forventninger til første halvår 2013
- 9 Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2013
- 11 Risici samt risikostyring
- 14 Anvendt regnskabspraksis
- 14 Ledelsespåtegning
- 16 Afdelingens ledelsesberetning og halvårsregnskab

**Danske Invest**

SPECIALFORENINGEN  
DANSKE INVEST  
CVR-nr. 24 26 06 90

Parallelvej 17  
2800 Kongens Lyngby  
Telefon 33 33 71 71  
Telefax 33 15 71 71  
www.danskeinvest.dk  
danskeinvest@danskeinvest.com

BESTYRELSE  
Advokat Jørn Ankær Thomsen, formand  
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen, næstformand  
Adm. direktør Lars Fournais  
Direktør Birgitte Brinch Madsen  
Direktør Walther V. Paulsen  
Direktør Jens Peter Toft

DIREKTION  
Danske Invest Management A/S:  
Vicedirektør Finn Kjærgård, konstitueret adm. direktør

REVISION  
KPMG, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

DEPOTBANK  
Danske Bank

LAYOUT OG PRODUKTION  
Lotte Skov Christiansen og BEYER DESIGN

# HALVÅRSRAPPORT 2013



## SPECIALFORENINGEN DANSKE INVEST INDEKS OblIGATIONER

### AFKAST

Afdeling Indeksobligationer, som er foreningens eneste afdeling, gav i første halvår et negativt afkast på 2,17 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til markedsudviklingen for danske indeksobligationer, som gav et negativt afkast på 2,79 pct.

### SALG AF INVESTERINGSBEVISER

Formuen i Specialforeningen Danske Invest udgjorde pr. 30. juni 2013 321 mio. kroner mod en formue på 389 mio. kroner ved årsskiftet. Foreningens nettosalg var i 1. halvår -53 mio. kroner.

### ÆNDRINGER OG NYHEDER

Pr. 1. juli 2013 blev investeringsområdet for foreningens eneste afdeling, Indeksobligationer, udvidet, så afdelingen fremover også kan investere i indeksobligationer udstedt af den danske stat. Afdelingen har indtil videre kun investeret i danske realkreditindeksobligationer. Med det justerede investeringsområde vil afdelingen kunne opfylde de spredningsregler, der gælder for investeringsforeninger, og det forventes derfor, at afdelingen vil blive overflyttet til søsterforeningen Investeringsforeningen Danske Invest i løbet af 2014, hvis det vedtages på generalforsamlingen i foråret 2014.

---

Thomas Mitchell, som siden 2008 har været adm. direktør i Danske Invest Management A/S, har pr. 1. juli 2013 sagt sin stilling op for at tiltræde en stilling i Danske Bank-koncernen. Vicedirektør Finn Kjærgård er konstitueret adm. direktør.

## INVESTERINGSMARKEDERNE I FØRSTE HALVÅR 2013

### Verdensøkonomien: Moderat vækststopbremsning

Global økonomi oplevede en moderat opbremsning i løbet af 1. halvår efter væksten hen imod afslutningen af 2012 var tiltaget noget i styrke. Opbremsningen skyldtes dels finanspolitisk stramning i USA og dels en svag udvikling i de nye markeder. I Europa derimod viste der sig små fremskridt, men væksten forblev negativ.

### USA: Stigende optimisme

Den store usikkerhed om den finanspolitiske kløft i USA, som fik så meget opmærksomhed i månederne op til årsskiftet, blev delvist forløst nytårsdag med et kompromis der sikrede, at skattestigningerne i USA blev mindre omfattende end i første omgang frygtet. Dog blev en del af opstramningerne bare udskudt, og disse slog igennem i marts og i de kommende måneder. Det var medvirkende til, at væksten i USA blev moderat i 1. halvår. Ikke desto mindre har USA modstået stramningerne bedre, end mange havde frygtet. Det vidner om en privat sektor, der synes bedre rustet end længe til at klare modvind. En fortsat fremgang i boligmarkedet – både salg, byggeri og priser – er medvirkende til, at forbrugerne gradvist føler sig stadig mindre udsatte økonomisk og dermed bliver mere optimistiske. Et boligmarked i bedring og mindre pressede forbrugere hjælper også bankerne, der skal afskrive færre lån og dermed har mere rum til at understøtte økonomien. Denne proces synes i stigende grad at hjælpe

### ALLE AFKAST ER ANGIVET I DANSKE KRONER MED MINDRE ANDET ER ANGIVET.

amerikansk økonomi op i gear. Mod slutningen af halvåret indikerede chefen for den amerikanske centralbank, Ben Bernanke, at den pengepolitiske kurs inden længe kunne ændres. Siden finanskrisen har centralbanken opkøbt store mængder stats- og realkreditobligationer og dermed presset renten nedad, men Bernanke fastslog, at hvis økonomien voksede som forventet, ville centralbanken nedjustere sine opkøb allerede i år. Rentestigninger er ifølge centralbankens egen forventning stadig ikke på tale før i 2015.

### Europa: Fortsat recession, men på vej mod stabilitet

Recession fortsatte i Europa i 1. halvår 2013, men ved indgangen til 2. halvår synes regionen tæt på en stabilisering. Fremgangen drives først og fremmest af en ændret holdning i det politiske miljø, hvor kriselandene nu får længere tid til at bringe deres offentlige underskud under kontrol. Det betyder færre nedskæringer og fyringer i den offentlige sektor og færre skatte- og afgiftsstigninger på kort sigt. På den måde får kriselandene en smule mere luft i erkendelse af, at for kraftige opstramninger kan bringe lande helt i knæ økonomisk og dermed skabe større risiko for social uro, populisme eller endda politisk radikalisering. Den økonomiske udvikling



## EVALUERING AF FORVENTNINGER TIL FØRSTE HALVÅR 2013

Vores forventning om høj usikkerhed i 1. halvår 2013 blev indfriet. Den vestlige verden har fortsat store udfordringer med at få de offentlige finanser under kontrol. Høj arbejdsløshed og politisk usikkerhed præger billedet i en række lande samt bekymring om, hvornår den amerikanske centralbank vil begynde at stramme pengepolitikken. Forventningen om relativ lav vækst i den globale økonomi blev indfriet, især som følge af svagere vækst i de nye markeder. Forventninger om positive afkast blev indfriet på de modne aktiemarkeder primært drevet af rigelig likviditet på de globale finansmarkeder og mindre bekymring om statsgældsproblemerne i Europa. Aktier fra de nye markeder skuffende derimod med negative afkast som følge af afmatning af væksten i Kina og andre nye markeder.

De fleste obligationsafdelinger gav lidt lavere afkast end forventet pga. stigende lange renter forårsaget af markedets bekymring om, hvornår den amerikanske centralbank vil begynde at stramme pengepolitikken. Forventningen om at globale indeksobligationer ville give højere afkast end almindelige sammenlignelige statsobligationer blev ikke indfriet på grund af forventninger om faldende inflation. Virksomhedsobligationer gav meget beskedne afkast, men forventningen om indsnævring af kreditspændene blev indfriet, selvom der kun er tale om beskedne indsnævringer. Obligationer fra de nye markeder indfriede derimod ikke vores forventninger om positive afkast som følge af svagere vækst i de nye markeder.

US-dollar var stort set uforandret, hvor vi havde forventet en svagere dollar. Yennen, norske og svenske kroner blev derimod svagere end forventet.

i Grækenland er en nylig påmindelse om, at opstramninger kan være så ødelæggende for den økonomiske udvikling og dermed skattegrundlaget, at de offentlige underskud forværres snarere end forbedres. Samtidig forsøger man stadig at styrke den europæiske banksektor med ny kapital, men også i 1. halvår var bankerne ikke desto mindre meget forsigtige, når det kom til at understøtte økonomien med udlån. Politikerne arbejder videre med at reformere hele Euro-samarbejdet. Bankunionen var hovedfokus i 1. halvår, og fremgangen i forhandlingsprocessen var skuffende langsom. I slutningen af juni blev der truffet nogle positive beslutninger om fælles redningsfaciliteter til banker af afgørende betydning i særlig problematiske tilfælde, men man er stadig et stykke fra de oprindelige ambitioner. Dette er et eksempel på, at det går fremad med den politiske udvikling i regionen, men i et skuffende tempo. Det er skyldes blandt andet, at presset fra markedet er aftaget med den europæiske centralbanks løfter om at agere redningsplanke. På det nationale plan var den afgørende begivenhed valget i Italien. Valget endte med et meget splittet parlament med overraskende store stemmeandele til både komikeren Peppe Grillo's protestbevægelse og Berlusconi. Det efterlader landet med en ustabil samlingsregering, der får svært ved at gennemføre de nødvendige reformer.

### Nye markeder:

#### Bekymring om Kina svækkede væksten

De nye markeder har vist den kraftigste svækkelse i løbet af 1. halvår. En svækkelse som i et vist omfang er relateret til udviklingen i Kina, hvor kraftigt stigende boligpriser og ikke mindst væksten i udlån skabte bekymringer for vækstens langsigtede holdbarhed. Kreditvæksten nåede så høje niveauer, at myndighederne tidligt på året så sig nødsaget til at stramme op. Konsekvensen var en afmatning i væksten. Men trods begyndende opstramning lader Kinas kreditvækst til stadig at være høj. Derfor er der udbredt bekymring for, at den overordnede økonomiske model er afhængig af massiv kreditudstedelse for at levere vækst på rimelige niveauer. Samtidig er Kinas økonomi særdeles afhængig af råvarer, og derfor påvirker usikkerheden om Kinas fremtidsudsigter mange andre nye markeder-lande. Disse lande er i forvejen ramt af vanskeligere vækstbetingelser i årene efter finanskrisen, fordi efterspørgslen fra Vesten er svagere, mens de økonomiske balancer i landene også er under stigende pres. Dermed står en god del af verdens nye markeder-lande i en vanskelig situation, hvor de på kort sigt må acceptere lavere vækst og på længere sigt enten må gennemføre større reformer og tilpasse vækstmodellerne eller forberede sig på endnu større økonomiske udfordringer.



### KREDITSPÆND

Renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer, f.eks. tyske og amerikanske, udstedt i samme valuta og med samme løbetid.

## Obligationer

Året begyndte med forventninger om vækst i USA og recession i Europa. Obligationsrenterne i USA steg først svagt, men faldt igen, da de økonomiske nøgletal skuffede. Rente-faldet fortsatte frem til begyndelsen af maj, hvor FED (den amerikanske centralbank) talte om at reducere opkøbet af obligationer. Renterne på en 10-årig obligation steg derefter næsten 1 procentpoint fra det laveste niveau i maj. Renten på de korte obligationer steg væsentligt mindre end de lange obligationer.

I Europa var økonomien fortsat presset af budgetnedskæringer. ECB (den europæiske centralbank) nedsatte refi-renten med 0,25 pct. til 0,50 pct. og der var begyndende forventninger om yderligere nedsættelser i løbet af 2. halvår. Renten i Nordeuropa, som f.eks. i Tyskland, fulgte renten i USA. Dog med væsentlig mindre renteusving. Sydeuropa nød godt af den længere tidsfrist med at få de offentlige underskud under kontrol samt ECBs løfte om at opkøbe obligationer, hvis behovet opstod. Overordnet set fulgte renten i Sydeuropa renteutviklingen i Nordeuropa, men rentespændet over for bl.a. Tyskland blev indsnævret pænt. I Spanien sluttede den 10-årige obligation halvåret med et lille rentefald og i Italien med en stort set uforandret rente. Derimod steg renten i Tyskland.

I Japan øgede Bank of Japan deres opkøb af obligationer markant. Først faldt renten på nyheden, og derefter steg den markant på grund af udsigten til inflation.

Danske obligationer nyder fortsat godt af efterspørgsel fra udenlandske investorer. I modsætning til 2012, hvor det primært var statsobligationer, som udlandet efterspurgte, købte udenlandske investorer i 1. halvår primært danske realkreditobligationer. Dette betyder, at afkastet på danske realkreditobligationer generelt lå over afkastet på tilsvarende statsobligationer.

Indeksobligationerne nød i første del af året godt af et generelt rentefald og forventninger om pæn inflation. I løbet af maj og juni blev indeksobligationerne ramt af dels den stigende rente og dels af ændrede forventninger til inflationen. I Europa blev planlagte skatte- og afgiftsforhøjelser reduceret

eller fjernet, hvilket reducerede inflationsforventningerne. I USA fik forventningerne om en hurtigere opstramning af pengepolitikken inflationsforventningerne til at falde markant. Kombinationen af stigende renter og forventninger om faldende inflation ramte indeksobligationerne hårdt.

### Valuta: Yennen var den helt store taber.

Den japanske yen faldt ca. 11,5 pct. Det skyldes Bank of Japans markante lempelse af pengepolitikken. US-dollarren udviste pæne udsving, men sluttede stort set uforandret. Det engelske pund var svagt og sluttede med et fald på ca. 5 pct. Den svenske krone begyndte med en stærkere tendens, men faldt tilbage i forventning om, at Riksbanken (den svenske nationalbank) ville lempe pengepolitikken. I Norge faldt kronen i løbet af halvåret. Faldet tog ekstra fart i slutningen af juni, da centralbanken indikerede, at en rentenedsættelse var på vej.

### Kreditobligationer:

#### Højest afkast til obligationer med lav kreditkvalitet

Halvåret bød på relativt beskedne indsnævninger i kredit-spændene på virksomhedsobligationer i USA og Europa efterfulgt af stigninger i den underliggende rente på tilsvarende statsobligationer. Det betød beskedne afkast på alle typer virksomhedsobligationer. De højeste afkast kunne noteres på obligationer med lav kreditkvalitet i kraft af deres højere løbende renteafkast.

Samlet set gav europæiske investment grade virksomhedsobligationer, dvs. virksomhedsobligationer med høj kreditkvalitet, et afkast på 0,1 pct. i 1. halvår 2013, mens europæiske high yield-virksomhedsobligationer, dvs. virksomhedsobligationer med lav kreditkvalitet, sluttede halvåret med et afkast på 2,3 pct. Til sammenligning gav globale high yield-obligationer, der for 80 procents vedkommende er amerikanske, et afkast på 1,1 pct.

I 1. halvår var nye markeder-obligationer i alvorlig modvind. Baggrunden var en kombination af skuffede vækstforventninger, frygt for konsekvenserne af en tidlig udfasning af likviditetsudpumpningen i USA samt en tendens til at tage gevinster hjem på de store positioner i emerging markets-obligationer, som internationale investorer har opbygget

## KREDITOBLIGATION

Kreditobligationer er en fælles betegnelse for obligationer udstedt af virksomheder, realkreditinstitutter og emerging markets-lande. For disse obligationer har der historisk været en særlig risiko for, at udstederen får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser.



gennem de seneste år. Resultatet var, at nye markeder-obligationer udstedt i US-dollar, men valutasekret over for danske kroner, sluttede med et negativt afkast på 8,1 pct. Nye markeder-obligationer udstedt i landenes egne valutaer klarede sig lidt bedre, men sluttede med et negativt afkast på 6,3 pct. omregnet til danske kroner.

#### **Globale aktier**

De globale aktiemarkeder gav et positivt afkast på 7,5 pct. i 1. halvår. Markedet var frem til slutningen af maj præget af en positiv tendens, men faldt derefter i juni. Den positive stemning frem til maj blev understøttet af rigelig likviditet på de globale finansmarkeder, mindre nervøsitet med hensyn til statsgældsproblemerne i Europa og positive nøgletal for væksten i USA. Faldet i slutningen af halvåret skyldes stigende bekymring hos investorerne for, at den amerikanske centralbank vil stramme pengepolitikken hurtigere end forventet, de stigende renter og en afmatning af væksten i Kina og andre nye markeder. Sidstnævnte trak aktierne på de nye markeder ned, så de gav et negativt afkast på 8,3 pct. Annonceringen af en mere ekspansiv økonomisk politik i Japan førte til et positivt afkast på 18,2 pct. på japanske aktier. Amerikanske aktier gav et afkast på 14,9 pct. i 1. halvår understøttet af fremgang i økonomien, mens europæiske aktier kun gav et afkast på 3,6 pct. bl.a. på grund af svage regnskaber for 1. kvartal.

#### **Danske aktier**

Det danske aktiemarked leverede i 1. halvår et pænt afkast på 6,9 pct. Kendetegnet for 1. halvår var, at der ikke var en klar tendens i forhold til, hvilke sektorer, der gav gode afkast. Visse cykliske aktier gav et højt afkast, mens andre faldt. Det samme gælder finansielle og stabile aktier. Blandt de toneangivende aktier klarede Vestas sig bedst på baggrund

fokus på at tilpasse omkostningerne og en pæn ordretilgang. Desuden leverede Pandora et afkast på 56 pct. på baggrund af fortsat vækst i omsætning og resultat. Andre konjunkturafhængige selskaber som A. P. Møller-Mærsk, DSV og FLS leverede i 1. halvår negative afkast. Modsat de seneste år, har afkastet fra en del af de stabile vækstorienterede virksomheder været negativt i den tunge ende. Novo Nordisk faldt 3 pct., William Demant faldt 2 pct., og Carlsberg faldt 7 pct. Små og mellemstore selskaber klarede sig lidt bedre end de store selskaber i 1. halvår.



## OVERORDNEDE FORVENTNINGER TIL INVESTERINGSMARKEDERNE I RESTEN AF 2013

### Verdensøkonomien:

#### Udsigt til bedring med USA som lokomotiv

Global vækst ventes langsomt at blive styrket i løbet af 2. halvår. Det skyldes først og fremmest en forventning om, at amerikansk økonomi efter flere år med ganske moderat vækst endelig kan opnå en vækst, der ligger på et højere niveau. Baggrunden er, at modvinden fra de finanspolitiske stramninger, som har ramt amerikansk økonomi gennem i 1. halvår, tager af i løbet af efteråret. Desuden forventes den langsomme bedring af banksystemet samt af husholdningernes indkomst- og formueforhold at fortsætte. Fortsat fremgang på boligmarkedet hjælper denne proces ligesom flere investeringer og stigende ansættelseslyst hos virksomhederne kan gøre det. Det er dog stadig betydeligt usikkert, hvorvidt virksomhederne vil smide lidt af forsigtigheden over bord eller stadig er mærket af flere år med kriser, usikkerhed og moderat vækst. Europa ventes at bedres yderligere, så vi mod årets afslutning vil se positive vækstrater. Meget taler dog for, at væksten stadig vil være så svag, at regionens historisk høje arbejdsløshed ikke bliver nedbragt nævneværdigt. Effekterne af opstramningerne i Kina ventes at klinge af i løbet af 3. kvartal, og det vil påvirke den globale vækst positivt. Samlet set efterlader det rum til at styrke den globale vækst i løbet af årets sidste 6 måneder.

#### Obligationer: Fortsat meget lav kort rente.

Vi forventer ikke, at FED vil forhøje renterne i 2013, men der kan ske en reduktion i opkøbet af obligationer i løbet af efteråret. Det vil dog afhænge af den økonomiske udvikling. Renten på de lange obligationer er steget markant på kort sigt, og vi mener, at det er gået lidt for stærkt, og der kan derfor komme et lille rentefald hen over sommeren, men vi forventer at renten vil være lidt højere ved årets udgang, hvis økonomien udvikler sig, som markedet forventer.

I Europa forventer vi, at ECB vil fortsætte den lempelige pengepolitik, men at de vil være tilbageholdende med at nedsætte renten yderligere, fordi det vil give en negativ indlånsrente. De lange renter i Nordeuropa vil følge udviklingen i USA, men med mindre udsving. Vi forventer derfor et

mindre rentefald over sommeren, men at renten vil slutte på et lidt højere niveau ved årets udgang. I Sydeuropa forventer vi, at spændet over for bl.a. Tyskland vil blive marginalt indsnævret, men der er risiko for, at krisen kan komme tilbage og ramme disse markeder. Danske realkreditobligationer vil generelt nyde godt af en lille rentestigning i forhold til danske statsobligationer, og sammen med en attraktiv prisfastsættelse betyder det, at vi forventer, at realkreditobligationer vil gøre det bedre end danske statsobligationer i 2. halvår.

### Indeksobligationer:

#### Forventning om meget lav inflation

Vi mener, at renterne er steget for hurtigt, og vi forventer derfor et mindre rentefald hen over sommeren. I USA er der - i modsætning til tidligere - forventning af lav inflation. Dette står i modsætning til, at markedet forventer en stærkere vækst. Vi forventer derfor, at markedet igen vil forvente stigende inflation, hvilket vil være positivt for indeksobligationerne. I Europa forventer vi, at inflationen vil stige på kort sigt på grund af sæsoneffekter, men at tendensen vil være nedadgående. Markedet har stort set taget højde for dette, og vores forventning er derfor, at indeksobligationerne vil give et lidt bedre afkast end nominelle obligationer.

#### Valuta: Fortsat fokus på yennen

Vi forventer, at US-dollar kan blive styrket lidt, hvis FED strammer pengepolitikken. Men på langt sigt forventer vi en svagere US-dollar. Det engelske pund forventes også at blive svækket fra det nuværende niveau, men der er lidt usikkerhed om den fremtidige pengepolitik og dermed om pundets udvikling på kort sigt. Yennen forventes at blive svækket yderligere på grund af Bank of Japans monetære politik. For svenske og norske kroner forventer vi en uforandret tendens.

#### Kreditobligationer: Beskedne afkast

Vi mener, der er udsigt til en vis bedring i verdensøkonomien i 2. halvår af 2013, og at egentlige pengepolitiske stramninger i USA og Europa i form af renteforhøjelser ligger relativt langt ude i fremtiden. Derfor forventer vi, at investorenes risikovillighed vil stige igen. På den baggrund forventer vi en

## UDSAGN OM FORVENTNINGER

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne halvårsrapport, afspejler ledelsens aktuelle forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne. Den type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og vi vurderer, at det ikke er hensigtsmæssigt at komme med konkrete tal for afkastforventningerne for det kommende halvår.



mindre indsnævring af kreditspændene i den resterende del af 2013. Da vi samtidig kun forventer en moderat stigning i de underliggende statsrenter, vurderer vi, at der er basis for positive, omend relativt beskedne afkast på kreditobligationer i 2. halvår af 2013. Den største risiko er formentlig, at væksten i 2. halvår tiltager så meget, at det medfører en større stigning i statsrenterne, der vil trække afkastet på de fleste typer kreditobligationer ned.

#### **Globale aktier: Positive afkast**

Vi forventer yderligere positive afkast på aktier i 2. halvår baseret på vores forventning om en stigning i den globale økonomiske vækst, der vil understøtte forventningerne til selskabernes fremtidige indtjening. Den stærkere vækst kan dog udløse yderligere nervøsitet for, at pengepolitikken bliver strammet og at de lange renter stiger, hvilket kan medføre forbigående tilbagefald i markederne. Kursfald kan også blive udløst af svagere vækst end forventet eller fornyet nervøsitet for statsgældsproblemerne.

#### **Danske aktier: Kraftig vækst i indtjeningen**

Vi forventer en positiv udvikling i den globale økonomi i 2. halvår og derfor også pæne afkast af danske aktier de næste 6 måneder. De fundamentale forhold for de danske, børs-noterede virksomheder ser fortsat gode ud, og vi forventer en kraftig indtjeningsvækst på 24 pct. for 2013 og 17 pct. for 2014. Væksten vil primært være drevet af stabile vækstelskaber som Novo Nordisk, Novozymes og Coloplast, men også af Vestas og D/S Norden. Endelig forventer vi også, at bankerne vil bidrage, da de seneste års store nedskrivninger vil falde.

## RISICI SAMT RISIKOSTYRING

Som investor i foreningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne. Andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal investor selv tage højde for – er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

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

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

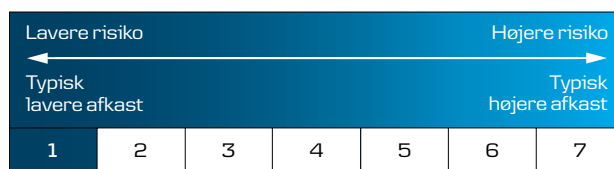
### Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra den enkelte investors behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at investor er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Danske Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren). Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer, sjældent velegnede.

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

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. På vores hjemmeside [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk) kan man for den enkelte afdeling, under punktet »Risiko«, se afdelingens aktuelle og senest opdaterede placering på risikoindikatoren. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devallueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer. Det er vigtigt at huske, at historiske data ikke er indikator for fremtidig udvikling.



### Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes porteføljerådgivnings- og -forvaltningsaftaler og instrukser fra foreningens bestyrelse om investeringer, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutaterminsforretninger, som anvendes til at reducere valutarisikoen. Desuden har Danske Invest porteføljerådgivere og -forvaltere placeret i udvalgte lokale markeder.

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores og vores porteføljerådgiveres og -forvalteres forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed. Vi vurderer i den forbindelse, at usikkerheden stadig er høj.

Mange afdelinger har et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark. Det er blandt andet tilfældet for afdeling Indeksobligationer.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger vi at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark.

Når investeringsstrategien er passiv – også kaldet indeksbaseret – betyder det, at investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks tæt. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne er der som hovedregel fastsat en begrænsning på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Tracking error er et matematisk udtryk for, hvor tæt en afdeling følger sit benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til kreditvurderingen (ratings).

### Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række interne kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem i Danske Invest Management A/S, som administrerer foreningen. Dette sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver og -forvaltere, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

Foreningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision af årsregnskaberne ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger om afdeling Indeksobligationer henvises til gældende prospekt og Central Investorinformation, der kan downloades fra [www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk) under produktinformationen om afdelingen.

### Risikostyring

Lovgivningen fastlægger placeringsregler og retningslinjer for en afdelings risici og risikostyring. Herudover fastlægger foreningens bestyrelse rammer for en afdelings risikoprofil samt identificerer og kvantificerer en afdelings væsentligste risici.

Bestyrelsen har fastlagt risikoprofilen, herunder angivelse af investeringsområdet samt risikorammerne, for afdelingen i en bestyrelsesinstruks til direktionen. I aktieafdelingerne er der i instruksen som hovedregel fastsat en risikogrænse på tracking error, hvis der er fastlagt et benchmark. Aktivt styrede aktieafdelinger vil således have højere grænser for tracking error end de indeksbaserede. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat en risikoramme på varighed (rentefølsomhed) og særlige rammer på kreditrisikoen via krav til kreditkvaliteten (ratings). For hver afdeling er det fastlagt om – og i hvilket omfang – afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter.

Der anvendes i vid udstrækning it-systemer til at overvåge, at placeringsregler og risikorammer overholdes samt til at analysere, om risikostyringsmodellerne er tilstrækkeligt pålidelige. Der er etableret en selvstændig risikostyringsfunktion, som løbende vurderer og overvåger risikostyringen. Der er indbygget væsentlige risikostyringselementer i afdelingernes porteføljerådgivnings- og forvaltningsaftaler samt i den løbende opfølgning på risikoindekatoren i dokumentet central investorinformation. Risikostyringen bygger på fælles principper og styringsværktøjer for alle afdelinger i foreningen.



## GENERELLE RISIKOFAKTORER

### ENKELTLANDE-RISIKO

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

### MODPARTSRISIKO

Ved placering i indlån, afledte finansielle instrumenter og depotbeviser som f.eks. ADRs og GDRs samt ved aftaler om aktieudlån m.v. kan der være risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser.

### OBLIGATIONSMARKEDET

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

### RENTERISIKO

Renteudviklingen varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, vil det som hovedregel betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, der investeres i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

### KREDITRISIKO

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser, herunder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser.

## ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2012. Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk) eller kan bestilles ved at kontakte Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Denne halvårsrapport er i overensstemmelse med gældende praksis ikke revideret af foreningens revisor.

Regnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med almindeligt anerkendte regnskabsprincipper.

## LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende halvårsrapport for regnskabsperioden sluttende 30. juni 2013.

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

Halvårsregnskabet for afdeling Indeksobligationer giver et retvisende billede af afdelingens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningen for afdeling Indeksobligationer indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingen kan påvirkes af.

København, den 27. august 2013

### DIREKTION DANSKE INVEST MANAGEMENT A/S

Finn Kjærgård  
Vicedirektør og konstitueret adm. direktør

### BESTYRELSE

Jørn Ankær Thomsen  
Formand

Agnete Raaschou-Nielsen  
Næstformand

Lars Fournais

Birgitte Brinch Madsen

Walther V. Paulsen

Jens Peter Toft

## INDEKSobligationer

Investorer i danske indeksobligationer. Afdelingen er aktivt styret

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit »Investeringsmarkederne i første halvår 2013«, »Overordnede forventninger til investeringsmarkederne i resten af 2013« og »Risici samt risikostyring« for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [danskeinvest.dk](http://danskeinvest.dk).

### Risikoprofil

Da afdelingen investerer i danske indeksobligationer, har afdelingen en investeringsmæssig risiko i forhold til udviklingen i renten på danske indeksobligationer. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til obligationsmarkedet, enkeltlandrisiko, renterisiko, kreditrisiko samt modpartsrisiko.

I halvårsrapportens afsnit om investeringsmarkeder, risikoforhold og risikofaktorer kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. På risikoindekatoren er afdelingen placeret i kategori 3 - jf. omtalen foran i halvårsrapportens afsnit »Risici samt risikostyring«.

### Afkast og benchmark

Afdelingen gav i første halvår 2013 et negativt afkast på 2,17 pct. Afdelingen har intet benchmark, men det opnåede afkast er meget tilfredsstillende i forhold til den generelle markedsudvikling og konkurrenter. Vores forventning i årsrapporten for 2012 om lave, men positive afkast på danske indeksobligationer i 2013 blev dog ikke indfriet.

### Markedet

Første halvår 2013 blev en periode, hvor danske indeksobligationer nød godt af et generelt rentefald frem til begyndelsen af maj. Inflationen i Europa blev holdt oppe af en pæn vækst i Tyskland. I løbet af maj og juni blev indeksobligationerne ramt hårdt dels af stigende renter på almindelige obligationer og dels af forventninger om faldende inflation.

Det negative afkast, som følge af kurstab, blev dog afbødet lidt af den positive indeksregulering, som udgjorde 1,7 pct. i første halvår.

### Vurdering af afdelingens resultat

Afdelingens afkast i første halvår 2013 var 0,62 procentpoint bedre end markedsudviklingen for danske indeksobligationer. I første halvår 2013 er der foretaget få omlægninger i porteføljen. En betydelig andel af indeksobligationer med lang løbetid var medvirkende til, at afdelingen gav et negativt afkast, idet denne type indeksobligationer gav de laveste afkast.

### Særlige risici ved markedsudviklingen i 2013

Afdelingen investerer udelukkende i danske indeksobligationer. Den største risiko er derfor, at råvarepriserne falder kraftigt på verdensmarkedet, hvilket vil trække den faktiske inflation i Danmark ned. Den anden væsentlige risiko er, at realrenterne stiger betydeligt. Det vil medføre kurstab på indeksobligationerne. Dette kan ske, hvis den europæiske gældskrise bliver fuldstændig løst, samt at væksten overskrider positivt. I det miljø forventes det, at danske renter vil stige.

Afdelingens obligationer er udstedt af danske realkreditinstitutter. Danske realkreditobligationer anses for at have en meget lav kreditrisiko. Faldende huspriser og øgede tab på lån i realkreditinstitutterne kan eventuelt mindske investorerens tillid til realkreditobligationer generelt - herunder danske indeksobligationer.

### Forventninger til markedet samt strategi

Vi mener, at renterne i Danmark er steget for kraftigt i første halvår 2013. Vi forventer derfor et mindre rentefald i de kommende måneder. Det vil medføre positive afkast på danske indeksobligationer i andet halvår 2013.

Det er dog en forudsætning, at den globale vækst ikke går så meget i stå, at selv de nye markeder oplever en kraftig afmatning i væksten. I den situation vil råvarepriserne falde, og afkastet på indeksobligationer vil ikke blive lige så højt, som afkastet på almindelige obligationer.

### AFDELINGENS PROFIL

Børsnoteret
Udbyttebetalende
Introduceret: November 1996
Risikoindeks (1-7): 3
Benchmark: Intet benchmark
Fondskode: DK0015942650
Porteføljerådgiver: Danske Capital division af Danske Bank A/S

### VARIGHEDER

1-3 år	1,5%
3-5 år	4,2%
5-10 år	91,8%
Øvrige inkl. likvide	2,5%

### NØGLETAL

Sharpe Ratio	1,16
Standardafvigelse	3,76

## INDEKS OblIGATIONER



Afdelingen vil følge en aktiv investeringsstrategi, hvor andelen af lange indeksobligationer vil blive fastholdt eller mindsket lidt. Vi forventer som noget nyt at investere i en 10-årig indeksobligation udstedt af den danske stat i andet halvår 2013. Frem imod slutningen af året forventer vi et lavt, men dog positivt afkast på obligationer. Det nuværende renteniveau er fortsat lavt i historisk perspektiv, og derfor er der en vis risiko for stigende renter frem mod slutningen af året. Afkastet kan dog blive både højere eller lavere end benchmark, blandt andet som følge af den betydelige usikkerhed om de globale vækstudsigter, og om hvornår den amerikanske centralbank vil begynde at stramme pengepolitikken.



# INDEKSOBLIGATIONER

## RESULTATOPGØRELSE, BALANCE OG FORMUEOPGØRELSE I 1.000 KR.

RESULTATOPGØRELSE	1.1.-30.06.13	1.1.-30.06.12
Renter og udbytter	3.637	4.134
Kursgevinster og tab	-10.049	18.000
Administrationsomkostninger	-1.014	-1.083
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-7.426</b>	<b>21.051</b>

BALANCE	30.06.13	31.12.12
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler 1]	1.163	214
Obligationer 1]	317.630	385.266
Andre aktiver	3.329	3.917
<b>Aktiver i alt</b>	<b>322.122</b>	<b>389.397</b>
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue 2]	320.502	388.947
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.234	0
Anden gæld	386	450
<b>Passiver i alt</b>	<b>322.122</b>	<b>389.397</b>

NOTE 1: FINANSIELLE INSTRUMENTER	30.06.13	31.12.12
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,9
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	0,1
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

NOTE 2: MEDLEMMERNES FORMUE	1.1.-30.06.13
Medlemmernes formue primo	388.947
Udlodning fra sidste år	-7.677
Indløsninger i perioden	-53.478
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	136
Periodens resultat	-7.426
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>320.502</b>

NØGLETAL FOR HALVÅRET	1. HALVÅR 2013	1. HALVÅR 2012
Medlemmernes formue (t.DKK)	320.502	401.154
Antal andele	2.598.204	3.138.500
Stk. størrelse DKK	100	100
Indre værdi (DKK pr. andel)	123,36	127,82
Afkast i DKK (pct)*]	-2,17	5,48
Administrationsomk. (pct)*]	0,28	0,28
ÅOP	0,61	0,60

\*] Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.



DANSKE INVEST  
PARALLELVEJ 17  
2800 KGS. LYNGBY  
TLF. 33 33 71 71  
[WWW.DANSKEINVEST.DK](http://WWW.DANSKEINVEST.DK)  
[DANSKEINVEST@DANSKEINVEST.COM](mailto:DANSKEINVEST@DANSKEINVEST.COM)