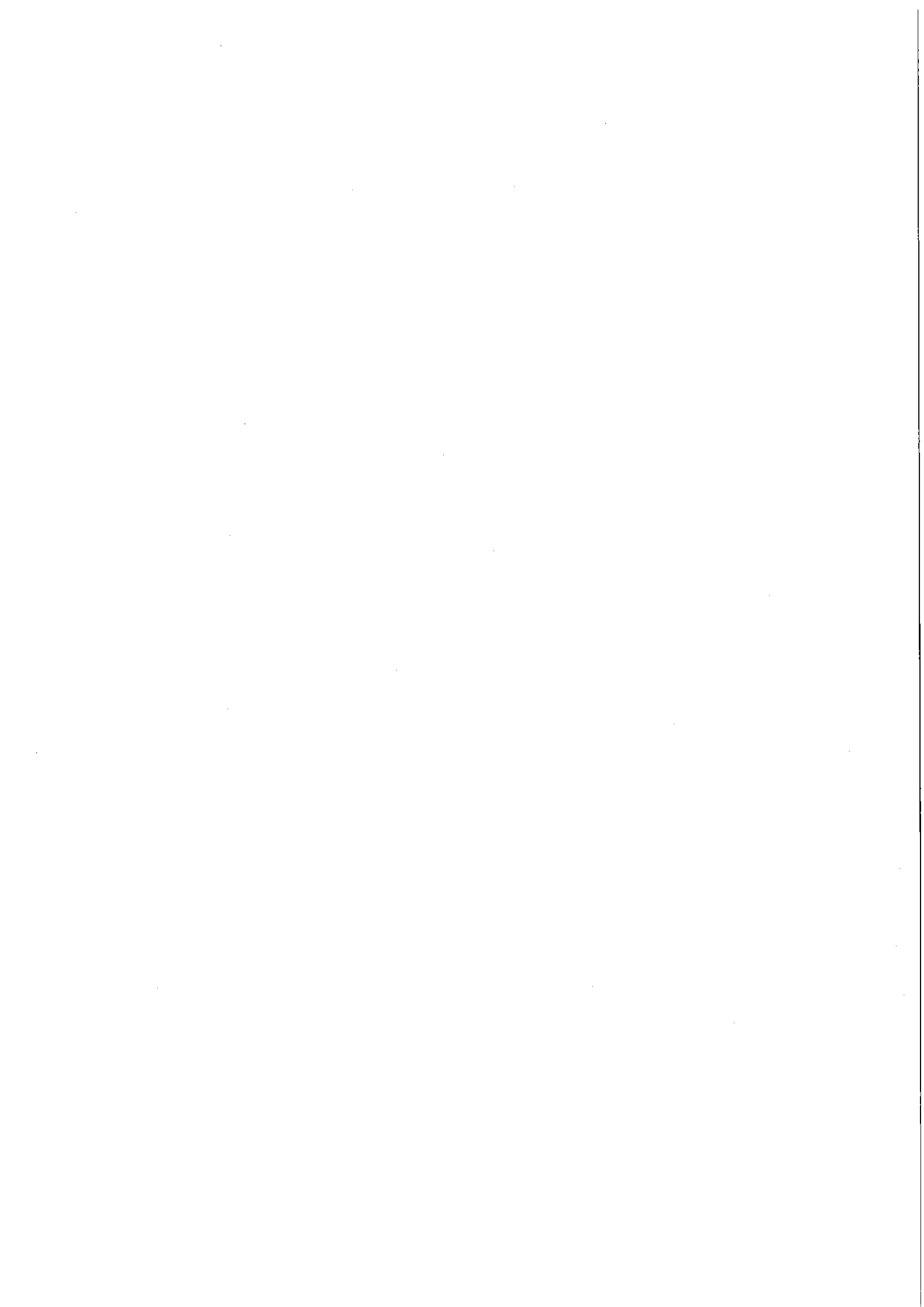


Kapitalforeningen

Nykredit Alpha

Årsrapport

2014



## Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	5
<i>Årsrapporten 2014 i hovedtræk.....</i>	<i>5</i>
<i>Forventninger til 2015.....</i>	<i>6</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2014.....</i>	<i>7</i>
<i>Den økonomiske omgivelser i 2014.....</i>	<i>9</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>12</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>16</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>18</i>
<i>Generalforsamling 2015.....</i>	<i>19</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>19</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>20</i>
Årsregnskaber.....	21
MIRA.....	21
AIDA.....	26
KOBRA.....	31
Alternativer.....	36
Foreningens noter.....	41
Anvendt regnskabspraksis.....	41
Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af af alternative investeringsfonde m.v.....	43
Hoved- og nøgletaloversigt.....	44

Nærværende årsrapport for 2014 for Kapitalforeningen Nykredit Alpha indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio februar 2015. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

## Foreningsoplysninger

Kapitalforeningen Nykredit Alpha blev stiftet den 6. juli 2007. Ultimo 2014 omfattede foreningen fire afdelinger:

MIRA  
AIDA  
KOBRA  
Alternativer

Kapitalforeningen Nykredit Alpha er en alternativ investeringsfond, som har til formål at sikre medlemmerne en god og stabil formuevækst over en årrække. Kapitalforeningen Nykredit Alpha har indgået administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S, samt rådgivningsaftale og depotselskabsaftale med Nykredit Bank A/S. Samarbejdspartnerne indgår i Nykredit koncernen.

Kapitalforeningen Nykredit Alpha  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 72  
CVR nr: 30 82 15 56  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.034  
Hjemmeside: [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk)

### Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

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

### Depositar

Nykredit Bank A/S

### Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### Porteføljerådgiver

Nykredit Asset Management

## Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og forvalter har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2014 for Kapitalforeningen Nykredit Alpha.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvåg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2014.

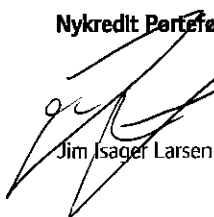
Foreningens ledelsesberetning, herunder de enkelte afdelingsberetninger, indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen og de respektive afdelinger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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 17. februar 2015

### Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

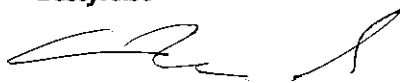


Jim Isager Larsen

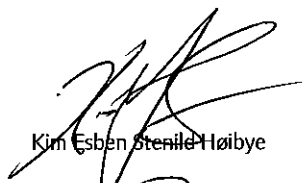


Tage Fabrin-Brasted

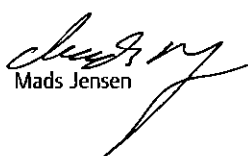
### Bestyrelse



Tine Roed  
Formand



Kim Esben Stenild Højbye



Mads Jensen



Erik Højberg Nielsen

## Til investorerne i Kapitalforeningen Nykredit Alpha

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Kapitalforeningen Nykredit Alpha for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis for 4 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

### Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, som er relevant for foreningens udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst ledelsesberetningen, herunder de enkelte afdelingsberetninger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet.

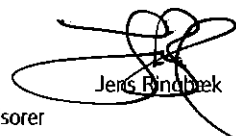
Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen og de enkelte afdelingsberetninger er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København, den 17. februar 2015

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab



Per Rolf Larssen



Jens Bindhæk

Statsautoriserede revisorer

### Årsrapporten 2014 i hovedtræk

- År 2014 blev ikke et tilfredsstillende år for foreningens afdelinger, idet afkastudviklingen ikke levede op til forventningen. Afdeling MIRA og afdeling KOBRA gav et positivt afkast på henholdsvis 3,8% og 4,7% i 2014, mens afdeling AIDA leverede et negativt afkast på 4,7%.
- Foreningens formue var 2.064 mio. kr. ultimo 2014 mod 796 mio. kr. ultimo 2013.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 0,6 mio. kr. i 2014 mod 59,9 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 33,7 mio. kr. i 2014 mod 23,3 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 1,87% i 2014 mod 4,47% året før.
- På en ekstraordinær generalforsamling den 18. februar 2014 blev foreningen omdannet fra en hedgeforening til en kapitalforening som følge af ændringer i lovgivningen. Omdannelsen medførte ikke ændringer for foreningens virke eller resultater.
- På generalforsamling i april 2014 udtrådte Kjeld Øberg og Bjørn Bogason af bestyrelsen, og direktør Tine Roed blev indvalgt som nyt bestyrelsesmedlem. Bestyrelsen konstituerede sig efterfølgende med Tine Roed som ny formand.
- Foreningen lancerede i september afdeling Alternativer, der har til formål at investere i energiprojekter, infrastruktur og andre alternative investeringer med fysiske aktiver. Afdelingen havde ultimo 2014 en formue på 779 mio. kr.
- Foreningens økonomiske omgivelser i 2014 blev præget af en skuffende udvikling i den globale økonomiske vækst, hvor alene USA var drivkraften. Stilstanden i Europa, Kina og Japan blev fulgt op af pengepolitiske lempelser, hvilket sammen med lavere inflation fik renterne til at falde til rekordlave niveauer. Det lave renteniveau kombineret med opsving i USA bevirkede en positiv udvikling på de toneangivende aktiemarkeder i 2014.
- Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2015 og bedre end i 2014. Væksten forventes imidlertid at variere en del kontinenterne imellem, idet alene USA vurderes at være i et egentligt opsving, mens Europa, Kina og Japan fortsat ventes at skulle kæmpe med forskellige økonomiske udfordringer i 2015.
- I 2015 forventes centralbankerne at agere forskelligt. Den amerikanske centralbank skønnes at indlede en forsigtig stramning af pengepolitikken med en forhøjelse af styringsrenten senere på året. Den Europæiske Centralbank har i januar 2015 besluttet at fastholde en lav rente samt igangsætte centralbankens mest omfattende kvantitative lempelser til dato for at sikre fremgang i beskæftigelse og økonomisk vækst samt for at undgå deflation. Renten på korte obligationer skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i 2015, mens markedsrenten på lange obligationer derimod godt kan stige en anelse som følge af den forventede bedre økonomiske situation.
- Med udsigt til moderat makroøkonomisk vækst, lavt rente- og inflationsniveau samt en lav oliepris skønnes virksomhederne at kunne generere indtjeningsvækst i 2015. Dette ventes at medføre et positivt afkast på aktier, men forventeligt på et lavere niveau end opnået i 2014.
- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse et positivt afkast på 0-8% i foreningens afdelinger i 2015. Afdeling AIDA forventes afviklet i 2015.

### Forventninger til 2015

Den globale økonomi forventes at udvise moderat vækst i 2015. Vækstraten skønnes imidlertid at variere en del kontinenterne imellem, idet alene USA vurderes at være i et egentligt opsving, mens Europa, Kina og Japan forventes fortsat at skulle kæmpe med økonomiske udfordringer i 2015.

I 2015 vurderes den økonomiske vækst i verden igen at blive trukket af USA. Privatforbruget ventes at stige som følge af en høj jobtilvækst, lavere arbejdsløshed samt lavere energipriser. Erhvervsinvesteringerne samt nettoeksporten skønnes fortsat at være en væsentlig drivkraft til den økonomiske vækst i USA i 2015, trods en forventet opbremsning i investeringerne til udvinding af skiferolie og -gas som følge af den nuværende lave oliepris.

I Europa forventes økonomien i 2015 at påbegynde en svag fremgang, idet arbejdsløsheden skønnes at have toppet. Lav oliepris, lempelig pengepolitik samt det finansielle systems større villighed til udlån til den private sektor vurderes at kunne skabe grobunden for et svagt økonomisk opsving i Europa i 2015.

Opsvinget skønnes imidlertid at være skrøbeligt, idet uro om statsgælden i Sydeuropa kan blusse op igen. Manglende politisk vilje til finanspolitisk tilbageholdenhed som en del af euro-fællesskabet samt til indførelse af nødvendige reformer kan igen udfordre eurosamarbejdet. En række lande har fortsat stigende statsgæld og lav økonomisk vækst, hvilket kan medføre rentestigninger i disse landes statsobligationer.

Udviklingen i Danmark ventes i 2015 at vise en moderat økonomisk fremgang. Husholdningerne skønnes fortsat at have et behov for at konsolidere deres økonomi som følge af det høje gældsniveau, men en bedring i beskæftigelsen og på boligmarkedet ventes sammen med en lav oliepris at gavne den økonomiske vækst i Danmark i 2015.

I Kina skønnes den høje økonomiske vækst at aftage i de kommende år i forhold til tidligere. Den kinesiske økonomi vil i 2015 fortsætte transformationen fra investeringstung vækst til øget forbrug. Dette skift forventes ikke at skabe tilstrækkelig vækst, hvorfor den kinesiske pengepolitik i perioder forventes lempet i 2015.

Den moderate økonomiske vækst på globalt plan ventes ikke at skabe et løn- eller prispres. Tværtimod forventes de lave råvarepriser og herunder især den lave oliepris at skabe perioder med meget lav inflation eller direkte faldende priser i 2015.

I modsætning til de foregående år forventes centralbankerne at agere forskelligt i 2015. Den amerikanske centralbank skønnes at indlede en forsigtig stramning af pengepolitikken med en forhøjelse af styringsrenten senere på året. Stramningen skal ses som et skridt i normaliseringen af den amerikanske pengepolitik og ikke som en reaktion på stigende lønpres eller tegn på inflation. Som i oktober 2014 må ændringer i den amerikanske centralbanks politik forventes at skabe kortvarig uro på de finansielle markeder.

Den Europæiske Centralbank har derimod besluttet at fastholde en lav rente samt igangsætte centralbankens mest omfattende kvantitative lempelser til dato for at sikre fremgang i beskæftigelse og økonomisk vækst samt for at undgå deflation. Yderligere lempelser kan ikke udelukkes. Således kan dårlige økonomiske nyheder i 2015 blive gode nyheder for de europæiske finansmarkeder, idet Den Europæiske Centralbank forventes at reagere med at lempe pengepolitikken yderligere.

De korte markedsrenter skønnes i 2015 at være forankret i Den Europæiske Centralbanks ønske om at fastholde et lavt niveau for styringsrenten i Europa. De lange renter på obligationsmarkederne kan derimod godt udvise en svag stigning i 2015 som følge af opsving i USA samt begyndende bedring i Europa. Høj ledighed og lav inflation ventes imidlertid at øge Den Europæiske Centralbanks køb af obligationer, hvilket vil lægge en dæmper på rentestigningen i Europa.

Afkastpotentialet i aktier afhænger af udviklingen i prisfastsættelsen på aktiemarkederne og af selskabernes evne til at skabe indtjeningsvækst. De seneste par år har de globale aktier oplevet kraftige kursstigninger, uden at indtjeningen har fulgt med i samme grad. I 2015 kan aktier fortsat stige som følge af pengeregighed og forventninger om øget vækst, men uro på de finansielle markeder eller skuffede forventninger til indtjeningen kan i perioder skabe usikkerhed og faldende aktiekurser.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse et afkast på 0-8% i foreningens afdelinger i 2015. Væsentlige afkastudsving i løbet af året må imidlertid forventes i foreningens afdelinger. Afdeling AIDA forventes afviklet i 2015.



### Udviklingen i foreningen i 2014

Foreningen blev godkendt som hedgeforening i 2008 og havde ved udgangen af 2014 fire aktive afdelinger – AIDA, Alternativer, MIRA og KOBRA. Foreningen henvender sig alene til investorer, der er fortrolige med komplicerede investeringer.

Foreningen blev i 1. kvartal 2014 omdannet til en kapitalforening efter reglerne i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. Omdannelsen skete på en ekstraordinær generalforsamling den 18. februar 2014.

### Afkastudviklingen i 2014

I 2014 opnåede foreningens afdelinger ikke alle positive afkast, ligesom forventningen primo 2014 om afkast på 5-10% heller ikke blev indfriet. Samlet set findes afkastudviklingen ikke tilfredsstillende.

For afdeling Alternativer har afkast været negativt på 0,4% i perioden fra 9. september til 31. december 2014. Afkastet har været præget af, at afdelingens investeringer har været i en forberedelses- og opbygningsfase.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2014'.

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2014 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 0,6 mio. kr. mod 59,9 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 2.064 mio. kr. ved udgangen af året mod 796 mio. kr. ved starten af året.

Formuetilvæksten i foreningen kan udover afkastet tilskrives emissionsaktivitet i afdelingerne MIRA og KOBRA samt i den nye afdeling Alternativer. Derimod har der været indløsning i afdeling AIDA i 2014.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2014'.

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

### Omkostninger i 2014

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 33,7 mio. kr. mod 23,3 mio. kr. året før.

Administrationsomkostningerne opgjort efter vedtægternes § 21 udgjorde for afdeling AIDA 1,70%, for afdeling KOBRA 2,92% og for afdeling MIRA 3,15% af afdelingernes respektive, gennemsnitlige formue i 2014.

Omkostningsprocenten inkluderer afkastafhængigt honorar. Omkostningsprocenten eksklusiv afkastafhængigt honorar udgjorde 1,04%, 1,31% og 1,33% for henholdsvis afdeling AIDA, afdeling KOBRA og afdeling MIRA i 2014.

For perioden 9. september – 31. december 2014 kunne omkostningsprocenten for afdeling Alternativer opgøres til 0,18%.

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

En oversigt over omkostningsprocenten for de enkelte afdelinger i foreningen er vist i tabellen 'Omkostninger i 2014'.

### Aktiviteter i foreningen i 2014

#### Ændring i ledelsen

På generalforsamlingen i april 2014 udtrådte Kjeld Øberg og Bjørn Bogason af foreningens bestyrelse. Direktør Tine Roed blev i stedet indvalgt som nyt bestyrelsesmedlem. Bestyrelsen konstituerede sig efterfølgende med Tine Roed som ny formand.

#### Oprettelse af ny afdeling

Foreningens bestyrelse besluttede at oprette en ny afdeling Alternativer den 18. februar 2014. Afdelingens formål er at investere i alternative investeringer som fx infrastruktur, ejendomme, energianlæg, skov og andre fysiske aktiver. Afdelingen henvender sig alene til selskaber i Nykredit-koncernen og opsparingsordninger og investeringskoncepter tilknyttet hertil. Afdelingens andele vil ikke blive børsnoteret.

Afdelingen blev igangsat den 9. september 2014, og ved udgangen af året havde afdelingen er formue på 779 mio. kr.

## Ledelsesberetning

### Afkastudviklingen i 2014

Afdeling	Afkast 2014
MIRA	3,6%
AIDA	-4,6%
KOBRA	4,8%
Alternativer <sup>1)</sup>	-0,4%

### Resultat og formue i 2014

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
MIRA	-5,5	726,4	188,62
AIDA	-3,4	64,7	119,20
KOBRA	15,0	494,0	113,33
Alternativer <sup>1)</sup>	-5,4	779,4	99,56

### Omkostninger i 2014

Afdeling	Omkostningsprocent 2013	Omkostningsprocent 2014	Aktuel ÅOP
MIRA	6,73	3,15	3,63
AIDA	3,36	1,70	3,54
KOBRA	3,25	2,92	3,39
Alternativer <sup>1)</sup>	-	0,18	1,70

Note: 1) Afdelingen har været aktiv siden 9. september 2014.

### De økonomiske omgivelser i 2014

#### Behersket fremgang i den globale økonomi

År 2014 startede med en opbremsningsperiode og et lavt vækstmomentum i kølvandet på den relativt kraftige ekspansion i det meste af 2013. Den hårde vinter i USA bidrog tillige til den afdæmpede udvikling i begyndelsen af 2014. I løbet af foråret bedredes situationen en anelse, idet den amerikanske økonomi styrkedes, og de kinesiske myndigheder igangsatte en stimulering af den kinesiske økonomi. Den globale økonomi gik atter ind i en svag ekspansionsfase i september, men samlet set har den globale økonomi udviklet sig skuffende i 2014.

#### Geopolitisk uro har dæmpet væksten

Krisen mellem Rusland og Ukraine eskalerede gennem 2014 fra først annektering af Krim og derefter grænsestridigheder i det østlige Ukraine med kraftig russisk indblanding. Europa og USA indførte over flere runder en række sanktioner mod Rusland, hvor også aktiviteten for navngivne personer med tilknytning til regeringen og præsident Putin blev stækket i USA og Europa. Rusland svarede igen med importrestriktioner.

Konsekvensen af de gensidige sanktioner begyndte at påvirke Europas eksport til Rusland. Den russiske økonomi viste også svaghedstegn i 2014, og udviklingen peger mod recession i det kommende år. Det er dog primært den faldende oliepris, der har presset Rusland, som får størstedelen af sine eksportindtægter og skatteindtægter fra olie og gas.

Udover ovennævnte påvirkedes de finansielle markeder også af optrapningen af krisen i Syrien/Irak, hvor en række vestlige lande, herunder Danmark, gik ind i konflikten mod bevægelsen Islamisk Stat (IS). Dernæst blev udbruddet af ebola i Vestafrika kilde til uro i 2. halvår af 2014.

#### Solid fremgang i USA

Efter en svag start på året, hvor både en kold vinter og en lagerkorrektio n trak ned, bevægede den amerikanske økonomi sig op i fart i 2. kvartal og styrkedes året ud. Tillidsindikatorerne har været positive, og bilsalget er steget kraftigt. Privatforbruget har således været en drivkraft i den øgede økonomiske aktivitet, men gælden faldt alligevel fortsat i husholdningerne. Jobskabelsen gennem 2014 understregede den stabile fremgang i økonomien med den højeste jobvækst siden 1999. Boligmarkedet har på den anden side skuffet en smule. En afgørende faktor i amerikansk økonomi har været udvindingen af skiferolie og -gas, som har medført øget aktivitet og en markant forbedring af handelsbalancen. Det kraftige prisfald på olie kan på kort sigt få en negativ indvirkning på denne aktivitet i 2015, men olieprisfaldet vurderes samlet set som værende ganske positivt for den amerikanske økonomi.

#### Faldende vækst i kinesisk økonomi

Kina har tidligere bidraget positivt til den globale vækst i de år, hvor Europa og USA var fanget i recession. I 2014 har myndighederne været i færd med at dreje væksten væk fra investeringer med usikkert samfundsøkonomisk afkast over mod indenlandsk forbrug samtidig med, at man søgte at gennemtvinge en oprydning i den finansielle sektor. Da væksten fra eksporten tillige har været afdæmpet, har den kinesiske økonomi udvist faldende vækstrate gennem 2014, men denne holdt sig fortsat over 7%.

#### Abenomics har ikke slået igennem i Japan

Den japanske økonomi blev medio året ramt af recession i kølvandet på en momsforhøjelse på tre procentpoint 1. april. Den politiske beslutning blev truffet for at reducere underskuddet på de offentlige budgetter, men betragtes som et væsentligt tilbageslag for Abenomics, da forbruget faldt mærkbart og vurderes langvarigt at have lidt skade. Samtidig har det politisk knebet med at få truffet nødvendige beslutninger om gennemførelsen af en række reformer, som skulle have udgjort den tredje pil i Abenomics politikken med henblik på at få genskabt væksten i den japanske økonomi.

#### Dødvande i Europa

Økonomierne i euroområdet har været præget af stilstand i 2. halvår af 2014, og tillidsindikatorerne mod slutningen af året pegede mod fortsat svag vækst. Tyskland viste i 1. halvår som et af de få europæiske lande tegn på behersket vækst i det offentlige og private forbrug, men konflikten i Ukraine og svagheit i resten af euroområdet medførte, at erhvervsinvesteringerne viste svaghedstegn i 2014. Udviklingen i relationen til Rusland begyndte at påvirke eksporten negativt i andet halvår.

Det skuffende dødvande i europæisk økonomi kan tilskrives fortsat statslig og privat gældsopbygning og manglende politisk handlekraft til at gennemføre nødvendige reformer til sikring af konkurrenceevnen i en række lande som Frankrig, Italien og Grækenland. Dernæst har den finansielle sektor fortsat balanceudfordringer, hvorved Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik har haft svært ved at slå igennem i realøkonomien.

En kombination af lave renter, en svækket euro samt lave energipriser er dog en betydelig stimulanspakke for euroområdet. Dernæst har udviklingen i England været positiv med en vækstrate på ca. 3% i 2014, hvilket har været suppleret af den høje vækst i USA.

### Beskeden fremgang i Danmark

Dansk økonomi udviklede sig bedre end i de foregående år med beskeden vækst i alle fire kvartaler. Beskæftigelsen har vist fremgang, hvilket er en vigtig forudsætning for, at privatforbruget og dermed opsvinget kommer i gang. Et stærkt økonomisk opsving ventes imidlertid ikke. Dertil er vækstpotentialet fortsat for svagt. Det er der overordnet tre årsager til. For det første har husholdningerne fortsat et behov for at spare op som følge af det høje bruttogælds niveau. For det andet er produktiviteten – og dermed den potentielle vækst – i dansk økonomi fortsat udfordret. For det tredje er væksten i dansk økonomi meget skævt fordelt på tværs af landet. Der er en klar tendens til, at såvel den økonomiske vækst som beskæftigelsen har udviklet sig bedre i og omkring de store byer, mens de mindre byer og landområderne hænger fast i krisen.

### Disinflation truer

Trods fremgangen i den amerikanske økonomi og styrkelsen af den amerikanske dollar medførte faldende råvarepriser og den svage udvikling i den europæiske økonomi en faldende inflation i Europa gennem 2014. Mod slutning af året blev prisudviklingen endda negativ i kølvandet af den kraftigt faldende oliepris i 2. halvår. Den frygtede deflation – om end vurderet som midlertidig – er igen blevet en trussel til stor bekymring for Den Europæiske Centralbank.

Omlægning af økonomien i Kina har sammen med den skuffende vækstudvikling i Europa og Japan medført faldende efterspørgsel på en lang række råvarer.

Prisudviklingen på råvarer faldt derfor i gennemsnit med 34% i 2014 målt med S&P råvareindekset. Råolien medvirkede markant til denne udvikling, idet råolieprisen faldt med 46% gennem 2014. Den kraftigt stigende udnyttelse af skifergas og skiferolie i USA har ændret forsyningsituationen globalt, og i en sådan grad, at OPEC-landene i november ikke kunne blive enige om en reduktion i olieproduktionen, og der udbrød reelt en prisrig på olie mod slutningen af 2014.

Prisen på guld har derimod holdt sig nogenlunde uændret i 2014, trods lav inflation og stigende dollar.

### Centralbankerne i centrum

De ledende centralbanker spillede en væsentlig rolle i den økonomiske udvikling og på de finansielle markeder i 2014.

I modsætning til de foregående år begyndte centralbankerne at agere forskelligt i 2014. Den amerikanske centralbank indledte en nedtrapning af obligationskøbene primo året, og ophørte helt med opkøb af obligationer i markedet i oktober måned. Dermed igangsatte den amerikanske centralbank en gradvis normalisering af pengepolitikken, hvilket afspejlede den solide vækst, der var kommet i amerikansk økonomi i 2014. Styrings-

renterne blev holdt uændret, men den amerikanske centralbank signalerede, at styringsrenterne ville blive hævet, når økonomien kan bære det.

Anderledes håndterede centralbankerne i Europa, Japan og Kina udviklingen i 2014 med lempelser i pengepolitikken for at sikre økonomisk fremdrift og jobskabelse. Ved enhver udsigt til dårlige økonomiske nøgletal reagerede centralbankerne med en form for lempelse af pengepolitikken.

Efter at have holdt styringsrenterne i ro i det meste af 1. halvår kom Den Europæiske Centralbank med en pakke af pengepolitiske lempelser primo juni. Udover en større kvantitativ lempelse af pengepolitikken indeholdt pakken negativ indlånsrente på bankers indskud i Den Europæiske Centralbank. Styringsrenten blev sænket i såvel juni som i september.

Den japanske centralbank har gennem 2014 ført en lempelig pengepolitik med betydelige opkøb af obligationer i markedet. Problemet har imidlertid været, at pengeirrigeligheden ikke har medført en øget kreditgivning hos bankerne.

Den kinesiske centralbank havde primo året fokus på at forhindre en prisbølge på boligmarkedet og den voldsomme gældsopbygning i økonomien. Negativ udvikling i tillidsindikatorerne i foråret og ud på efteråret medførte imidlertid en række lempelser med øget kreditgivning til bankerne samt en overraskende rentenedsættelse i november. Gennem året tillod den kinesiske centralbank en svækkelse af den kinesiske yuan overfor dollaren.

Danmarks Nationalbank hævdede i april renten på indskudsbeviser for at forhindre en svækkelse af kronen overfor euro. Udlånsrenten, diskontoen og foliorenten blev holdt uændret på et lavt niveau. I september fulgte Danmarks Nationalbank Den Europæiske Centralbank og sænkede renten på indskudsbeviser, så denne igen blev negativ.

Primo 2015 så Danmarks Nationalbank sig nødsaget til at sænke sine rentesatser yderligere for at svække kronkursen overfor euroen. Dette skete på baggrund af den schweiziske nationalbanks beslutning om at opgive en fastholdelse af kursniveauet for den schweiziske franc overfor euroen, hvorefter francen steg ca. 17% indenfor en dag.

### Styrkelse af dollaren

Forskellen i den økonomiske udvikling i USA og Europa betød på valutamarkedet en styrkelse af den amerikanske dollar overfor euroen og den danske krone i 2. halvår. Således steg dollaren med 13% i løbet af 2014.

### Markedsudviklingen i 2014

#### Overraskende rentefald

Ved indgangen til 2014 var forventningen, at renterne på de internationale obligationsmarkeder havde nået bundniveauet og var langsomt på vej op.

Udviklingen i de internationale obligationsmarkeder blev imidlertid præget af centralbankernes ageren, geopolitisk uro samt af skuffende økonomisk vækst udenfor USA. Selvom den amerikanske centralbank startede processen med normaliseringen af pengepolitikken i USA med fuldt ophør af obligationskøb i markedet, forhindrede dette ikke et uventet, markant fald i renterne gennem 2014.

Over året faldt den 10-årige rente på statsobligationer i USA således fra 3,0% til 2,2%. Rente på de 10-årige tyske eurostatsobligationer faldt fra 2,0% til 0,5% ultimo året.

Rente på den 2-årige amerikanske statsobligation steg derimod svagt fra 0,4% til 0,7% i 2014, mens renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra lige over 0,2% til -0,1%.

Det danske obligationsmarked blev påvirket af udviklingen i det internationale renteniveau. I 2014 faldt den 2-årige danske statsrente fra lige over 0,1% til lige under 0,0%, mens den 10-årige danske statsrente faldt fra 2,0% til 0,8%.

Det danske obligationsmarked, målt ved J.P. Morgan Obligationsindeks DK, gav et afkast på 11,8% i 2014 som følge af rentefaldet på de lange danske statsobligationer.

Markedet for realkreditobligationer, målt ved Nykredit Realkreditindeks, gav et afkast på 5,2% i 2014. Afkastudviklingen i 2. halvår blev påvirket af, at en række realkreditobligationer blev konverteringstruet.

#### Positiv udvikling på aktiemarkedene

Aktiemarkedene har i 2014 været præget af en positiv kursudvikling. Trods skuffende vækst i Europa, Japan og Kina skabte det økonomisk opsving i USA sammen med pengeregighed og olieprisfaldet i 2. halvår optimismen på aktiemarkedene. Kursudviklingen i 2014 blev imidlertid præget af store udsving.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 18,4% i 2014, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 28,1%, 6,6% og 9,1% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var ligeledes positiv i 2014, idet MSCI Emerging Markets Free indekset steg med 11,2% i året.

En væsentlig del af årets afkast i danske kroner på det amerikanske aktiemarked kan tilskrives dollarkurstigningen på 13% i 2014.

## Risikoforhold i foreningens afdelinger

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

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

### Risiko

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

### Standardafvigelse

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

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

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standardafvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	C1-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
MIRA	5,1%	10,3%	10,3%	4	Høj
AIDA	9,5%	11,2%	11,2%	4	Høj
KOBRA <sup>1)</sup>	5,2%	3,9%	3,9%	4	Høj
Alternativer <sup>1)</sup>	7,0%	-%	-%	4	Middel

Note: <sup>1)</sup> For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal baseret på afkasttal, der er blevet suppleret med modelafkast.

## Maksimalt registreret kursfald

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

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

## Risikoskalaen i Central Investorinformation

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

Tabellen sidst i afsnittet viser indplaceringen af foreningens afdelinger på risikoskalaen ultimo 2014. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

## Risikovurdering

Risikoprofilen i foreningens afdelinger med undtagelse af afdeling Alternativer må anses som værende høj, da produkterne er komplekse og indeholder en høj "halerisiko". Med halerisiko menes risikoen for store gevinster og især tab, hvilket kan opstå som et resultat af høj gearing eller stor koncentration i investeringerne.

### Risikofaktorer og risikostyring

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

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

#### Aktiemarkedsrisiko

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

Afdeling AIDA kan investere op til 100% af formuen i aktier eller aktieafdelinger i investeringsforeninger, hvormed afdelingen i perioder kan være eksponeret til aktiemarkedsrisiko.

#### Gearingsrisiko

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

Både afdeling MIRA og afdeling KOBRA benytter i væsentlig grad gearing i investeringsstrategien. Afdeling AIDA gør det derimod ikke. Afdeling Alternativer anvender p.t. heller ikke gearing, men har mulighed for det i forbindelse med større indløsninger i afdelingen.

Gearingen i afdeling MIRA og afdeling KOBRA er en af afdelingernes væsentligste risikofaktorer. Gearingen opnås via repo-forretninger. Vedtægternes maksimalt tilladte gearing er 11 gange for afdeling MIRA og 41 gange for afdeling KOBRA. Ultimo 2014 udgjorde gearingen 9,0 og 12,9 i henholdsvis afdeling MIRA og afdeling KOBRA.

#### Key man risiko

Visse investeringer kan være afhængige af nøglepersoner med særlig viden eller markedskontakter for at sikre det bedst mulige afkast. Forlader disse personer af den ene eller anden år-

sag projektet eller investeringsfonden kan afkastudviklingen afvige væsentligt fra det forventede. I særlige tilfælde må investeringsaktiviteten helt indstilles.

#### Geografisk risiko

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

Da foreningens afdelinger primært investerer i danske obligationer, vil afdelingernes afkastudvikling være særligt afhængig af udviklingen i Danmark.

#### Kreditrisiko

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

Foreningens afdeling MIRA og afdeling KOBRA investerer primært i stats- og realkreditobligationer, hvor kreditrisikoen generelt anses som begrænset. Begge afdelingerne har endvidere mulighed for at investere ind til 500% af afdelingernes formue i junior covered bonds, hvor kreditrisikoen er lidt større.

Afdeling Alternativer placerer sin overskydende likviditet i stats- og realkreditobligationer, hvorfor kreditrisikoen i denne afdeling også anses som begrænset.

#### Likviditetsrisiko

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

Afdeling Alternativer vil primært investere i aktiver, der må anses som illikvide. For at sikre mod likviditetsproblemer ved indløsninger opereres med en likviditetsbuffer i form af realiserbare obligationer, ligesom der vedtægtsmæssigt er mulighed for at optage lån. Afdelingen er af samme grund ikke åben for offentligheden.

### Modelrisiko

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

### Modpartsrisiko

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

### Naturkatastroferisiko

Investeringer i fysiske aktiver kan blive udsat for naturkatastrofer. Idet omfang at skaderne og driftstab ikke kan dækkes via forsikring, vil sådanne naturkatastrofer påføre investorerne tab.

### Operationelle risici

Den almindelige drift i foreningens afdelinger indebærer risiko for fejl, der kan give tab for afdelingerne. Foreningen har delegeret hovedparten af sin aktivitet, og risikoen for operationelle fejl ligger derfor hos forvalteren, investeringsrådgiver og depositar. Disse samarbejdspartnere har fokus på at minimere denne risiko ved hjælp af forretningsgange, it-systemer og kontroller.

Bestyrelsen følger løbende udviklingen i opståede fejl for at sikre, at disse ikke sker igen.

### Rente- og obligationsmarkedsrisiko

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

For at styre renterisikoen er der i risikorammerne for afdeling MIRA og afdeling KOBRA fastsat grænser for varighedens størrelse. Grænsen er henholdsvis 10% og 5%. For afdeling Alternativer er varighedsgrænsen 8%. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

### Risiko på Investeringsrådgivning

I afdelinger med en aktiv investeringsstrategi vil der være risiko forbundet med investeringsrådgivningen. Afdelingens afkast vil være afhængig af den rådgivning, foreningen får, og kan dermed være forskelligt fra afkastet på markedet.

### Risiko på kontantindestående

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

### Risiko ved kredtspænd/rentespænd

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

Udviklingen i spændrisiko er den største risikofaktor i afdeling MIRA og afdeling KOBRA. Spændrisikoen var ultimo 2014 på 31,9% og 35,2% for henholdsvis afdeling MIRA og afdeling KOBRA. Dette vil sige, at afdelingernes indre værdi vil falde med henholdsvis 31,9% og 35,2% ved en stigning på 1 procentpoint i rentespændet mellem realkreditobligationer og renten på afdækningen.

Den fastsatte grænse for rentespændrisiko er for begge afdelinger 40%.

### Sektorrisiko

En afdeling, der investerer i en enkelt sektor, har en risiko for, at generelle økonomiske forhold eller særlige markedsmæssige forhold i branchen vil kunne påvirke værdien af afdelingens investeringer.

### Risiko ved værdiansættelse

Ved investering i værdipapirer, som ikke handles på et reguleret marked, eller som sjældent handles, kan der være en fejlrisiko ved den løbende værdiansættelse. En afdeling, der i udpræget grad investerer i unoterede kapitalandele, må basere sin beregning af indre værdi på periodiske regnskabsrapporteringer og andre meddelelser. Disse rapporteringer vil som oftest være baseret på beregnede værdiansættelser, der er afhængige af værdiansættelsesmodeller samt skøn vedrørende fremtidig indtjening og kontantstrøm. Værdiansættelsen kan derfor være eksponeret til pludselige ændringer i opadgående eller nedadgående retning.



### **Teknisk og operationel risiko**

Investering direkte eller indirekte i fysiske aktiver kan indebære en risiko for, at der opstår tekniske fejl ved aktivet. Tekniske fejl vil bevirke, at indtjeningen fra aktivet i kortere eller længere perioder ikke modsvarer det forventede. I yderste konsekvens kan fejlen være så alvorlig, at aktivet helt må afskrives med tab til følge for investorerne.

### **Udstederspecifik risiko**

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

Foreningens fire afdelinger er alle eksponeret til udstederspecifik risiko, idet risikorammerne giver mulighed for en høj koncentration på en enkelt udsteder.

### **Udtræksrisiko**

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

### **Valutarisiko**

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver en risiko ved omveksling fra udenlandske valutaer til danske kroner, fordi valutakurserne kan svinge. Disse udsving kan påvirke værdien af investeringerne i en afdeling, der investerer i udenlandske værdipapirer i både positiv eller negativ retning. En afdeling, som investerer i danske værdipapirer, har fx ingen direkte valutarisiko, mens en afdeling, som investerer i europæiske værdipapirer, har begrænset valutarisiko. En afdeling, som systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko.

### Fund Governance

#### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsfonde mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Foreningens ledelse er omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., men ledelsen søger at anvende de detaljerede myndighedsregler, der gælder for ledelsen af danske UCITS. De grundlæggende rammer er da fastlagt i lov om investeringsforeninger m.v. Hertil kommer konkrete anvisninger i bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af investeringsforeninger samt vejledninger og anbefalinger fra Finanstilsynet.

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

Bestyrelsen har udpeget en forvalter, investeringsforvaltnings-selskabet Nykredit Portefølje Administration A/S, der leder foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt en depositar, Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige par-ters funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrel-sens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direk-tionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejds-partnere.

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

#### Generalforsamling og investorforhold

Foreningens vedtægtsmæssige bindeled til investorerne er ge-neralforsamlingen, som hvert år holder sit ordinære møde inden udgangen af april. Indkaldelse til generalforsamling bli-ver udsendt i god tid og udformet på en måde, som giver in-vestorerne mulighed for at få indblik i de spørgsmål, der er til behandling på mødet. Materialet vil desuden ligge på forenin-gens hjemmeside.

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne udover generalforsamlingen er foreningens hjemmeside nykreditin-vest.dk samt publikationen "Nykredit Invest", der udkommer hvert kvartal.

#### Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af fire medlemmer, der er nær-mere beskrevet i afsnittet 'Foreningens bestyrelse'.

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

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

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, der varetager opgaverne som forvalter, depotsel-skab, investeringsrådgiver samt distributør.

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

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

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

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

I stedet for en egentlig direktion har foreningen ansat Nykre-dit Portefølje Administration A/S som forvalter. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsafkløning i investeringsforvalt-

ningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administration A/S's bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner forvalteren i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens investeroplysninger.

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

### Forretningsgange

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

Direktionen i forvalteren har udpeget en klageansvarlig for at sikre en hurtig og effektiv behandling af eventuelle klager. Proceduren for en eventuel klage er beskrevet på foreningens hjemmeside [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk).

### Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

Forvalteren og foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Investeringsrådgivning, market maker funktionen og distribution.

De uddelegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen hos forvalteren. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de uddelegerede opgaver.

### Handel med investeringsbeviser

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og investeroplysninger, der kan hentes via hjemmesiden [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk).

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

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

### Handel med underliggende værdipapirer

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

### Risikostyring og regnskabsafslutning

Foreningens finansielle risici styres inden for rammerne af vedtægter, investeroplysninger og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med forvalter, investeringsrådgiver og en depositar. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. Direktionen hos forvalteren rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte compliance-oversigter.

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

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

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

### Foreningens aktionærrettigheder

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

### Revisionen

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

### Væsentlige aftaler

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

#### Depositaraftale

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

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling plus VP-omkostninger. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investeringsoplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP mv. 0,5 mio. kr. mod 0,3 mio. kr. året før.

#### Forvalteraftale

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

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

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til forvalter 3,9 mio. kr. mod 1,5 mio. kr. året før.

### Aftaler om investeringsrådgivning

Foreningen har en aftale om investeringsrådgivning med Nykredit Asset Management. Ifølge aftalen skal rådgiver levere rådgivning, der kan danne grundlag for, at forvalteren kan træffe beslutninger om placering af investorenes midler. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for den enkelte afdeling.

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

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til investeringsrådgiver 28,9 mio. kr. mod 19,6 mio. kr. året før.

#### Samarbejdsaftale

Foreningen har ultimo 2013 indgået en markedsføringsaftale med Nykredit Bank A/S. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen og rådgivningen af investorerne samt at servicere både potentielle og eksisterende investorer i foreningen.

Som led i denne aftale betaler foreningen en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele. Se mere om de aktuelle gebyrsatser i foreningens gældende investeringsoplysninger på foreningens hjemmeside.

#### Revision

I 2014 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 100 t.kr. mod 82 t.kr. året før. I 2014 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor udover det, der vedrører den lovpligtige revision.

### Generalforsamling 2015

Foreningens generalforsamling afholdes onsdag den 8. april 2015.

### Øvrige forhold

#### Samfundsansvar

Da foreningens investeringsområde hidtil har været begrænset til investeringer i danske realkreditobligationer eller europæiske ETF'er og ETC'er, har foreningens ledelse vurderet, at der i foreningen ikke er et behov for en politik vedrørende samfundsmæssigt ansvar.

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

#### Politik vedrørende det underrepræsenterede køn

Foreningens politik vedrørende det underrepræsenterede køn er, at begge køn skal være repræsenteret i foreningens bestyrelse. Bestyrelsen skal dog fortsat som primær målsætning tilføres de bedst mulige kvalifikationer uanset køn. Bestyrelsens sammensætning er endvidere lovmæssigt op til generalforsamlingen og dermed investorerne at bestemme.

Ultimo 2014 opfyldte foreningen politikken.

#### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Da foreningens investeringsområde ind til videre er begrænset til investeringer i danske realkreditobligationer eller europæiske ETF'er og ETC'er, har foreningens ledelse vurderet, at der i foreningen ikke er et behov for en politik for udøvelse af stemmeret.

#### Usikkerhed ved indregning eller måling

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

#### Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

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

#### Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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

### Forhold vedrørende ledelsen

#### Direktionen

Nykredit Portefølje Administration A/S  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Adm. direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige ledelseshverv:  
Ingen.

Direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige ledelseshverv:  
Bestyrelsesformand i investeringsfondsbranchen

#### Foreningens bestyrelse

Direktør **Tine Roed**, formand  
Dansk Industri, Industriens Hus, Rådhuspladsen, 1787  
København V

Født: 1964  
Indvalgt i bestyrelsen: 2014

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen Multi Manager Invest. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Nykredit Invest, Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros, Kapitalforeningen Nykredit Invest, Placeringsforeningen Nykredit Invest (Kapitalforening) og Garantifonden for indskydere og investorer. Medlem i Konkurrencerådet, medlem i Rådet for Samfundsansvar og medlem i Skatterådet.

Advokat, Partner **Kim Esben Stenild Højbye**  
NJORD Law Firm, Pilestræde 58, 1112 København K

Født: 1969  
Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen HP Invest, Kapitalforeningen HP Hedge, AP Invest Kapitalforening og SK Advisors Fondsmæglerselskab A/S. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Investin, Investeringsforeningen Multi Manager Invest, Kapitalforeningen EMD Invest, Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.), Kapitalforeningen Institutionel Investor, Kapitalforeningen Investin, Kapitalforeningen Investin Pro, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III, Kapitalforeningen Nykredit Mira III og Kapitalforeningen Pro-Target Invest.

MBA, CFA **Mads Jensen**  
Virumgade 43, 2830 Virum

Født: 1973  
Indvalgt i bestyrelsen: 2013

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

Direktør **Erik Højberg Nielsen**  
Skolebakken 2, Strandhuse, 6000 Kolding

Født: 1950  
Indvalgt i bestyrelsen: 2010

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

#### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2014 afholdt 9 ordinære møder.

#### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2014 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 225 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 75 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 50 t.kr.

Der har i 2014 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling MIRA investerer ud fra et princip om absolut afkast, hvor generelle markedsudsving i renten søges minimeret. Hensigten er at opnå en anden afkast-/risiko-profil end traditionelle obligationsafdelinger i investeringsforeninger.

Med investeringsstrategien i MIRA baserer afdelingen sine investeringer på renteafdækkede positioner med fokus på dansk realkredit. Renterisikoen afdækkes via finansielle instrumenter og obligationer, men da afdelingen anvender finansiell gearing for at opnå et attraktivt afkast, må den samlede risiko og dermed risikoprofilen i afdelingen alligevel anses som værende høj.

Afdelingen henvender sig til investorer, der er fortrolige med komplicerede investeringer. Afdelingen bør alene indgå som en mindre del af en større, veldiversificeret portefølje.

### Udvikling i 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 3,63%. Afkastet er positivt, men lavere end ledelsens forventning primo året og findes ikke helt tilfredsstillende.

Obligationsmarkedene var i 1. halvår kendetegnet ved fald i såvel volatilitet som rente- og spændniveau. Dette var godt for konverterbare realkreditobligationer, der udgør afdeling MIRAs investeringsunivers. Derudover var anvendelse af svenske realkreditobligationer en god bidragyder til afkastudviklingen i 1. halvår.

I 2. halvår faldt renten yderligere på obligationsmarkederne i kølvandet på den skuffende udvikling i den makroøkonomiske vækst i Europa. Rentefaldet medførte forventninger til forhøjet udtræknings- og udstedelsesaktivitet, hvilket gav en udvidelse af rentespændet mellem realkreditobligationer og renteafdækningen. Resultatet heraf blev en negativ afkastudvikling i afdelingen i 2. halvår 2014.

Afdelingens nettoresultat blev på -5,5 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 726,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 188,62 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2014 været 5,1% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Risikoprofilen i afdelingen anses som høj, og produktet skal vurderes som værende komplekst. Dette hænger sammen med, at afdelingen anvender gearing.

Afdelingen kan især være udsat for gearingsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kreditspænd/rentespænd, udtræksrisiko, modpartsrisiko, risiko ved investeringsrådgivning og operationelle risici.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Strategien i afdelingen vil i 2015 være opportunistisk at udnytte de muligheder, der opstår i markedet som følge af forskele i udbud og efterspørgsel efter realkreditobligationer.

På basis af rentespænd og udtrækningsforventninger forventes afdeling MIRA at give et afkast på 3-8% i 2015. Da udviklingen i rentespændet kan være volatil, må der forventes væsentlige udsving i afdelingens afkast gennem 2015.

## Nøgletal

Årets afkast i procent	3,63
Indre værdi pr. andel (i kr.)	188,62
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	3,15
Sharpe ratio	1,16
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-5.478
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	726.354
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	3.851
Omsætningshastighed	13,07

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i procent	3,63	23,89	12,07	2,81	6,08
Indre værdi pr. andel (i kr.)	188,62	182,02	146,91	131,10	127,52
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	3,15	6,73	4,01	1,32	2,58
Sharpe ratio	1,16	1,64	1,26	1,08	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-5.478	33.742	9.923	1.533	8.222
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	726.354	341.908	107.662	73.784	108.789
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	3.851	1.878	733	562	853
Omsætningshastighed	13,07	12,45	16,94	5,57	2,56

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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2014	2013
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	105.260	41.417
	Renteudgifter	-18.575	-607
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>86.685</b>	<b>40.810</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-27.133	12.869
	Afledte finansielle instrumenter	-44.748	-7.939
	Valutakonti	-1.825	-
	Handelsomkostninger	-43	-
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-73.749</b>	<b>4.930</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>12.936</b>	<b>45.740</b>
3	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>18.414</b>	<b>11.998</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-5.478</b>	<b>33.742</b>



## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2014	2013
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	27.223	330.412
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>27.223</b>	<b>330.412</b>
	<b>Udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>		
	Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	386.469	5.576
	<b>I alt udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>	<b>386.469</b>	<b>5.576</b>
4	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	4.954.202	1.782.732
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	132.048	-
	<b>I alt obligationer</b>	<b>5.086.250</b>	<b>1.782.732</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	3.113	2.843
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>3.113</b>	<b>2.843</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	54.380	16.060
	Andre tilgodehavender	876	-
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.009.580	3.650
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.064.836</b>	<b>19.710</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.567.891</b>	<b>2.141.273</b>
	<b>PASSIVER</b>		
5,6	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>726.354</b>	<b>341.908</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	35.652	1.142
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>35.652</b>	<b>1.142</b>
	<b>Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi</b>	<b>5.802.717</b>	<b>1.793.193</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.243	4.967
	Gæld vedrørende handelsafvikling	622	-
	Skyldige renter	303	63
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.168</b>	<b>5.030</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>6.567.891</b>	<b>2.141.273</b>
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 41 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 43.

	2014	2013		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	103	132		
Noterede obligationer fra danske udstedere	83.942	13.697		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	10.397	-		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	5.084	-		
Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	5.734	27.588		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>105.260</b>	<b>41.417</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere, realiserede	-5.053	2.438		
Noterede obligationer fra danske udstedere, urealiserede	-929	10.431		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, realiserede	-15.652	-		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, urealiserede	-5.499	-		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-27.133</b>	<b>12.869</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. I alt</b>	
<b>3 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	79	79	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Gebyrer til depotselskab	106	-	106	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	16.322	-	16.322	
Fast administrationshonorar	1.846	-	1.846	
Øvrige omkostninger	19	15	34	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>18.318</b>	<b>96</b>	<b>18.414</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	43	43	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Markedsføringsomkostninger	740	-	740	
Gebyrer til depotselskab	51	-	51	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	10.509	-	10.509	
Fast administrationshonorar	557	-	557	
Øvrige omkostninger	70	1	71	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>11.952</b>	<b>46</b>	<b>11.998</b>	
<b>4 Obligationer</b>		<b>%</b>		
Varighedsfordeling				
0 - 1 år		56,28		
1 - 3,6 år		26,86		
3,6 + år		16,86		
		<b>100,00</b>		

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>5 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	341.908	107.663
Emissioner i året	399.417	202.223
Indløsninger i året	-14.149	-3.589
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4.656	1.869
Overført fra resultatopgørelsen	-5.478	33.742
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>726.354</b>	<b>341.908</b>
<b>6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	1.878	733
Emissioner i året	2.047	1.169
Indløsninger i året	-74	-24
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>3.851</b>	<b>1.878</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	40,98	45,24
Øvrige finansielle instrumenter	50,41	54,13
<b>I alt</b>	<b>91,39</b>	<b>99,37</b>
Andre aktiver/Anden gæld	8,61	0,63
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling AIDA investerer ud fra et princip om absolut afkast i p.t. fire forskellige aktivklasser – aktier, obligationer, guld og olie. Afdelingen søger på basis af en konjunkturmodel at udnytte de fire aktivklassers forskellige afkast/risikoprofil gennem en konjunkturcyklus.

Porteføljen i afdeling AIDA optimeres løbende med udgangspunkt i avancerede modeller udviklet af Nykredit Asset Management, der er rådgiver for afdelingen.

Afdeling AIDA er et komplekst investeringsprodukt med en høj risiko.

### Udvikling i 2014

Afdelingen opnåede et afkast på -4,60%. Afkastet er negativt og lavere end ventet. Afkastet findes ikke tilfredsstillende.

Investeringsmodellen i afdelingen anvender såvel konjunktur-signaler som momentumssignaler ved fastlæggelse af porteføljesammensætningen.

Primo 2014 var afdelingen i overvejende grad investeret i europæiske aktier og i begrænset omfang i olie. I februar ændredes allokeringen til at være 90% af formuen investeret i olie og 10% i europæiske aktier. I april blev allokeringen ændret tilbage til investeringen primo året for i maj at blive 100% allokert til obligationer. I juli ændredes allokeringen til 90% europæiske aktier og 10% i guld, for i august at blive investeret 90% i guld og 10% i olie. I september og året ud har afdelingen været investeret for 90% af formuen i obligationer og 10% i europæiske aktier.

Afdelingens nettoresultat blev på -3,4 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 64,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 119,20 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2014 været 9,5% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Afdeling AIDA er et komplekst investeringsprodukt med en høj risiko. AIDA har en høj koncentrationsrisiko, idet op til 100% af investeringerne kan ske i én aktivklasse. Der må således forventes en risiko for store negative afkast i enkelte måneder.

Afdelingen kan især være udsat for modelrisiko, aktiemarkedsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, modpartsrisiko, ustederspecifik risiko og risiko ved kontantindestående.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Da afdelingens formue er faldet gennem 2014 til et kritisk niveau har foreningens bestyrelse besluttet at indstille til generalforsamlingens beslutning at afvikle afdelingen i 2015.

## Nøgletal

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets afkast i procent	-4,60	12,84	-0,44	6,02	4,90
Indre værdi pr. andel (i kr.)	119,20	124,95	110,73	111,22	104,90
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,70	3,36	1,19	2,85	1,59
Sharpe ratio	0,37	0,73	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-3.429	15.962	-2.592	9.261	7.421
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	64.656	116.539	151.068	221.506	173.827
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	535	932	1.365	1.991	1.657
Omsætningshastighed	-	2,17	4,81	1,51	0,45

<sup>\*)</sup> Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014</b>	<b>2013</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	-3	-
	Renteudgifter	-3	-2
2	Udbytter	698	1.940
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>692</b>	<b>1.938</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
	Kapitalandele	-1.447	19.074
	Afledte finansielle instrumenter	-1	-
	Valutakonti	-2	-11
3	Handelsomkostninger	-1.101	-581
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-2.551</b>	<b>18.482</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-1.859</b>	<b>20.420</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>1.554</b>	<b>4.448</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-3.413</b>	<b>15.972</b>
	<b>Skat</b>	<b>16</b>	<b>10</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-3.429</b>	<b>15.962</b>

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2014	2013
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	580	912
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>580</b>	<b>912</b>
5	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	64.429	119.400
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>64.429</b>	<b>119.400</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Andre tilgodehavender	40	-
	Aktuelle skatteaktiver	-	6
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>40</b>	<b>6</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>65.049</b>	<b>120.318</b>
	<b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>64.656</b>	<b>116.539</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	115	2.186
	Gæld vedrørende handelsafvikling	278	1.593
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>393</b>	<b>3.779</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>65.049</b>	<b>120.318</b>
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

**Henvisninger**

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 41 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 43.

	2014	2013		
<b>1 Rentelndtægter</b>				
Indestående i depotselskab	-3	-		
<b>I alt rentelndtægter</b>	<b>-3</b>	<b>-</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	698	1.940		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>698</b>	<b>1.940</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	1.101	629		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-	-48		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>1.101</b>	<b>581</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	7	7	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Gebyrer til depotselskab	76	-	76	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.089	-	1.089	
Fast administrationshonorar	361	-	361	
Øvrige omkostninger	-7	1	-6	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>1.544</b>	<b>10</b>	<b>1.554</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	49	49	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Markedsføringsomkostninger	656	-	656	
Gebyrer til depotselskab	171	-	171	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.105	-	3.105	
Fast administrationshonorar	369	-	369	
Øvrige omkostninger	70	1	71	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>4.396</b>	<b>52</b>	<b>4.448</b>	
<b>5 Kapitalandele</b>		<b>%</b>		
Aktivfordeling		90,63		
Obligationer		9,37		
Aktier		<b>100,00</b>		

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2014	2013
<b>6 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	116.539	151.068
Emissioner i året	3.740	-
Indløsninger i året	-52.374	-50.570
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	180	79
Overført fra resultatopgørelsen	-3.429	15.962
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>64.656</b>	<b>116.539</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	932	1.364
Emissioner i året	32	-
Indløsninger i året	-429	-432
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>535</b>	<b>932</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,45	96,22
Øvrige finansielle instrumenter	0,89	0,73
<b>I alt</b>	<b>99,34</b>	<b>96,95</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,66	3,05
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>



## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling KOBRA investerer ud fra et princip om absolut afkast, hvor generelle markedsudsving i renten søges minimeret. Hensigten er at opnå en anden afkast-/risikoprofil end traditionelle obligationsafdelinger i investeringsforeninger.

Med investeringsstrategien i KOBRA baserer afdelingen sine investeringer på renteafdækkede positioner i den korte ende af rentekurven. Renterisikoen afdækkes via finansielle instrumenter og obligationer, men da afdelingen anvender finansiell gearing for at opnå et attraktivt afkast, må den samlede risiko og dermed risikoprofilen i afdelingen alligevel anses som værende høj.

Afdelingen henvender sig til investorer, der er fortrolige med komplicerede investeringer. Afdelingen bør alene indgå som en del af en større, veldiversificeret portefølje.

### Udvikling i 2014

Afdelingen opnåede et afkast på 4,77%. Afkastet er lidt under ledelsens forventning for året, men findes tilfredsstillende markedsforholdene i 2. halvår taget i betragtning.

Afdelingen opnåede i 1. halvår et tilfredsstillende afkast gennem såvel renteafdækkede danske som svenske rentetilpasningsobligationer. Da afdelingens rådgiver i foråret forventede en fornuftig behandling af danske realkreditobligationer i forbindelse med Basel III, reduceredes positionerne i svenske realkreditobligationer, og positionerne i danske rentetilpasningsobligationer øgedes tilsvarende.

I 2. halvår faldt renten yderligere på obligationsmarkederne i kølvandet på den skuffende udvikling i den makroøkonomiske vækst i Europa. Da markedet for rentetilpasningsobligationer

mod slutning af året blev presset af faldende likviditet i markedet som følge af pensionsskattebetalinger og bankernes fokus på balancen, udviklede afkastet sig i 2. halvår lavere end forventet, om end at afdelingen opnåede et mindre positivt afkast i 2. halvår.

Afdelingens nettoresultat blev på 15,0 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 494,0 mio. kr. svarende til en indre værdi på 113,33 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med modelafkast de seneste fem år til ultimo 2014 været 5,2% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Afdeling KOBRA er et komplekst investeringsprodukt med en høj risiko. Dette hænger sammen med, at afdelingen anvender gearing. Der er derved en risiko for, at afdelingen kan blive insolvent eller udvise store udsving i formuen.

Afdelingen kan især være udsat for gearingsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kreditspænd/rentespænd, modpartsrisiko, risiko ved investeringsrådgivning og operationelle risici.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Strategien i afdelingen vil i 2015 være opportunistisk at udnytte de muligheder, der opstår i markedet som følge af forskelle i udbud og efterspørgsel efter rentetilpasningsobligationer.

På basis af det nuværende rentespænd forventes afdeling KOBRA at give et afkast på 3-8% i 2015. Da udviklingen i rentespændet kan være volatil, må der forventes væsentlige udsving i afdelingens afkast gennem 2015.

## Nøgletal

Årets afkast i procent	
Indre værdi pr. andel (i kr.)	
Omkostningsprocent**)	
Sharpe ratio	
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	
Omsætningshastighed	

	2014	2013*
Årets afkast i procent	4,77	8,16
Indre værdi pr. andel (i kr.)	113,33	108,16
Omkostningsprocent**)	2,92	3,25
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	14,991	10,216
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	494,027	337,528
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4,359	3,120
Omsætningshastighed	22,15	25,90

\*) Afdelingen har været aktiv fra 20. marts 2013.

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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2014	2013*
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	130.869	50.055
	Renteudgifter	-30.725	-1.910
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>100.144</b>	<b>48.145</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-67.865	-32.799
	Afledte finansielle instrumenter	-20.802	573
	Valutakonti	15.966	1.142
	Handelsomkostninger	-19	-
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-72.720</b>	<b>-31.084</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>27.424</b>	<b>17.061</b>
3	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>12.433</b>	<b>6.845</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>14.991</b>	<b>10.216</b>

\*) Afdelingen har været aktiv fra 20. marts 2013.

## Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2014	2013
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	68.616	302.899
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>68.616</b>	<b>302.899</b>
	<b>Udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>		
	Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	265.833	-
	<b>I alt udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>	<b>265.833</b>	<b>-</b>
4	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	6.273.202	5.489.396
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	288.945	-
	<b>I alt obligationer</b>	<b>6.562.147</b>	<b>5.489.396</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	3.655	3.597
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>3.655</b>	<b>3.597</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	65.925	34.293
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	2.408.214	434.612
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.474.139</b>	<b>468.905</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>9.374.390</b>	<b>6.264.797</b>
	<b>PASSIVER</b>		
5,6	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>494.027</b>	<b>337.528</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	30.439	4.800
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>30.439</b>	<b>4.800</b>
	<b>Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi</b>	<b>8.327.205</b>	<b>5.402.015</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.857	4.467
	Gæld vedrørende handelsafvikling	514.334	514.496
	Skyldige renter	6.528	1.491
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>522.719</b>	<b>520.454</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>9.374.390</b>	<b>6.264.797</b>
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvislninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 41 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 43.

	2014	2013		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	169	669		
Noterede obligationer fra danske udstedere	112.526	11.762		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	7.869	-		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	10.305	39		
Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	-	37.585		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>130.869</b>	<b>50.055</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere, realiserede	-43.415	-10.113		
Noterede obligationer fra danske udstedere, urealiserede	-21.642	-22.686		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, realiserede	1.978	-		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, urealiserede	-4.786	-		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-67.865</b>	<b>-32.799</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>3 Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	54	54	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Gebyrer til depotselskab	62	-	62	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	10.838	-	10.838	
Fast administrationshonorar	1.425	-	1.425	
Øvrige omkostninger	23	4	27	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>12.373</b>	<b>60</b>	<b>12.433</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2013</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	128	128	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Gebyrer til depotselskab	49	-	49	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	6.035	-	6.035	
Fast administrationshonorar	539	-	539	
Øvrige omkostninger	67	-	67	
<b>I alt administrationsomkostninger 2013</b>	<b>6.715</b>	<b>130</b>	<b>6.845</b>	
<b>4 Obligationer</b>		<b>%</b>		
Varighedsfordeling				
0 - 1 år		83,74		
1 - 3,6 år		7,94		
3,6 + år		8,32		
		<b>100,00</b>		

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2014	2013
<b>5 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	337.528	-
Emissioner i året	144.474	324.069
Indløsninger i året	-4.454	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.488	3.243
Overført fra resultatopgørelsen	14.991	10.216
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>494.027</b>	<b>337.528</b>
<b>6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	3.120	-
Emissioner i året	1.278	3.120
Indløsninger i året	-39	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>4.359</b>	<b>3.120</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	35,94	45,03
Øvrige finansielle instrumenter	47,64	46,86
<b>I alt</b>	<b>83,58</b>	<b>91,89</b>
Andre aktiver/Anden gæld	16,42	8,11
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Alternativer

### Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdelingen placerer langsigtet sine midler i danske og udenlandske investeringsfonde, der investerer i alternative aktivklasser. Afdelingen vil typisk søge eksponering til energiprojekter, infrastruktur og andre alternative investeringer i fysiske aktiver med forventet stabil kontantstrøm. Afdelingen kan derudover investere ledig likviditet i danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer.

Afdeling Alternativer er et komplekst investeringsprodukt med en middel risikoprofil.

Afdelingen henvender sig alene til selskaber i Nykredit-koncernen samt til opsparingsordninger og investeringskoncepter i tilknytning hertil.

### Udvikling i 2014

Afdelingen opnåede et afkast på -0,44% i perioden 9. september til 31. december 2014. Afkastet i perioden er præget, at investeringerne i alternativer er i en planlægnings- og opbygningsfase.

Afdelingen blev lanceret primo september 2014, og foreningens ledelse besluttede at give et investeringstilsagn på 500 mio. kr. til den danske investeringsfond Copenhagen Infrastructure II. Denne investeringsfond har til formål at investere i forskellige energiprojekter som fx vindmøleparker, transmissionsanlæg og lignende i Europa og Nordamerika. Opbygningen af en investeringsportefølje i denne fond forventes at tage 3-4 år, og levetiden af fonden ventes at blive 20-25 år. Ultimo 2014 var der i Copenhagen Infrastructure II ikke foretaget investeringer i alternative projekter.

### Nøgletal

Årets afkast i procent  
Indre værdi pr. andel (i kr.)  
Omkostningsprocent  
Sharpe ratio  
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)  
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)  
Andele ultimo (i 1.000 stk.)  
Omsætningshastighed

\*) Afdelingen har været aktiv fra 9. september 2014.

Foreningens investeringsrådgiver har gennem 2014 arbejdet på at finde andre egnede investeringsmuligheder. På basis af dette arbejde besluttede foreningens ledelse primo 2015 at give et investeringstilsagn på 25 mio. USD til den amerikanske investeringsfond Retrofit. Formålet med denne fond er at investere i energiforbedringer af 60-120 ejendomskomplekser i Nordamerika.

Afdelingens nettoresultat blev på -5,4 mio. kr. i 2014. Ultimo 2014 udgjorde formuen i afdelingen 779,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 99,56 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med modelafkast de seneste fem år til ultimo 2014 været 7,0% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Afdeling Alternativer vil være udsat for likviditetsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, key man risiko, politisk risiko, risiko ved værdiansættelse, teknisk og operationel risiko, valutarisiko, kreditrisiko, udstederspecifik risiko, risiko på kontantindestående og naturkatastroferisiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Trods investeringstilsagn forventes afdelingens investeringer overvejende at være i danske obligationer i 2015. Afkastet forventes derfor primært at komme fra renten af og kursudviklingen i korte og mellemlange obligationer og sekundært fra alternative investeringer. På den baggrund ventes et afkast i intervallet fra 1-3% i afdelingen i 2015.

### 2014\*

-0,44  
99,56  
0,18  
-  
-5.445  
779.365  
7.828  
0,09

## Alternativer

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2014*</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>	
1	Renteindtægter	3.834
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>3.834</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>	
2	Obligationer	-4.003
	Kapitalandele	-4.021
	Valutakonti	-1
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-8.025</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-4.191</b>
3	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>1.254</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-5.445</b>

\*) Afdelingen har været aktiv fra 9. september 2014.

## Alternativer

Balance pr. 31. december 2014 i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2014
	<b>Likvide midler</b>	
	Indestående i depotselskab	1.750
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.750</b>
4	<b>Obligationer</b>	
	Noterede obligationer fra danske udstedere	769.997
	<b>I alt obligationer</b>	<b>769.997</b>
	<b>Kapitalandele</b>	
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	1.291
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.291</b>
	<b>Andre aktiver</b>	
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	7.970
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.970</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>781.008</b>
	 <b>PASSIVER</b>	
5,6	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>779.365</b>
	<b>Anden gæld</b>	
	Skyldige omkostninger	1.643
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.643</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>781.008</b>
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>	



## Alternativer

### Noter til regnskabet i 1.000 kr.

#### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 41 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 43.

			<b>2014</b>
<b>1 Renteindtægter</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere			3.832
Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi			2
<b>I alt renteindtægter</b>			<b>3.834</b>
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>			
Noterede obligationer fra danske udstedere, realiserede			-113
Noterede obligationer fra danske udstedere, urealiserede			-3.890
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>			<b>-4.003</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>3 Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	85	85
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20
Gebyrer til depotselskab	257	-	257
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	639	-	639
Fast administrationshonorar	227	-	227
Øvrige omkostninger	25	1	26
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>1.166</b>	<b>88</b>	<b>1.254</b>
<b>4 Obligationer</b>			<b>%</b>
Varighedsfordeling			
0 - 1 år			35,31
1 - 3,6 år			56,93
3,6 + år			7,76
			<b>100,00</b>
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.			
			<b>2014</b>
<b>5 Medlemmernes formue</b>			
Emissioner i året			782.923
Emissionstillæg og indløsningsfradrag			1.887
Overført fra resultatopgørelsen			-5.445
<b>I alt medlemmernes formue</b>			<b>779.365</b>
<b>6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Emissioner i året			7.828
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			<b>7.828</b>

## Alternativer

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2014</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>	
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,38
Øvrige finansielle instrumenter	0,39
<b>I alt</b>	<b>98,77</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,23
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>

### Anvendt regnskabspraksis

#### Generelt

Foreningen er i 2014 omdannet til en kapitalforening i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven). I forbindelse med omdannelsen har foreningen valgt at aflægge årsrapport efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår bortset fra følgende tilpasninger:

- For kapitalforeninger gælder en række oplysningskrav, som er fastsat direkte i EU-direktivet, der ligger til grund for FAIF-loven. Oplysningskravene er et supplement til bestemmelserne i årsregnskabslovens klasse B og vedrører:
- Kursreguleringer skal opdeles i realiserede og urealiserede kursgevinster og -tab. Der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.
- Der skal oplyses om den samlede løn til forvalters direktion (Nykredit Portefølje Administration) og ansatte, herunder ansatte med væsentlig indflydelse på afdelingernes risikoprofil.

#### Præsentation af regnskabstal

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

#### Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter renter på obligationer, afledte finansielle instrumenter, ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi og kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter renter på ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi, øvrige renteudgifter samt afledte finansielle instrumenter.

Udbyttet omfatter de i regnskabsåret indtjente udbyttet.

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

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

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

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

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

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

Afdelinger, der ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer en forholdsmæssig andel af fællesomkostningerne.

#### Balancen

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

Dagsværdien af noterede investeringsbeviser opgøres som den regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger mv., som afdelingen har investeret i.

Dagsværdien for unoterede kapitalandele og afledte finansielle instrumenter opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, hen-

visning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Solgte værdipapirer, hvor der samtidig er indgået aftale om tilbagekøb (repo-forretning), indregnes i balancen, som om værdipapiret fortsat var i behold, mens det modtagne beløb opføres som gæld til erhververen under posten "Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi" under passiverne.

Erhvervede værdipapirer, hvor der samtidig er indgået aftale om tilbagesalg (reverse-repo) indregnes ikke i balancen. I stedet optages et tilgodehavende på sælgeren svarende til det erlagte beløb under posten "Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi" under aktiverne.

Repo/reverse-forretninger indregnes og måles til dagsværdi, og forskellen mellem købs- og salgskurs indregnes som henholdsvis renteindtægter og renteudgifter i resultatopgørelsen. Afkast af værdipapirer indregnes i resultatopgørelsen.

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

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

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

### Omregning af fremmed valuta

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

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

### Nøgletal

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

#### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året.

#### Indre værdi pr. andel

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

#### Omkostningsprocent

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

#### Sharpe ratio

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

#### Omsætningshastighed

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

### Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.

I henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 skal der gives følgende oplysninger.

Den samlede lønsum for 2014 til ansatte hos forvalteren Nykredit Portefølje Administration A/S udgør 52.365 t.kr. (2013: 49.575 t.kr.), hvoraf 51.809 t.kr. (2013: 49.060 t.kr.) er fast løn og 556 t.kr. (2013: 515 t.kr.) er variabel løn.

Den samlede lønsum til ledelsen hos forvalteren udgør 5.979 t.kr. (2013: 5.739 t.kr.), hvoraf 4.654 t.kr. (2013: 4.449 t.kr.) er fast løn og 1.325 t.kr. (2013: 1.290 t.kr.) er variabel løn.

Enkelte ansatte hos forvalteren har i henhold til FAIF-lovgivningen væsentlig indflydelse på risikoprofilen for de forvaltede kapitalforeninger. Lønsummen for disse medarbejdere oplyses ikke, da oplysninger om enkeltpersoners individuelle løn således vil kunne udledes.

Der udbetales ikke præferenceafkast til nogen ansatte eller ledelsen hos kapitalforvalteren fra nogen af de forvaltede kapitalforeninger.

Der findes ikke oplysninger, som muliggør allokering af de samlede lønsummer til de enkelte forvaltede kapitalforeninger.

Det gennemsnitlige antal beskæftigede hos forvalteren i 2014 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 95 (2013: 92).

## Foreningens noter

Hoved- og nøgletaloversigt	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Årets afkast i procent</b>					
MIRA	3,63	23,89	12,07	2,81	6,08
AIDA	-4,60	12,84	-0,44	6,02	4,90
KOBRA <sup>1)</sup>	4,77	8,16	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	-0,44	-	-	-	-
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
MIRA	188,62	182,02	146,91	131,10	127,52
AIDA	119,20	124,95	110,73	111,22	104,90
KOBRA <sup>1)</sup>	113,33	108,16	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	99,56	-	-	-	-
<b>Omkostningsprocent</b>					
MIRA <sup>1)</sup>	3,15	6,73	4,01	1,32	2,58
AIDA <sup>1)</sup>	1,70	3,36	1,19	2,85	1,59
KOBRA <sup>1) 1)</sup>	2,92	3,25	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	0,18	-	-	-	-
<b>Sharpe ratio</b>					
MIRA	1,16	1,64	1,26	1,08	-
AIDA	0,37	0,73	-	-	-
KOBRA <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
MIRA	-5.478	33.742	9.923	1.533	8.222
AIDA	-3.429	15.962	-2.592	9.261	7.421
KOBRA <sup>1)</sup>	14.991	10.216	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	-5.445	-	-	-	-
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
MIRA	726.354	341.908	107.662	73.784	108.789
AIDA	64.656	116.539	151.068	221.506	173.827
KOBRA <sup>1)</sup>	494.027	337.528	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	779.365	-	-	-	-
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
MIRA	3.851	1.878	733	562	853
AIDA	535	932	1.365	1.991	1.657
KOBRA <sup>1)</sup>	4.359	3.120	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	7.828	-	-	-	-
<b>Omsætningshastighed</b>					
MIRA	13,07	12,45	16,94	5,57	2,56
AIDA	-	2,17	4,81	1,51	0,45
KOBRA <sup>1)</sup>	22,15	25,90	-	-	-
Alternativer <sup>2)</sup>	0,09	-	-	-	-

1) Afdelingen har været aktiv fra 20. marts 2013.

2) Afdelingen har været aktiv fra 9. september 2014.

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

Kapitalforeningen Nykredit Alpha  
c/o Nykredit Portefølje  
Administration A/S  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V

Telefon 44 55 92 00  
Fax 44 55 91 72

CVR nr. 30 82 15 56

[nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk)

