

# **Investeringsforeningen Multi Manager Invest**

Årsrapport 2015



## Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	5
<i>Årsrapporten 2015 i hovedtræk.....</i>	<i>5</i>
<i>Forventninger til 2016.....</i>	<i>7</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2015.....</i>	<i>9</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2015.....</i>	<i>14</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>19</i>
<i>Bæredygtige investeringer.....</i>	<i>25</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>28</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>31</i>
<i>Generalforsamling 2016.....</i>	<i>32</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>32</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>34</i>
Årsregnskaber.....	35
USA .....	35
USA Akk.....	41
Europa.....	47
Europa Akk.....	54
Japan .....	60
Japan Akk.....	66
<i>Nye obligationsmarkeder.....</i>	<i>72</i>
<i>Nye obligationsmarkeder Akk.....</i>	<i>78</i>
<i>Nye Aktiemarkeder.....</i>	<i>84</i>
<i>Nye Aktiemarkeder Akk.....</i>	<i>90</i>
<i>Globale Aktier.....</i>	<i>96</i>
<i>Globale Aktier Akk.....</i>	<i>102</i>
<i>US Small/Mid Cap.....</i>	<i>108</i>
<i>US Small/Mid Cap Akk.....</i>	<i>114</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>120</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>120</i>
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt.....</i>	<i>123</i>

Nærværende årsrapport for 2015 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo februar 2016. 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.

Investeringsforeningen Multi Manager Invest blev stiftet den 30. september 2005. Ultimo 2015 omfattede foreningen 14 afdelinger:

USA  
USA Akk.  
Europa  
Europa Akk.  
Japan  
Japan Akk.  
Nye obligationsmarkeder  
Nye obligationsmarkeder Akk.  
Nye Aktiemarkeder  
Nye Aktiemarkeder Akk.  
Globale Aktier  
Globale Aktier Akk.  
US Small/Mid Cap  
US Small/Mid Cap Akk.

Investeringsforeningen Multi Manager Invest  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 70  
CVR nr: 29 13 86 13  
Finanstilsynets reg.nr.: 11.160  
Hjemmeside: [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk)

### Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

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

### Depotselskab

Nykredit Bank A/S

### Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### Finanskalender 2016

22. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2015  
20. april Ordinær generalforsamling 2016  
31. august Halvårsmeddelelse 2016

### Porteføljerådgivere

BlackRock Investment Management (UK) Limited  
Harding Loevner LP  
Investec Asset Management Limited  
Lazard Asset Management Limited  
MFS International UK Limited  
Nykredit Asset Management  
Pembroke Management Ltd.  
Sands Capital Management

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med 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 2015.

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 22. februar 2016

## **Direktion**

### **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 Investeringsforeningen Multi Manager Invest

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Multi Manager Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis for 14 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter 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 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 2015 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til 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 22. februar 2016

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk  
Statsautoriseret revisor

## Årsrapporten 2015 i hovedtræk

- Udviklingen på de finansielle markeder blev i 2015 præget af positive afkast på aktier som følge af stigende aktiekurser i Europa og Japan samt pga. en svækket eurokurs. Nervøsiteten for den økonomiske udvikling i Kina samt de stærkt faldende råvarepriser lagde et pres på emerging markets valutaerne og dermed afkastudviklingen på emerging markets obligationer.
- År 2015 blev et blandet år for foreningens aktivt forvaltede aktieafdelinger. Sammenlignet med de respektive benchmark gav afdelingerne med europæiske aktier, emerging markets aktier og globale aktier væsentlige højere afkast, mens afdelingerne med japanske aktier og amerikanske small- og midcap aktier gav afkast noget lavere end benchmark. Foreningens to afdelinger med emerging markets obligationer gav et afkast lavere end benchmark. Samlet set findes afkastudviklingen i foreningens afdelinger ikke helt tilfredsstillende for 2015.
- Foreningens formue var 16.448 mio. kr. ultimo 2015 mod 15.396 mio. kr. ultimo 2014.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 1.195,0 mio. kr. i 2015 mod 1.770,0 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 236,3 mio. kr. i 2015 mod 200,2 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 1,41% i 2015 mod 1,45% året før.
- På foreningens generalforsamling i april 2015 blev det besluttet at ændre investeringsområde og navn for afdeling Virksomhedsobligationer samt at overflytte afdelingen til Investeringsforeningen Nykredit Invest. Overflytningen blev gennemført i september 2015. På generalforsamlingen blev endvidere besluttet at udvide investeringsområdet og navnene på de to afdelinger med emerging markets obligationer. Ændringen blev gennemført i juli 2015.
- Mod slutningen af 2015 indgik foreningens ledelse en ny aftale med hoveddistributøren, Nykredit Bank, hvor tegningsprovisionen og markedsføringstillægget ved emissioner bortfaldt. Selvom de løbende satser i stedet blev aftalt hævet, medførte aftalen en væsentlig reduktion i ÅOP for foreningens afdelinger. Aftalen trådte i kraft primo 2016.
- Foreningens økonomiske omgivelser i 2015 blev atter præget af en skuffende udvikling i den globale økonomiske vækst. USA og Europa leverede moderat fremgang, mens der var stilstand i Japan. Kina og de øvrige emerging markets lande oplevede en nedgang i vækstraten forårsaget af omstillingen i den kinesiske økonomi, hvor efterspørgslen efter råvarer blev reduceret. Lav inflation og fortsatte pengepolitiske lempelser medførte endnu et år med lave renter, selvom den amerikanske centralbank hævede styringsrenten mod slutningen af 2015.
- Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2016. Væksten forventes primært drevet af USA og Europa, hvorimod Japan, Kina og udviklingslandene ventes fortsat at skulle kæmpe med økonomiske udfordringer i 2016.
- I 2016 forventes centralbankerne igen at agere forskelligt. Den amerikanske centralbank skønnes at fortsætte en forsigtig stramning af pengepolitikken med små forhøjelser af styringsrenten over året. Den Europæiske Centralbank ventes derimod at fastholde en lav rente samt fortsat foretage obligationsopkøb for at sikre fremgang i beskæftigelsen og den økonomiske vækst. Renterne skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i 2016, men kan godt stige en anelse sidst i 2016 som en reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget efter marts 2017. Afkastpotentialet på obligationer vurderes derfor at være beskedent i 2016.

- Med en forventning om moderat vækst i den globale økonomi, lave renter og energipriser, skønnes virksomhederne at kunne generere moderat indtjeningsvækst i 2016. Det kommende år vurderes imidlertid at blive vanskeligt på aktiemarkederne. Nervøsiteten for væksten i Kina og yderligere olieprisfald har primo 2016 skabt store kursfald, hvorfor negative afkast på aktier ikke kan udelukkes for hele året.
- Baseret på disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse i bedste fald beskedne afkast i foreningens afdelinger i 2016. Væsentlige afkastudsving må forventes i foreningens aktieafdelinger, og negative afkast for hele året kan ikke udelukkes.



## Forventninger til 2016

Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2016. USA og euroområdet vurderes til at gå en moderat vækst i møde, hvorimod Kina og emerging markets landene i øvrigt skønnes at skulle kæmpe med en afdæmpning af de økonomiske vækstrater i 2016.

USA forventes fortsat at trække den økonomiske vækst i verden i 2016. Fremgangen i økonomien skønnes at være kommet ind i et mere modent stadie og vurderes at blive på niveau med de foregående to år. Trods en solid fremgang i beskæftigelsen og lønnen forventes vækstraten i privatforbruget at aftage en anelse i 2016. Bolig- og erhvervsinvesteringer skønnes derimod at komme til at spille en stigende rolle i den økonomiske vækst i USA i det kommende år.

I Europa ventes forøgede økonomiske vækstrater i 2016. Flere lande vurderes at kunne høste gevinster fra de gennemførte strukturreformer, ligesom den lave oliepris og den lempelige pengepolitik ventes at hjælpe til. Det vurderes tillige, at privatforbruget bliver en drivkraft som følge af stigende beskæftigelse og reallønsfremgang. Derimod skønnes nettoeksporten ikke at bidrage positivt til væksten det kommende år, trods den svage euro. De lavere vækstudsigter for emerging markets landene menes at ville modvirke valutafordelen.

I Danmark ventes den økonomiske vækst at blive moderat i 2016. Privatforbruget vil blive den primære årsag til væksten, hvilket skal ses i sammenhæng med en fornuftig reallønsfremgang, en stigning i beskæftigelsen samt det meget lave renteniveau. Samtidig er der ikke tegn på, at husholdningernes stigende friværddi vil blive omsat til forbrug, da der fortsat er fokus på gældsnedbringelse og opsparing. Derudover vurderes kronens svækkelse at bidrage positivt til væksten, da det forventes at gavne eksportmulighederne udenfor euroområdet – herunder særligt USA. Vækstpotentialet i den danske økonomi er imidlertid behæftet med usikkerhed, da stilstanden i væksten fra slutningen af 2015 kan fortsætte i en periode af 2016.

Omstillingen af den kinesiske økonomi fra eksport og investeringer til øget indenlandsk privatforbrug ventes at fortsætte i 2016 og årene derefter. Omstillingen kan imidlertid vise sig vanskelig. På trods af den kinesiske centralbanks pengepolitiske indgriben ad flere omgange i 2015, udviste økonomien en reduceret vækstrate, hvilken også forventes at være tilfældet i 2016.

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 fortsat lav inflation eller direkte faldende priser i 2016.

Den økonomiske udvikling og de finansielle markeder vil i 2016 være omgærdet af geopolitiske risici. Situationen mellem Rusland og Ukraine, konflikten i Syrien og konflikten mellem Saudi Arabien og Iran kan give spændinger og nervøsitet i 2016. Derudover vil Storbritanniens afstemning om EU-medlemskabet kunne skabe markedsusikkerhed i 2016.

Den amerikanske centralbank forventes at fortsætte med den moderate stramning af pengepolitikken, som blev indledt i december 2015. Den amerikanske centralbank forventes at forhøje styringsrenten ad tre gange af en kvart procentpoint i løbet af 2016. Stramningen skal ses som et skridt i normaliseringen af den amerikanske pengepolitik. Den Europæiske Centralbanks pengepolitik vil derimod forblive lempelig i 2016. Efter den seneste rentenedsættelse primo december 2015 forventes ikke yderligere rentenedsættelser eller forøgelser af opkøbsprogrammet i det kommende år. Danmarks Nationalbank vurderes selvstændigt at ville hæve styringsrenten i 2016. Den kinesiske centralbank og andre emerging markets centralbanker ventes derimod at fortsætte med at lempe pengepolitikken i 2016.

I 2016 vurderes de korte markedsrenter i Europa at blive holdt nede af den lave styringsrente og den Europæiske Centralbanks forlængede opkøbsprogram. Mod slutningen af året ventes der en moderat rentestigning som en reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget efter marts 2017. Renterne vil dog stadig vurderes til at være lave. Der må derfor forventes beskedne afkast af obligationer i 2016.

Aktiemarkedene ventes at blive vanskelige og med store kursudsving i 2016. Over de seneste år har de globale aktier oplevet kraftige kursstigninger, uden at indtjeningen har fulgt med i samme grad. Afkastet er således primært kommet som følge af en højere prisfastsættelse. Indtjeningsvæksten i de børsnoterede selskaber ventes at blive moderat i 2016. Nervøsiteten for væksten i Kina og yderligere olieprisfald har skabt store kursfald primo 2016, hvorfor negative afkast på aktier ikke kan udelukkes for hele året.

Baseret på disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse i bedste fald beskedne afkast i foreningens afdelinger i 2016. Væsentlige afkastudsving må forventes i foreningens aktieafdelinger, og negative afkast for hele året kan ikke udelukkes.

## Udviklingen i foreningen i 2015

### Afkastudviklingen

Afkastudviklingen i foreningens aktieafdelinger blev i 2015 præget af positive aktiemarkeder i Europa og Japan samt af en svækkelse af euroen og dermed af den danske krone overfor andre betydende valutaer.

Nervøsiteten for den økonomiske udvikling i Kina samt de stærkt faldende råvarepriser lagde et pres på emerging markets valutaerne, der faldt væsentligt over for den amerikanske dollar. Dette påvirkede udviklingen i foreningens afdelinger med emerging markets obligationer negativt i 2. halvår 2015.

År 2015 blev således et godt år for investorerne i aktieafdelingerne, mens investorerne i afdelingerne med emerging markets obligationer fik negative afkast. Afkastene opstod primært i 1. halvår, hvorefter de fleste afdelinger opnåede begrænsede afkast eller negative afkast i 2. halvår af 2015.

Afkastene i foreningens afdelinger med amerikanske aktier var ca. 12% i 2015. Afkastudviklingen var højere end ventet primo året, men en anelse lavere end afdelingernes benchmark. En betydende del af afkastet kan tilskrives den stigende amerikanske dollar, der steg med lidt under 12% overfor kroner i 2015. Afkastudviklingen i afdeling USA og USA Akk. findes acceptabel.

Afdelingerne med europæiske aktier gav afkast på over 11½% i 2015. Afkastene var højere end ventet primo året og også højere end afdelingernes respektive benchmark. Foreningens ledelse finder afkastudviklingen i disse afdelinger tilfredsstillende.

Afdelinger med japanske aktier gav et afkast på over 18% i 2015, hvilket var noget højere end ventet primo året, men noget lavere end afdelingernes benchmark. Afkastene findes derfor ikke tilfredsstillende.

Nye Obligationsmarkeder og Nye Obligationsmarkeder Akk. gav i 2015 afkast på ca. -4½%. Afkastene i afdelingerne var lavere end ventet og over 2½ procentpoint lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen i afdelingerne ikke tilfredsstillende. Hovedparten af afkastforskellen mellem afdelingerne og markedet opstod i 1. halvår med den tidligere investeringsstrategi og -univers.

Afdelingerne Nye Aktiemarkeder og Nye Aktiemarkeder Akk. leverede i 2015 et afkast på ca. 1%. Usikkerhed om den økonomiske udvikling i en række betydende emerging markets lande samt kraftig svækkelse af emerging markets valutaer medførte kursfald i 2. halvår. Afkastene i foreningens afdelinger med emerging markets aktier blev derfor lavere end ventet primo 2015. Afkastene var imidlertid 6 procentpoint højere end benchmark, hvorfor foreningens ledelse finder udviklingen tilfredsstillende.

Afkastudviklingen i de to afdelinger med globale aktier leverede afkast på ca. 12½%, hvilket var højere end ventet primo året. Relativt til afdelingernes benchmark var afkastene 3½ procentpoint højere. Foreningens ledelse finder afkastene i disse afdelinger tilfredsstillende.

Afdelingerne med nordamerikanske small og midcap selskaber gav afkast på -4% i 2015, hvilket lå under det forventede afkastinterval primo året. Afkastene i afdelingerne var samtidig væsentligt lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen meget utilfredsstillende.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2015'.

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2015 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 1.195,0 mio. kr. mod 1.770,0 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 16.448 mio. kr. ved udgangen af året mod 15.396 mio. kr. ved starten af året.

Den samlede formue i foreningen var uændret over året 2015. Formuetabet ved overflytningen af afdeling Kreditobligationer samt udlodninger opvejede årets afkast.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2015'.

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

## **Omkostninger i 2015**

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 236,3 mio. kr. mod 200,2 mio. kr. året før. I 2015 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 1,41% mod 1,45% året før.

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'.

## **Aktiviteter i foreningen i 2015**

### **Ledelsens afkastfokus**

Foreningens ledelse arbejder løbende med afkastmål i foreningens afdelinger og opfølgning herpå. Der er opstillet mål for afkastudviklingen relativt til benchmark samt relativt til konkurrerende investeringsfonde i markedet.

Konklusionen på dette arbejde har været, at afkastudviklingen i foreningens afdelinger i 2015 ikke har været helt tilfredsstillende i alle afdelinger, men at situationen har bedret sig i det forgangne år.

### **Afdeling virksomhedsobligationer**

På foreningens generalforsamling i april 2015 blev det besluttet at ændre vedtægterne for afdeling Virksomhedsobligationer. Afdelingens investeringsområde blev således udvidet, og afdelingens navn ændredes til Kreditobligationer. Samtidig besluttede generalforsamlingen at flytte afdelingen til Investeringsforeningen Nykredit Invest. Vedtægtsændringerne blev godkendt af Finanstilsynet ultimo juni, og ændringen blev effektueret den 2. september 2015.

### **Afdelingerne Nye obligationsmarkeder og Nye obligationsmarkeder Akk.**

På foreningens generalforsamling i april 2015 blev det besluttet at ændre vedtægterne for afdeling Nye obligationsmarkeder lokal valuta og for afdeling Nye obligationsmarkeder lokal valuta Akk. Afdelingernes navn blev ændret til henholdsvis afdeling Nye obligationsmarkeder og afdeling Nye obligationsmarkeder Akk., og investeringsområdet blev udvidet til også at omfatte emerging markets erhvervs- og statsobligationer udstedt i vestlig valuta. Ændringen blev godkendt af Finanstilsynet ultimo juni og effektueret i juli måned.

## **Pristilpasninger**

Foreningens ledelse følger løbende udviklingen i afdelingernes omkostninger samt prisudviklingen i markedet.

Gennem efteråret 2015 førte foreningens ledelse forhandlinger med foreningens hoveddistributør om omlægning af betaling for distribution, formidling, markedsføring mv. af foreningen og foreningens andele.

Resultatet af disse forhandlinger mandede ud i afskaffelsen af tegningsprovision og andre omkostninger i forbindelse med emissioner og indløsninger i foreningens afdelinger fra primo 2016. Samtidig blev strukturen for de løbende omkostninger forenklet og samlet i et managementgebyr, der er lidt højere end tidligere gebyrer. Den samlede omkostning målt med Årlig Omkostning i Procent (ÅOP) faldt dog i langt de fleste afdelinger til gavn for foreningens investorer. Den samlede reduktion i ÅOP i foreningens afdelinger udgjorde 0,22.

### **Værdipapirudlån**

Foreningen igangsatte i 4. kvartal 2015 et program med udlån af foreningens værdipapirer med henblik på at øge afkastet i primært foreningens aktieafdelinger.

Udlån af værdipapirer er udbredt i udlandet, hvor store institutionelle investorer som pensionskasser, forsikringsselskaber, investeringsfonde, centralbanker og investeringsbanker m.fl. er aktive. Formålet med lånene kan være forskellige varierende fra afdækning af afviklingsproblemer til short selling. Afhængig af efterspørgslen kan der opnås et større eller mindre beløb for udlånene.

Udlån af værdipapirer kan indebære modpartsrisiko, såfremt låntager ikke er i stand til at levere de lånte værdipapirer tilbage. For at sikre sig mod denne risiko indgår foreningen alene i sådanne forretninger mod behørig sikkerhed i sikre obligationer eller kontanter og med overdækning.

For at programmet ikke skal give foreningens investorer underskud har foreningen indgået en aftale med Nykredit om deling af overskuddet ved værdipapirudlån som eneste betaling for serviceydelsen. Nykredit modtager 30% af de indkomne indtægter og afholder heraf alle omkostninger ved programmet, uanset om foreningens værdipapirer bliver udlånt eller ej.

For 2015 har foreningens indtægt fra programmet været 657 t.kr.

### **Active Share og Tracking Error**

I det forgangne år har aktiv forvaltning i danske investeringsforeningers aktieafdelinger været drøftet i pressen. Finanstilsynet har endvidere spurgt udvalgte investeringsforeninger om nøgletallene Active Share og Tracking Error.

Risikomålet Active Share måler forskellen i værdipapirbeholdningens sammensætning i en afdeling i forhold til positionerne i afdelingens valgte benchmark. Værdien af Active Share kan befinde sig mellem 0% og 100%. En lav værdi (under 20%) indikerer en portefølje, der beholdningsmæssigt er tæt på benchmark. En høj værdi (over 80%) indikerer en beholdning, der afviger væsentligt fra sammensætningen af benchmark, og dermed en høj risiko for, at afdelingens afkast afviger fra benchmarkafkastudviklingen.

Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. En værdi under 1% indikerer en afdeling, der følger benchmark tæt, mens en værdi over 3% viser, at en afdelings afkast afviger væsentligt fra benchmarkudviklingen.

Foreningens aktieafdelinger har forskellige investeringsstile. Afdelingerne med en kvantitativt baseret investeringsstil som de to USA large cap afdelinger har en afkastudvikling, der samvarierer mere med benchmarkafkastet end de øvrige afdelinger, der baseres på en stil med stockpicking. USA-afdelingerne har derfor en lavere værdi af Active Share og Tracking Error end de øvrige aktieafdelinger i foreningen.

I afdelingsberetningerne er ovennævnte nøgletal angivet og beskrevet for hver aktieafdeling.

## Afkastudviklingen i 2015

Afdeling	Afkast 2015	Benchmark-afkast 2015
USA	12,1%	12,4%
USA Akk.	12,0%	12,4%
Europa	11,6%	8,5%
Europa Akk.	11,7%	8,5%
Japan	18,1%	22,3%
Japan Akk.	18,3%	22,3%
Nye obligationsmarkeder	-4,5%	-1,9%
Nye obligationsmarkeder Akk.	-4,7%	-1,9%
Nye Aktiemarkeder	1,0%	-5,0%
Nye Aktiemarkeder Akk.	1,0%	-5,0%
Globale Aktier	12,5%	9,0%
Globale Aktier Akk.	12,5%	9,0%
US Small/Mid Cap	-4,2%	8,4%
US Small/Mid Cap Akk.	-4,2%	8,4%

## Resultat og formue i 2015

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
USA	167,8	1.495,1	150,00
USA Akk.	402,9	3.656,0	176,19
Europa	82,8	955,1	100,75
Europa Akk.	225,9	2.218,4	117,61
Japan	35,7	243,6	86,86
Japan Akk.	94,3	612,7	90,06
Nye obligationsmarkeder	-24,3	526,5	88,25
Nye obligationsmarkeder Akk.	-47,4	1.028,3	98,80
Nye Aktiemarkeder	-0,8	464,1	105,34
Nye Aktiemarkeder Akk.	5,2	1.154,4	105,34
Globale Aktier	92,3	796,0	147,72
Globale Aktier Akk.	210,4	1.870,4	154,43
US Small/Mid Cap	-15,8	382,1	118,38
US Small/Mid Cap Akk.	-33,9	1.045,6	119,60

## Omkostninger

Afdeling	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014	Omk.procent 2013
USA	0,82	1,15	1,37
USA Akk.	0,93	0,89	1,40
Europa	1,53	1,56	1,55
Europa Akk.	1,51	1,58	1,53
Japan	1,80	1,94	1,81
Japan Akk.	1,77	1,84	1,74
Nye obligationsmarkeder	1,41	1,49	1,40
Nye obligationsmarkeder Akk.	1,38	1,44	1,33
Nye Aktiemarkeder	2,02	1,82	1,83
Nye Aktiemarkeder Akk.	2,01	1,76	1,73
Globale Aktier	1,64	1,72	1,65
Globale Aktier Akk.	1,62	1,66	1,64
US Small/Mid Cap	1,77	1,82	1,13
US Small/Mid Cap Akk.	1,73	1,77	1,02

## ÅOP

Afdeling	ÅOP 2015	ÅOP 2014	ÅOP 2013
USA	1,19	1,45	1,23
USA Akk.	1,17	1,37	1,23
Europa	2,06	2,40	2,32
Europa Akk.	2,04	2,42	2,25
Japan	1,66	2,19	2,20
Japan Akk.	1,62	2,15	2,09
Nye obligationsmarkeder	1,34	1,86	1,75
Nye obligationsmarkeder Akk.	1,30	1,77	1,66
Nye Aktiemarkeder	2,26	1,76	2,24
Nye Aktiemarkeder Akk.	2,20	1,74	2,12
Globale Aktier	1,84	1,99	2,01
Globale Aktier Akk.	1,81	1,96	1,98
US Small/Mid Cap	1,98	2,27	2,13
US Small/Mid Cap Akk.	1,93	2,22	2,07

## De økonomiske omgivelser i 2015

### Skuffende fremgang i den globale økonomi

Den globale økonomi fortsatte i 2015 den gradvise bedring, men væksten blev lavere end ventet. Væksten i de udviklede økonomier har som helhed skuffet i perioden siden den finansielle krise i 2008, idet høj gæld og oprydning i den finansielle sektor har hæmmet den økonomiske aktivitet. Dette gjorde sig til dels også gældende i 2015.

Behovet for tilpasning ramte emerging markets landene inklusive Kina i 2015, hvilket dæmpede verdenshandlen, råvarepriserne samt ikke mindst vækstraterne i disse økonomier. Med den lave oliepris endte Rusland og Brasilien i recession i det forgangne år.

### Moderat opsving i USA

Den amerikanske økonomi fik en overraskende svag start på 2015, hvor både en kold vinter og de lave oliepriser bidrog til, at den økonomiske vækst blev lavere end ventet. De negative effekter af den lave oliepris på investeringerne overskyggede de positive effekter af olieprisfaldet på forbruget.

Den amerikanske økonomi viste derefter bedre takter. Beskæftigelsen og reallønnen viste solid fremgang, og detailsalget steg som følge heraf, ligesom aktiviteten på det amerikanske boligmarked voksede sammen med de stigende boligpriser.

Trods underliggende god fremgang i den amerikanske økonomi oplevedes en vis opbremsning i 2. halvår. Den stærke dollar samt svage afsætningsmuligheder i udviklingslandene skabte sammen med faldende investeringer i olieindustrien lidt modvind i den amerikanske industrisektor. Denne opbremsning mod slutningen af året bevirkede, at der opstod usikkerhed om styrken af opsvinget i USA.

### Fremgang i Euroområdet

Euroområdets opsving fik i 2015 stadig mere bredde og tyngde, hvor der var økonomisk fremgang i næsten alle lande. Fremgangen kunne bl.a. tilskrives faldet i oliepriserne, Den Europæiske Centralbanks pengepolitiske lempelser samt svækkelsen af euroen. Den primære kilde til væksten var privatforbruget drevet af stigende beskæftigelse og et opsparet behov for forbrug efter mange år med smalhals. Forbrugerne er således blevet omdrejningspunktet i det spæde europæiske opsving, men holdbarheden heraf vil afhænge af, om virksomhederne for alvor begynder at investere.

De finansielle og monetære forhold i Europa blev gennem 2015 forbedret. Faldet i udlånet til virksomhederne ophørte, og såvel bankernes udlånsforventninger som virksomhedernes vurderinger af kreditmulighederne blev mere optimistiske.

Stigende antal flygtninge fra Mellemøsten og terroraktioner i Europa afstedkom beslutninger om forøgelsen af de offentlige udgifter i en række centrale europæiske lande, hvilket bidrog til den økonomiske vækst i 2015. Især Tyskland og Frankrig øgede udgifterne, som for alvor forventes at stige i 2016.

### Den græske krise

Gennem første halvdel af 2015 tilspidsede situationen omkring den store græske statsgæld sig. Den græske premierminister Alexis Tsipras forsøg på kompromisløs forhandlingstaktik overfor kreditorerne IMF, EU og Den Europæiske Centralbank bar ikke frugt. Ude af stand til at betale aftalte afdrag på statsgælden og med græske banker, der var tvunget til at holde lukket pga. manglende tilførsel af likviditet fra Den Europæiske Centralbank, måtte grækerne i juli indgå en aftale med kreditorerne om reformer for at få rettet op på den græske økonomi.

### Faldende vækstrate i kinesisk økonomi

Omstillingen af den kinesiske økonomi fra eksport og investeringer til øget indenlandsk privatforbrug viste i 2015 svaghestegn. Investeringsvæksten aftog mærkbart, og fremgangen i det private forbrug kunne ikke fuldt opveje det. Den økonomiske vækst i Kina forventes at kunne holde sig på 6-7% i 2015, hvilket afspejler et lavere niveau i forhold til de foregående år. Den økonomiske vækst blev hjulpet med pengepolitisk indgriben ad flere omgange gennem året, hvor den kinesiske centralbank sænkede styringsrenten og selektivt reducerede bankernes reservekrav.

Kinesisk industri var præget af betydelig overkapacitet i en række sektorer, og manglende indenlandsk efterspørgsel betød, at producentpriserne faldt gennem året. Selv i sektorer, hvor kinesiske producenter er globalt ledende, øgedes priskonkurrencen med prisfald til følge. Denne eksport af deflation forventes at være med til globalt at holde inflationen nede.

Faldet i Kinas vækst vurderes kun at have begrænset betydning for de avancerede økonomier via direkte handelsrelationer, men effekten kan blive mærkbar, hvis nedgangen medfører global uro på de finansielle markeder.



## Økonomisk stilstand i Japan

Væksten i den japanske økonomi var svag i 2015, hvor vækstraten ventes at blive under 1%. Det politiske program benævnt Abenomics, som blev lanceret i slutningen af 2012, har ikke givet de ønskede effekter på hverken vækst- eller prissiden. I løbet af 2015 blev den økonomiske politik derfor drejet væk fra pengepolitiske instrumenter og over mod mere finanspolitiske tiltag. Trods dette synes der ikke at være udsigt til markant højere vækst i det kommende år, hvor den stærkere japanske yen skønnes at udgøre en risikofaktor.

## Behersket fremgang i Danmark

Dansk økonomi viste i 2015 en behersket fremgang, som blev lavere end ventet tidligere på året. En opbremsning i 2. halvår bevirkede, at vækstraten forventes at blive under 1½%, hvilket er på niveau med 2014. Årsagen til den lidt skuffende udvikling var en tydelig nedgang i nettoeksporten, samt at fremgangen i investeringerne aftog.

Væksten i dansk økonomi blev drevet af fremgangen i det danske privatforbrug. En af drivkræfterne bag det øgede privatforbrug har været stigningen i beskæftigelsen i alle landsdele, herunder især hovedstadsområdet.

Det økonomiske opsving tegner til at blive forholdsvis svagt, da der fortsat er mange danskere, der har stor gæld i forhold til deres formue. Samtidig har der over de seneste år været en tendens til, at virksomhederne har øget de direkte investeringer i udlandet frem for i Danmark. Dette har bevirket, at investeringerne kun bidrog begrænset til den økonomiske vækst i Danmark i 2015.

## Faldende råvarepriser

Omstillingen i den kinesiske økonomi betød i 2015 en reduceret stigning af Kinas import af råstoffer. Dette reducerede væksten i den globale efterspørgsel efter råstoffer og lagde et nedadgående pres på råvarepriserne.

Fortsat stort udbud af olie medførte, at olieprisen igen oplevede store fald i 2015. Råolieprisen målt i USD faldt således 30% gennem 2015, efter at være faldet med 46% gennem 2014. Fortsat stor produktion af skiferolie og -gas i USA kombineret med uenighed i OPEC om et produktionsloft medførte de faldende oliepriser. Også andre råvarer oplevede prisfald, der således i gennemsnit faldt med 25% målt ved S&P råvareindekset i 2015.

## Fortsat lempelig pengepolitik

De ledende centralbanker verden over agerede forskelligt via deres pengepolitik i 2015.

Den Europæiske Centralbank (ECB) påbegyndte i 1. kvartal et opkøbsprogram. Med et månedligt opkøb af obligationer for 60 mia. euro frem til september 2016 er det et program af hidtil uset størrelse. Hensigten med programmet er at sætte gang i den økonomiske vækst i EU, modvirke de deflationære tendenser og nå den langsigtede inflationsmålsætning på 2% p.a.

Igangsættelsen af obligationsopkøbene pressede renterne ned i Europa i 1. kvartal, hvilket samtidig medførte en svækkelse af euroen i 2015.

En afledt effekt af ECBs kvantitative lempelse blev en tilstrømning af likviditet til sikre økonomier med valuta bundet til euroen, i første omgang Schweiz. Dette igangsatte en spekulation om revaluering af den schweiziske franc. Da presset blev for stort, valgte den schweiziske nationalbank at opgive fastkurspolitikken overfor euroen og lod schweizerfrancen stige med over 20% indenfor få timer i januar 2015.

Efter denne styrkelse af den schweiziske franc rettede interessen sig mod den danske krone. Internationale spekulanter håbede på og danske pensionskasser m.v. frygtede en tilsvarende opskrivning af den danske krone med det resultat, at valutareserverne voksede u hensigtsmæssigt meget. Danmarks Nationalbank reagerede ved at sænke renten på indskudsbeviser ad flere gange til -0,75%. Selvom Danmarks Nationalbank har haft et ønske om at normalisere den danske pengepolitik, holdt den negative rente på 0,75% året ud. Efter årsskiftet har Danmarks Nationalbank hævet renten på indskudsbeviser til -0,65%.

Primo december nedsatte Den Europæiske Centralbank styringsrenten fra -0,20% til -0,30% samt meddelte, at opkøbsprogrammet blev forlænget et halvt år til marts 2017 med uændret opkøbsbeløb pr. måned.

Den amerikanske centralbank afventede udviklingen i den amerikanske økonomi, og den foretog ingen justeringer i den førte pengepolitik frem til medio december. Her ændredes styringsrenten for første gang siden ultimo 2008 med et signal om, at yderligere små og forsigtige renteforhøjelser skulle ventes i det kommende år.

### **Store valutakursudsving**

År 2015 blev præget af store kursudsving mellem de toneangivende valutaer i verden med væsentlig indflydelse på afkastet af udenlandske investeringer.

Forskellen i den pengepolitiske udvikling i USA og Europa bevirkede en styrkelse af den amerikanske dollar overfor euroen og den danske krone i 2015. Således steg dollaren med ca. 12% i løbet af 2015 efter at være steget med 13% i 2014.

Den kinesiske centralbank havde gennem en længere periode holdt den kinesiske valuta, renminbi, kursmæssigt stabilt over for den amerikanske dollar. Styrkelsen af den amerikanske dollar samt svækkelsen af den kinesiske økonomi i 2015 bevirkede, at den kinesiske centralbank valgte at svække renminbien over for dollaren i august 2015. Kursen på renminbien blev successivt deprecieret i små ryk over den resterende del af 2015 og i begyndelsen af 2016. Signalet med valutakurssvækkelsen blev af de internationale investorer opfattet som et svaghedstegn, hvilket skabte uro på de finansielle markeder.

## Markedsudviklingen i 2015

### Lave afkast på obligationsmarkederne

Ved indgangen til 2015 var forventningen, at renterne på de internationale obligationsmarkeder havde nået bundniveauet og langsomt var på vej op som følge af det forventede opsving i USA.

I 1. halvår 2015 kom der store udsving i obligationsrenterne. Den Europæiske Centralbanks kvantitative lempelser medførte sammen med deflationsfrygt uventet faldende renter på de globale obligationsmarkeder, og renten på korte og mellemlange statsobligationer blev negativ i mange nordeuropæiske lande. Tro på økonomisk opsving og øget inflation i Europa fik renten på statsobligationer til at stige kraftigt i perioden ultimo april til juli, hvorefter renterne stabiliserede sig i 2. halvår af 2015. De korte amerikanske renter steg i 4. kvartal i forventning om en forhøjelse af den amerikanske centralbanks styringsrente.

Over året steg den 10-årige rente på statsobligationer i USA begrænset fra 2,2% til 2,3%. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer steg ligeledes behersket fra 0,5% til 0,6% ultimo året, men havde været lavere end 0,1% i april måned. Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation steg fra 0,6% til lige over 1,0% i 2015, mens renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra -0,1% til -0,3%.

Det danske obligationsmarked blev i 2015 påvirket af spekulatjonen mod den danske krone samt af udviklingen i det internationale renteniveau. I 2015 faldt den 2-årige danske statsrente fra lige under 0,0% til -0,3%, men havde været nede i -1,0% i februar måned. Den 10-årige danske statsrente steg fra 0,8% til 1,0%, men var på 0,1% i februar, da spekulatjonen mod den danske krone var på sit højeste.

Det danske obligationsmarked, målt ved J.P. Morgan Obligationsindeks DK, gav et afkast på -0,2% som følge af den svage rentestigning på de lange danske statsobligationer i 2015.

Rentefaldet primo året medførte en kraftig stigning i antallet af konverteringer af konvertible realkreditobligationer i 2015. Dette bidrog til at markedet en kraftig forøgelse af renterisikoen, hvilket realkreditmarkedet havde visse udfordringer med at absorbere. I kombination med introduktionen af nye regler for pengeinstitutters opgørelse af likviditetsreserver, der reducerer bankernes muligheder for at bruge realkreditobligationer i likviditetsreserven, gav dette en væsentlig udvik-

else af realkreditspændet i perioden maj-juli 2015. Danske realkreditobligationer opnåede således ikke et særligt godt afkast i 2015.

Markedet for realkreditobligationer, målt ved Nykredit Realkreditindeks, gav et afkast på -0,3% i 2015.

### Negativt år for Emerging Markets Obligationer

Det globale marked for emerging markets obligationer blev i 2015 påvirket af faldende vækstrate i Kina og prisfaldene på en række råvarer, herunder råolien. Derudover skabte forventningen om en stramning af den amerikanske pengepolitik en udstrømning af midler fra aktivklassen med store kursfald for lokalvalutaerne til følge.

Markedet for emerging markets obligationer denomineret i lokal valuta faldt med 5,0% omregnet til danske kroner i 2015.

### Positive afkast på de globale aktiemarkeder

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 10,7% i 2015, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 12,4%, 8,5% og 22,3% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var derimod negativ i 2015, idet MSCI Emerging Markets Free indekset faldt med 5,0%.

For danske investorer så afkastudviklingen på globale aktier således positiv ud. Men de globale aktiemarkeder gav alene begrænsede afkast i 2015, hvis man som dansk investor ser bort fra valutakurseffekterne. Svækkelsen af euro og dermed også danske kroner i 2015 overfor amerikanske dollar, japanske yen og engelske pund bidrog positivt til afkastet af globale aktier med over 10 procentpoint målt i danske kroner. Målt i lokalvaluta gav MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan således et afkast på henholdsvis 0,7%, 8,2% og 9,9%.

Markedsudviklingen var således pauvert i USA, mens markederne i Europa og Japan udviklede sig mere positivt. Udviklingen afspejlede, at indtjeningen blandt amerikanske selskaber blev presset af den stigende dollar i 2014 og 2015.

Det kinesiske aktiemarked blev i 1. halvår påvirket af den lempelige pengepolitik i Kina. Aktiemarkedet målt med indekset for Shanghai børs steg med ca. 60% fra årets start til medio juni, hvorefter markedet faldt med over 30% i de følgende uger, inden myndighederne fik stoppet markedskrakket. Myndighederne søgte gennem

flere tiltag at stabilisere aktiemarkedet i 2. halvår af 2015. En ny regel introduceret pr. 1. januar 2016, hvor aktiehandlen ville blive suspenderet ved kursfald på 7%, bevirkede sammen med nye svage tal for den kinesiske økonomi fornyet uro på det kinesiske aktiemarked. År 2016 blev således indledt med anseelige kursfald. Reglen blev herefter ophævet.

I 2015 var der globalt stor forskel på afkastudviklingen på sektorniveau. Forbrugssektorerne, sundhedssektoren og teknologisektoren gav højeste afkast, mens energi- og minesektoren blev hårdest ramt som følge af de faldende råvarepriser. Generel industri og forsyningsselskaber gav også afkast under middel som følge af manglende evne til at skabe den forventede indtjningsvækst i 2015.

I teknologisektoren opnåede en række store internet selskaber derimod høje afkast, hvor aktier i Amazon og Netflix mere end fordoblede kursen. Også andre internetselskaber som Facebook, Alphabet (Google), Tencent og Naspers gav høje afkast i 2015.

### **Positiv udvikling på det danske aktiemarked**

Det danske aktiemarked udviklede sig i 2015 endnu en gang mere positivt end de fleste andre aktiemarkeder. Det danske aktiemarked målt ved OMXCCapGI-indekset steg med 30,8% i 2015.

## Risikoforhold i foreningens afdelinger

### 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.

### 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 2015. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

### Risikovurdering

Som det fremgår af efterfølgende tabel, indeholder foreningen primært afdelinger med høj risiko, idet standardafvigelser, tal for maksimalt tab samt CI-risikoklasse er relativt høje. Eneste undtagelse er de to afdelinger med emerging markets obligationer, hvor risikoen vurderes til middel.

Baseret på disse tal og på historiske erfaringer med de enkelte aktivklasser har foreningen desuden angivet en risikovurdering af afdelinger ud fra foreningens egen risikoskala med kategorierne lav, middel og høj risiko.

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standard-afvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risiko-vurdering
USA	16,3%	42,1%	48,9%	6	Høj
USA Akk.	16,2%	40,6%	48,4%	6	Høj
Europa	17,5%	55,6%	62,4%	6	Høj
Europa Akk.	17,5%	56,4%	63,1%	6	Høj
Japan	21,1%	47,1%	60,5%	6	Høj
Japan Akk.	21,0%	47,2%	61,9%	6	Høj
Nye obligationsmarkeder	10,0%	20,8%	20,8%	5	Høj
Nye obligationsmarkeder Akk.	10,0%	20,7%	20,7%	5	Høj
Nye Aktiemarkeder	17,0%	23,5%	23,5%	6	Høj
Nye Aktiemarkeder Akk.	17,1%	23,1%	23,1%	6	Høj
Globale Aktier	15,1%	20,3%	20,3%	6	Høj
Globale Aktier Akk.	15,2%	20,3%	20,3%	6	Høj
US Small/Mid Cap <sup>1)</sup>	18,8%	25,1%	25,1%	6	Høj
US Small/Mid Cap Akk. <sup>1)</sup>	18,5%	25,1%	25,1%	6	Høj

Note:

For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal baseret på afkasttal der er blevet suppleret med benchmarkafkast.

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

Markedsrisikoen søges ikke begrænset i foreningens aktieafdelinger, idet den nuværende investeringspolitik er, at der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Derudover er der heller ikke sat grænser for porteføljernes samvariation (beta) med de respektive aktiemarkeder.

### Emerging markets risiko

Emerging market dækker lande i Østeuropa, Latinamerika, Afrika og Asien. Fælles for landene er, at de kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet og risiko for fx nationalisering og konfiskation af private virksomheder eller statslig overvågning og kontrol. Korruption kan være udbredt. De finansielle markeder kan være præget af usikre forhold omkring depoter, registrering og afvikling, og den økonomiske udvikling kan være usikker og forbundet med risiko for devaluering af valutaen og hyperinflation. Desuden kan likviditeten på emerging markets være lav som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer, og effekten kan være langvarig. Emerging markets kan således være forbundet med risici, som ikke findes på de udviklede finansielle markeder.

### 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.

Afdelingerne Nye obligationsmarkeder og Nye obligationsmarkeder Akk. har mulighed for at anvende afledte finansielle instrumenter på ikke-dækket basis. Dette betyder, at afdelingerne har mulighed for at have en højere eksponering til såvel valuta som obligationer end 100% af afdelingernes respektive formuer. Afkastudviklingen kan derfor vise større udsving end markedsudviklingen og dermed være mere risikobetonet.

### 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 markeds- og generelle økonomiske forhold i det enkelte område eller land, fx valuta og renteniveau, påvirke investeringens værdi.

Således må det forventes, at risikoniveauet er højere i en geografisk afgrænset afdeling end i en global afdeling, når der ses bort fra eventuelle forskelle i eksponering til valutarisiko.

### 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 to obligationsafdelinger, Nye obligationsmarkeder og Nye obligationsmarkeder Akk., investerer primært i emerging markets stats- og erhvervsobligationer, hvor kreditrisikoen må anses som værende høj.

Risikoen i afdelingerne styres ved, at der maksimalt må investeres 35% af formuen i en enkelt statslig udsteder. Ved erhvervsobligationer investeres der som udgangspunkt maksimalt 5% af formuen i en enkelt udsteder. Der kan dog investeres op til 10% i en enkelt udsteder, såfremt sådanne investeringer samlet ikke udgør over 40% af en afdelings formue.

Hvis udsteder er et OECD-land og/eller et EU-land, kan der investeres indtil 100% af en afdelings midler i disse landes statsobligationer.

Tabellen herunder viser, hvordan investeringerne i foreningens obligationsafdelinger ultimo 2015 er fordelt på udstedere med forskellig kreditrisiko.

## Fordeling på udsteder ultimo 2015

Afdeling	Andel i statsobligationer	Andel i kreditobligationer	Andel i erhvervsobligationer
Nye obligationsmarkeder	69,8%	-	30,2%
Nye obligationsmarkeder Akk.	69,2%	-	30,8%

Note: Andel i statsobligationer inkluderer statsgaranterede obligationer.

## 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.

## 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.

## Politisk risiko

Værdien af investeringen i værdipapirer kan påvirkes af politiske beslutninger, der ikke var kendt på tidspunktet for investeringen.

## 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 investering 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.

I tabellen nedenfor er angivet varigheden for foreningens obligationsafdelinger ultimo 2015.

## Renterisiko i obligationsafdelinger ultimo 2015

Afdeling	Varighed ultimo 2015	Varighedsbegrænsning
Nye obligationsmarkeder	5,3	
Nye obligationsmarkeder Akk.	5,2	

Note: Varighedsmålet er den korrigerede varighed.

En varighed på 3 år angiver, at en rentestigning på ét procentpoint vil medføre et kursfald på ca. tre procent i afdelingen.

For at styre renterisikoen er der i foreningens vedtægter og prospekt fastsat grænser for varighedens størrelse. Foreningens ledelse overvåger løbende, at grænserne bliver overholdt.



For afdelingerne Nye obligationsmarkeder og Nye obligationsmarkeder Akk. er der ikke vedtægtsmæssige eller prospektmæssige begrænsninger på varigheden. Investeringsstilen i afdelingerne er dog ikke at tage væsentlig varighedsmæssig risiko i forhold til afdelingens benchmark, hvorfor varigheden i afdelingerne normalt vil ligge tæt på benchmarkvarigheden (5,1 år ultimo 2015).

## Risiko ved investeringsstil

En afdeling, der er afgrænset til at investere i en særlig del af aktie- eller obligationsmarkedet, har en risiko for, at efterspørgslen på de finansielle markeder i perioder flytter væk fra denne særlige del af markedet. I disse perioder kan værdien af afdelingens investeringer falde eller give et lavere afkast end 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 kreditspænd/rentespænd

Kreditspænd/rentespænd udtrykker renteforskellen mellem sikre statsobligationer og andre obligationstyper, der er udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet 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.

## 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.

Styring af udstederspecifik risiko sker ved begrænsning af positioner i det enkelte selskab. I foreningens afdelinger anvendes den begrænsning, der er i lov om investeringsforeninger m.v. Dette medfører, at der maksimalt må investeres 5% af formuen i en enkelt udstedelse. Der kan dog investeres op til 10% i en enkelt udstedelse, såfremt sådanne investeringer samlet ikke udgør over 40% af en afdelings formue.

Investeringsstilen og investeringsuniverset bevirker, at der er forskel i spredningen af porteføljen i foreningens enkelte aktieafdelinger. I foranstående tabel er angivet mål for spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2015.

Af tabellen fremgår, at der er en rimelig spredning på selskaber i foreningens afdelinger, men afdelingerne Japan, Japan Akk., Nye Aktiemarkeder, Nye Aktiemarkeder Akk., USA Small/Mid Cap og USA Small/ Mid Cap Akk. er afhængige af afkastudviklingen i få aktier med en eksponering på op til 6,0% i et enkelt selskab og op til 30% på de 5 største selskaber i porteføljen. Afkastudviklingen i disse afdelinger vil i højere grad end de øvrige afdelinger være eksponeret til selskabsspecifik risiko, og afkastet kan derfor afvige en del fra benchmarkudviklingen.

## Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2015

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
USA	199	3,5%	12%
USA Akk.	203	3,5%	12%
Europa	83	4,0%	16%
Europa Akk.	84	3,9%	17%
Japan	29	6,0%	29%
Japan Akk.	29	6,0%	29%
Nye Aktiemarkeder	39	7,3%	30%
Nye Aktiemarkeder Akk.	39	7,2%	30%
Globale Aktier	76	3,9%	15%
Globale Aktier Akk.	76	3,9%	15%
US Small/Mid Cap	50	5,8%	21%
US Small/Mid Cap Akk.	50	5,9%	21%

## 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. Det vil være beskrevet under den enkelte afdelings investeringsområde, om den laver en sådan kurssikring.

Tabellen herunder viser den procentvise fordeling af investeringer på en række valutaer i foreningens aktieafdelinger ultimo 2015.

## Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2015

Afdeling	DKK og EUR	USD relateret	GBP	JPY	Øvr.
USA	-	100%	-	-	-
USA Akk.	-	100%	-	-	-
Europa	50%	-	37%	-	13%
Europa Akk.	50%	-	38%	-	12%
Japan	-	-	-	100%	-
Japan Akk.	-	-	-	100%	-
Nye Aktiemarkeder	5%	8%	3%	-	84%
Nye Aktiemarkeder Akk.	5%	8%	4%	-	83%
Globale Aktier	10%	56%	4%	9%	31%
Globale Aktier Akk.	10%	56%	4%	9%	31%
US Small/Mid Cap	-	87%	-	-	13%
US Small/Mid Cap Akk.	-	87%	-	-	13%

Af tabellen fremgår, at den mindste beholdning i valutaer, der svinger meget overfor kroner, findes i afdelingerne Europa og Europa Akk. I sammenligning med de øvrige afdelinger anses risikoen for afkastudsving som følge af valutakursændringer som mindre, men afdelingerne påvirkes af udsving i engelske pund overfor danske kroner.

En stigning eller et fald i dollaren overfor danske kroner vil have størst effekt på afkastet i afdelingerne USA, USA Akk., USA Small/Mid Cap, USA Small/Mid Cap Akk., Globale aktier og Globale aktier Akk.

I ingen af foreningens aktieafdelinger kan valutarisikoen siges at være begrænset.

## Bæredygtige investeringer

Foreningen har i 2015 fokuseret på at udvikle og udvide sine stemmeaktiviteter samt arbejdet med klimaudfordringen og de muligheder, den grønne omstilling giver. Derudover har foreningen i 2015 ekskluderet Goldcorp fra sit investeringsunivers, ligesom foreningen har påbegyndt håndteringen af skandalerne i Petrobras og Volkswagen.

### Politik hvilende på bredt anerkendte konventioner og normer

Politikken for bæredygtige investeringer i Multi Manager Invest hviler på erkendelsen, at bæredygtighed kan være en katalysator for mindre risiko og bedre afkast.

Grundlaget for foreningens politik for bæredygtige investeringer er UN PRI's seks principper for ansvarlige investeringer. Foreningens distributør og investeringsrådgiver, Nykredit, har tilsluttet sig disse principper, og står for kontakten til UN PRI. Politikken og den årlige rapportering til UN PRI om arbejdet med de seks principper er tilgængelig på hjemmesiden.

### Politikken i praksis

Foreningen har indgået et samarbejde med Nykredit om den praktiske håndtering af politikken for bæredygtige investeringer. Nykredits egen afdeling for bæredygtige investeringer får bistand fra eksterne eksperter til screening og analyser af selskaber samt aktivt ejerskab. MSCI ESG Research bistår med screening og analyser, mens Ethix rådgiver om aktivt ejerskab.

Nykredit screener hvert kvartal såvel udstedere af aktier som obligationer i foreningens afdelinger. Blandt de mere end tusind virksomheder i afdelingernes porteføljer har Nykredit fundet flere tilfælde af brud på bredt anerkendte FN-konventioner eller Global Compact's principper.

### Dialog og aktivt ejerskab

Respekten for international ret deler foreningen med langt størstedelen af verdens selskaber. Hvis et selskab, som foreningen investerer i, mod forventning i sin forretning udviser en adfærd, der er i strid med international ret, så ønsker foreningen som udgangspunkt via dialog og aktivt ejerskab at påvirke selskabet til at overholde gældende international ret.

Foreningen gør af flere årsager denne ekstra indsats frem for blot at sælge aktierne eller obligationerne. For det første for at få rettet op på problemet, hvis

der er en mulighed for det. For det andet kan der være en langsigtet gevinst for ikke alene samfundet, men også virksomheden selv og dermed ejerne, hvis virksomheden får rettet op på problemet.

### Systematik i processen

Aktivt ejerskab forudsætter klare mål, tidsgrænser og ikke mindst vedholdenhed. Nykredit og vor rådgiver Ethix har en stribe værktøjer til rådighed i denne proces. Udover direkte møder med selskabet og deltagelse i selskabets generalforsamling, så kan det også inkludere samarbejde med andre investorer. I løbet af processen evaluerer Nykredit løbende udviklingen i det aktive ejerskab. Hvis det ikke er realistisk at nå målet, så ekskluderes selskabet fra investeringsuniverset. Ved udgangen af året var 20 selskaber ekskluderet. Listen er offentligt tilgængelig på foreningens hjemmeside.

### Eksempler på foreningens aktive ejerskab

Ved årets udgang drev Multi Manager Invest aktivt ejerskab med 12 selskaber. I løbet af året blev flere aktive ejerskaber afsluttet. Nogle, fordi foreningen ikke længere har investeringer i selskaberne, mens en enkelt, Goldcorp, blev ekskluderet. Foreningen havde imidlertid på eksklusionstidspunktet ikke længere investeringer i selskabet.

Foreningen har drevet engagement med Goldcorp siden 2008 på baggrund af selskabets aktiviteter i Marlin-mine i Guatemala. Minen fulgte med, da Goldcorp købte det amerikanske selskab Montana i 2006. Marlin-minen blev oprettet uden hensyntagen til lokale indianerstammers rettigheder, og minen udsætter lokalbefolkningen for alvorlig forurening. Goldcorp tog oprindeligt sagen meget seriøst, udviklede banebrydende analyser og programmer til inddragelse af lokalbefolkningen samt indførte miljøforbedringer. Trods selskabets løfter blev denne læring dog kun anvendt i begrænset omfang i det videre forløb.

Nykredits møde med selskabet i oktober 2012 gav anledning til bekymring. Selskabet havde da valgt at lukke dele af Marlin-minen og udvide andre dele, og selskabets repræsentant, Dominique Ramirez, afviste behovet for stakeholderinddragelse. I foråret afgjorde Guatemalas myndigheder imidlertid, at Goldcorp gennem udvidelsen har gjort sig skyldig i de samme fejl, som Montana oprindeligt havde gjort. Alligevel fortsatte Goldcorp ufortrødent sine aktiviteter i minen.

Fire ud af selskabets fem miner har lignende udfordringer. Da selskabet gentager sine fejltagelser, der leder til brud på basale menneskerettigheder, og ikke lever op til sine løfter til investorerne, valgte foreningen efter råd fra sine rådgivere at ekskludere selskabet i 2015.

Foreningen har startet flere andre engagements i årets løb. Et af disse er Petrobras, der er berørt af en korruptionssag, der tilsyneladende involverer toppen af brasiliansk politik. Derudover vil 2015 blive husket særligt for Volkswagens svindel med emissionstest og oplysninger herom. Foreningens eksponering mod selskabet var yderst begrænset og blev yderligere reduceret i takt med, at skandalen blev kendt. Foreningen vil følge udviklingen tæt, bl.a. gennem direkte dialog med selskabet.

### Stemmeafgivning

Foreningen deltog i foråret 2015 i fire selskabers generalforsamlinger. I alle fire tilfælde skyldtes det foreningens dialog med selskaberne i forbindelse med selskabernes udfordringer i relation til miljøet og klimaet i særdeleshed. En gruppe af institutionelle investorer stillede forslag om analyser og strategiske overvejelser omkring fremtiden for selskabernes aktiviteter inden for olieudvinding og værdien af rettigheder til udvinding, som de allerede har. BPs og Shells bestyrelser valgte at støtte forslaget. Nykredit stemte ligesom en stribe andre institutionelle investorer for forslaget. I begge tilfælde fik forslagene opbakning fra langt over 90% af aktionærerne.

Gruppen af investorer stillede samme forslag til Exxons og Chevrons generalforsamlinger. Her valgte bestyrelserne ikke at støtte forslagene. Nykredit stemte for forslagene, som også i dette tilfælde fik pæn opbakning, men dog ikke et flertal af stemmerne. På Chevrons generalforsamling stemte Multi Manager Invest i lighed med tidligere år for et forslag om bedre håndtering af miljøøkonomiske risici med specifik henvisning til selskabets retssager med Ecuadors regering om oprydning af tidligere olieudvinding i Ecuadors jungle.

Foreningen besluttede i efteråret 2015 at udvide sin deltagelse i selskabernes generalforsamlinger betragteligt. I løbet af 2016 vil foreningen deltage i generalforsamlinger vedrørende de største positioner. Som led i dette arbejde vedtog foreningen en ny politik for stemmeafgivning, der hviler på anbefalingerne fra Komiteen for god Selskabsledelse. Foreningens rådgiver vil stå for den praktiske del af stemmeafgivningen sammen med proxy voting provider Glass-Lewis.

### Screening af statsobligationer

Foreningen screener udstedere af statsobligationer, men da udstedere er lande eller overnationale organisationer, så er metoden i sin natur anderledes. Ligesom med sanktionerede selskaber så udelukkes udstedere, der er mål for EU's finansielle sanktioner. Nykredit anerkender, at respekt for menneskerettigheder, demokrati, fokus på uddannelse, korruptionsbekæmpelse mv. kan fortælle meget om et lands udvikling.

Nykredits eksterne forvalter på udviklingslandes statsobligationer, Investec, anvender da også netop disse kriterier i vurderingen af pris og potentiale for den enkelte statsobligation. Som led i overvågningen anvender Nykredit OECD's kreditrating af lande samt opgørelser fra FN og ledende globale tænketanke som eksempelvis Freedom House og Transparency International.

I løbet af 2015 valgte foreningen at reinkludere Elfenbenskysten, da det unge demokrati har taget vigtige skridt til at udbrede de nyvundne rettigheder fra papir til virkelighed, og har taget de første vigtige skridt til forsoning med landets blodige fortid. Til gengæld har foreningen valgt at udelukke Etiopien fra sit investeringsunivers, da landet går tilbage på en række udviklingsparametre, herunder fængsling af ledende oppositionspolitikere. Derudover afholdte landet et valg, hvor den siddende politiske ledelse fik alle parlamentets pladser, og da det skete efter valghandlinger præget af vold, udløste dette protester fra flere sider. Den politiske udvikling i Egypten er fortsat under overvågning, og er indtil videre fortsat udelukket fra investeringer.

### Grøn omstilling og klimaaftalen i Paris

I december opnåede verdens lande en historisk enighed om klimaudfordringen og lancerede en plan for, hvordan verden i fællesskab kan reducere CO<sub>2</sub>-udledningen, så temperaturstigningen holdes på 2 grader og helst derunder. Aftalen betyder, at den grønne omstilling fortsætter, hvor teknologiske landvindinger bistås med strammere regulering af fossile brændstoffer og regionale CO<sub>2</sub>-kvoteordninger.

Foreningen har gennem sin investeringspolitik taget stilling til klimaudfordringen. Foreningens rådgiver er underskriver af Global Compact's principper, de FN-støttede principper for ansvarlige investeringer og Carbon Disclosure Project.

Foreningens rådgiver arbejder i det daglige med klimaudfordringen på flere planer. Nykredit er langt fremme med anvendelse af bæredygtighedsanalyser i investeringsprocessen. Disse analyser inddrager energibesparelser, klimaudfordringer og mulighederne indenfor grøn omstilling, hvor det er relevant. I nogle sektorer som eksempelvis bilindustrien inddrages flere elementer, mens det spiller knap så stor rolle i medicinalindustrien. Hvert selskab sammenlignes med sine konkurrenter. Det giver et godt billede af, hvor de enkelte selskaber står i den grønne omstilling. Denne indsigt anvender rådgiver i udvælgelsen og evalueringen af foreningens forvaltere.

Foreningens rådgiver overvåger derudover selskabernes CO<sub>2</sub>-udledning i alle foreningens afdelinger. Carbon Footprint er stadig et værktøj i udviklingsfasen, men det er noget, som foreningens rådgiver arbejder på.

Foreningen er bevidst om, at energisektoren også kan være en del af løsningen, fremfor kun en del af problemet. Nogle energiselskaber er i gang med omfattende turn-around fra fossile brændstoffer til vedvarende energi. Som tidligere nævnt deltog foreningen i flere olieselskabers generalforsamlinger, hvor foreningen sammen med andre institutionelle investorer gjorde opmærksom på behovet for at tænke den grønne omstilling ind i selskabernes langsigtede strategi. Trods behovet for omstilling vil olie og gas stadig spille en vigtig rolle i den globale økonomi i mange år fremover. Udviklingen og investeringsmulighederne inden for vedvarende energi findes positiv, men foreningen anerkender også den rolle, som fossile brændstoffer fortsat vil spille direkte og indirekte på markedet.

Set over hele paletten af investeringer, så har foreningen en relativt lav eksponering mod selskaber, hvis kerneforretning relaterer sig til olie, gas eller kul. Der foregår globalt en omstilling, der vil få stor betydning for ikke bare energisektoren, men hele økonomien. Disse betragtninger vil foreningen forholde sig aktivt til i 2016, ligesom den gjorde i 2015.

## Fund Governance

### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsforeninger mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Der er detaljerede myndighedsregler for ledelsen af foreningen. De grundlæggende rammer er 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 et investeringsforvaltningselskab, Nykredit Portefølje Administration A/S, der skal fungere som direktion og lede foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt et depotselskab, Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parters funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

Investeringsfundsbranchen (IFB), der er investeringsfondenes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefalinger til sine medlemmer om Fund Governance samt Best Practice for bestyrelser. Samtidig har NASDAQ 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 handlede selskaber.

### Generalforsamling og investorforhold

Foreningens vedtægtsmæssige bindeled til investorerne er generalforsamlingen, som hvert år holder sit ordinære møde inden udgangen af april. Indkaldelse til generalforsamling bliver udsendt i god tid og udformet på en måde, som giver investorerne mulighed for at få indblik i de spørgsmål, der er til behandling på mødet. Materialet vil desuden ligge på foreningens hjemmeside.

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne udover generalforsamlingen er foreningens hjemmeside [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk) samt publikationen "Ny-

kredit Invest', der udkommer hvert kvartal. Foreningen holder desuden investormøder flere steder i landet.

### Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af fire medlemmer, der er nærmere beskrevet i afsnittet 'Foreningens bestyrelse'.

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

- at kontrollere, at foreningens samarbejdspartnere overholder 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 overensstemmelse med vedtægter og prospekter, og løbende justere den
- at sikre, at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorernes investeringsbehov
- at sikre, at hver afdeling leverer det bedst mulige afkast givet afdelingens investeringsstil og risiko-profil.

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, der varetager opgaverne som direktion, depotselskab, investeringsrådgiver samt distributør.

Bestyrelsen er opmærksom på, at der kan være interessekonflikter mellem foreningen og de selskaber, som foreningen samarbejder med. Foreningen og Nykredit Portefølje Administration 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 vedtægter har dog sat en aldersgrænse for bestyrelsens medlemmer på 70 år.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af egne kompetencer 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 Nykredit Portefølje Administration A/S som investeringsforvaltningsselskab. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsaf lønning i investeringsforvaltningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administration A/S's bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner investeringsforvaltningsselskabet i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens prospekt.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet 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 i investeringsforvaltningsselskabet samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabets direktion.

Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet 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 [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk).

## **Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser**

Foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Investeringsrådgivning, market maker, rådgiverovervågning, SRI-rådgivning, investorrådgivning og markedsføring og distribution.

Aftaler om delegering af opgaver er indgået i overensstemmelse med reglerne i §§ 64-66 i lov om investeringsforeninger m.v.

De delegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen i investeringsforvaltningsselskabet. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de delegerede opgaver.

## **Handel med investeringsbeviser**

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

Foreningen har via investeringsforvaltningsselskabet 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 investeringsforvaltningsselskabet, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringsskik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbekyttelse og god skik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

## **Handel med underliggende værdipapirer**

Foreningen har i sin aftale med porteføljeforvalterne 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, prospekt og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med investeringsforvaltningsselskab, porteføljeforvaltere/investeringsrådgivere og depotselskab. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risiko-profil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte compliance-oversigter.

Bestyrelsen fører tilsyn med, at investeringsforvaltningsselskabet 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 investorrrettigheder. 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 porteføljeforvaltning.

### Depotselskabsaftale

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

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 10,4 mio. kr. mod 9,4 mio. kr. året før.

### Administrationsaftale

Foreningen har en administrationsaftale 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 investeringsforeninger m.v., 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. Herudover betaler foreningen et gebyr ved salg og indløsning af andele. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration 33,2 mio. kr. mod 27,8 mio. kr. året før.

### Aftaler om porteføljeforvaltning

Foreningen har en porteføljeforvaltningsaftale med BlackRock, Harding Loevner, Investec Asset Management Limited, Lazard Asset Management, MFS International (UK) Limited, Nykredit Bank (Asset Management), Pembroke Management Ltd. og Sands Capital om ydelse af investeringsrådgivning.

Aftalerne indebærer, at rådgiverne yder rådgivning om transaktioner, der anses for fordelagtige som led i porteføljestyringen. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

For rådgivningsydelsen betales et gebyr afhængigt af formuen i den enkelte afdeling. Gebyrsatserne, som varierer fra afdeling til afdeling og efter forhandling kan ændres over tid, fremgår af foreningens til enhver tid gældende prospekter.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til porteføljeforvaltere 84,5 mio. kr. mod 72,9 mio. kr. året før.

### Samarbejdsaftale

Foreningen har 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 har foreningen i 2015 betalt et markedsføringsbidrag og en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele. Disse betalinger bortfaldt primo 2016. Foreningen betaler desuden et løbende gebyr baseret på værdien af andelene i de enkelte afdelinger. Se mere om de aktuelle gebyrsatser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

Samarbejdsaftalen indeholder en beskrivelse af Nykredit Bank A/S lovgivningsmæssige forpligtelser i forbindelse med investeringsrådgivning om foreningens andele.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring 106,0 mio. kr. mod 88,3 mio. kr. året før.

### Revision

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 218 t.kr. mod 228 t.kr. året før.

I 2015 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor udover det, der vedrører den lovpligtige revision.

## Generalforsamling 2016

Foreningens generalforsamling afholdes onsdag den 20. april 2016.

### Udlodning

For 2015 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse, at udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger bliver som vist i tabellen herunder.

### Bestyrelsens forslag til udlodning for 2015

Afdeling	Udlodning*
USA	20,00 kr.
Europa	0,00 kr.
Japan	0,00 kr.
Nye obligationsmarkeder	0,00 kr.
Nye Aktiemarkeder	0,00 kr.
Globale Aktier	11,00 kr.
US Small/Mid Cap	4,50 kr.

\* Udbytte bliver udbetalt via VP Securities A/S efter generalforsamlingen.

### Forslag på generalforsamlingen

På foreningens generalforsamling vil bestyrelsen fremsætte forslag om en ændring af vedtægterne. Udover sproglige justeringer og tilretninger til ny lovgivning vil bestyrelsen foreslå indsættelse af en bestemmelse om performance fee og en omkostningsmæssig begrænsning herfor.

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar

Foreningen tager hensyn til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse, når den udvælger sine investeringer.

Foreningen har formuleret en politik for bæredygtige investeringer – også kaldet SRI (Socially Responsible Investments) – i samarbejde med Nykredit koncernen. Politikken er beskrevet i afsnittet "Bæredygtige investeringer".

Foreningen bliver administreret af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykreditkoncernen. Administrationen foregår indenfor rammerne af Nykreditkoncernens politik for samfundsmæssigt ansvar. Denne politik er beskrevet nærmere på koncernens

hjemmeside [nykredit.dk](http://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 til investorerne at bestemme.

Ultimo 2015 opfyldte foreningen politikken.

### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Aktivt ejerskab er en væsentlig del af foreningens politik for bæredygtige investeringer.

Det er bestyrelsens holdning, at foreningen skal benytte den stemmeret på en generalforsamling, som følger med ejerskab af værdipapirer, hvis det kan være med til at opfylde målet med aktivt ejerskab.

Foreningen gør brug af sin stemmeret, hvis den ud fra en konkret vurdering skønner, at en aktiv stillingtagen – evt. i samarbejde med andre investorer – vil kunne give en positiv effekt på afkastet eller bæredygtigheden i investeringen. Som udgangspunkt ønsker foreningens bestyrelse, at udøvelse af stemmeret sker over for virksomheder, der ikke lever op til foreningens bæredygtige og etiske investeringspolitik.

Foreningen vil i sin stemmeafgivelse altid støtte virksomheder, som ledes med et formål om at tjene aktionærernes og hermed foreningernes interesser.

Foreningen har i 2015 anvendt sin stemmeret på generalforsamlingen i Chevron, Exxon, BP og Shell, se afsnittet om Bæredygtige investeringer.

### 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**

Primo 2016 har aktiemarkederne været præget af megen uro med kraftige kursfald til følge. Dette har negativt påvirket afkastet i foreningens aktieafdelinger.

Der er fra balancedagen og til dato i øvrigt ikke indtrådt andre 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 Kapitalforeningen Nykredit Alpha. 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 Skatterådet.

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

Født: 1969

Indvalgt i bestyrelsen: 2005

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen HP Invest og Kapitalforeningen HP Hedge. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Investin, Kapitalforeningen EMD Invest, Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.), Kapitalforeningen Institutionel Investor, Kapitalforeningen Investin, Kapitalforeningen Investin Pro, Kapitalforeningen LB Investering, Kapitalforeningen Nykredit Alpha, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III, Kapitalforeningen Nykredit Mira III og Kapitalforeningen Pro-Target Invest.

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

Født: 1973

Indvalgt i bestyrelsen: 2013

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Kapitalforeningen Nykredit Alpha.

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

Født: 1950

Indvalgt i bestyrelsen: 2010

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Kapitalforeningen Nykredit Alpha.

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2015 afholdt 6 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2015 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 325 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 115 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 70 t.kr.

Der har i 2015 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

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af amerikanske selskaber eller handlet på et amerikansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning baseret på kvantitative strategier. Afdelingen rådgives af MFS International (UK) Limited, USA og Nykredit Bank A/S.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Daily TR USA inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 12,05%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 12,40% i samme periode. Afkastet i afdelingen blev højere end ventet af ledelsen primo året, men var en anelse lavere end benchmark i 2015. Afkastet findes acceptabelt.

Afdelingen har via to porteføljer investeret i det amerikanske aktiemarked, hvor afkastet i amerikanske dollar var beskedent, men en stigning på ca. 12% i den amerikanske dollar trak afdelingens afkast op.

Afdelingen opnåede et afkast en smule lavere end benchmarket, da afdelingen investerer i undervurderede aktier med positivt momentum. Denne type af aktier havde generelt medvind i begyndelsen af året, men haltede efter i årets sidste måneder.

Det lidt lavere afkast end benchmark skyldtes primært aktier, som afdelingen ikke havde investeret i. Nævneværdig var især internethandelsfirmaet Amazon.com, der steg 143% i 2015. Efter tidligere års faldende indtjening viste Amazon.com solid fremgang i 2015, men prisfastsættelsen af aktien var anstrengt, og afdelingen havde derfor ikke investeret i aktien.

Aktievalget inden for energi trak afkastet i positiv retning, idet beholdningen af bl.a. olieraffinerier klarede sig godt. I modsætning til de fleste andre olieselskaber nød disse godt af en lavere oliepris, der medførte lavere omkostninger og dermed indtjeningsfremgang. Kombineret med en attraktiv prisfastsættelse steg eksempelvis Valero 64% i 2015 – målt i danske kroner.

Aktievalget inden for bl.a. sundhedssektoren bidrog tilsvarende positivt i 2015. Blandt højdespringerne var Cigna og Aetna, der begge udbyder sundhedsforsikringer i USA. Aktierne steg hhv. 59% og 37%. Stigningerne skyldtes gode regnskaber og i særdeleshed en generel konsolideringsbølge i sektoren, hvor begge selskaber var direkte involveret.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv, men baseret på en kvantitativ investeringsstil. Nøgletallet Active Share udgjorde 54% ultimo 2015, hvilket indikerer en middelhøj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 1,9%.

Afdelingens nettoresultat blev på 167,8 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.495,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 150,00 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 20,00 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 2015 været 16,3% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til USA, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom konstantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

**Forventninger**

Forventningerne til 2016 er, at den amerikanske økonomi vil vise moderat vækst, og at amerikanske selskaber vil øge indtjeningen beskedent. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik, yderligere dollarkursstigninger samt udviklingen i olieprisen.

Det amerikanske aktiemarked vurderes at blive vanskeligt med store kursudsving i 2016.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil give et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

**Nøgletal**

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	12,05	28,27	21,41	7,65	1,52
Indre værdi pr. andel (i kr.)	150,00	141,52	116,52	96,77	89,89
Udlodning pr. andel (i kr.)	20,00	8,90	6,20	1,00	0,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	0,82	1,15	1,37	1,48	1,63
Sharpe ratio	0,72	0,85	0,95	-0,13	-0,29
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	167.814	295.121	199.167	70.430	-12.229
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.495.079	1.350.888	916.306	1.029.408	921.726
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.967	9.541	7.864	10.637	10.253
Omsætningshastighed	0,55	0,59	0,87	0,15	0,22
Tracking Error	1,87	2,17	2,40	2,30	4,04
Active Share	54,28	-	-	-	-

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	2	9
	Renteudgifter	-19	-31
2	Udbytter	30.927	22.940
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>30.910</b>	<b>22.918</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	152.724	287.938
	Afledte finansielle instrumenter	-	311
	Valutakonti	1.572	515
	Øvrige aktiver/passiver	-18	28
4	Handelsomkostninger	-274	-451
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>154.004</b>	<b>288.341</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>28</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>184.942</b>	<b>311.259</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>12.059</b>	<b>12.824</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>172.883</b>	<b>298.435</b>
	<b>Skat</b>	<b>5.069</b>	<b>3.314</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>167.814</b>	<b>295.121</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
7	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	199.350	84.909
	Overført til udlodning næste år	94	438
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-31.630</b>	<b>209.774</b>

**Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	9.238	9.548
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>9.238</b>	<b>9.548</b>
8	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.487.523	1.332.086
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	13.366
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.487.523</b>	<b>1.345.452</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.404	1.265
	Aktuelle skatteaktiver	20	22
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.424</b>	<b>1.287</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.498.185</b>	<b>1.356.287</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
9,10	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.495.079</b>	<b>1.350.888</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.106	5.399
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.106</b>	<b>5.399</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.498.185</b>	<b>1.356.287</b>
11	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	2	9		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>2</b>	<b>9</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	30.827	22.845		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	100	95		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>30.927</b>	<b>22.940</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	150.469	286.542		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	2.255	1.396		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>152.724</b>	<b>287.938</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-339	-562		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	65	111		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-274</b>	<b>-451</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	28	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>28</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	26	26	
Revisionshonorar til revisorer	7	2	9	
Markedsføringsomkostninger	5.915	-	5.915	
Gebyrer til depotselskab	455	-	455	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.418	-	2.418	
Fast administrationshonorar	3.135	-	3.135	
Øvrige omkostninger	78	23	101	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>12.008</b>	<b>51</b>	<b>12.059</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	3	3	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	4.452	-	4.452	
Gebyrer til depotselskab	402	-	402	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.279	-	5.279	
Fast administrationshonorar	2.605	-	2.605	
Øvrige omkostninger	52	15	67	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>12.804</b>	<b>20</b>	<b>12.824</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	30.959	22.917
Ikke refunderbare udbytteskatter	-5.069	-3.325
Kursgevinster og -tab til udlodning	180.996	75.895
Udlodningsregulering	4.179	2.172
Udlodning overført fra sidste år	438	512
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>211.503</b>	<b>98.171</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-12.059	-12.823
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>199.444</b>	<b>85.348</b>
<b>8 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Informationsteknologi	21,95	
Finans	17,08	
Sundhedspleje	15,07	
Varige forbrugsgoder	14,49	
Industri	8,76	
Konsumentvarer	8,63	
Energi	6,25	
Forsyning	3,84	
Telekommunikation	2,01	
Råvarer	1,92	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	1.350.888	916.305
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-84.909	-48.757
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	4.713	2.145
Emissioner i året	207.678	258.359
Indløsninger i året	-151.255	-72.836
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	150	551
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	199.350	84.909
Overført til udlodning næste år	94	438
Overført fra resultatopgørelsen	-31.630	209.774
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.495.079</b>	<b>1.350.888</b>
<b>10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	9.541	7.864
Emissioner i året	1.093	2.275
Indløsninger i året	-667	-598
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>9.967</b>	<b>9.541</b>
<b>11 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,08	98,81
Øvrige finansielle instrumenter	0,62	0,70
<b>I alt</b>	<b>99,70</b>	<b>99,51</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,30	0,49
<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

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af amerikanske selskaber eller handlet på et amerikansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning baseret på kvantitative strategier. Afdelingen rådgives af MFS International (UK) Limited, USA og Nykredit Bank A/S.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Daily TR USA inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 11,97%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 12,40% i samme periode. Afkastet i afdelingen blev højere end ventet af ledelsen primo året, men var en anelse lavere end benchmark i 2015. Afkastet findes acceptabelt.

Afdelingen har via to porteføljer investeret i det amerikanske aktiemarked, hvor afkastet i amerikanske dollar var beskedent, men en stigning på ca. 12% i den amerikanske dollar trak afdelingens afkast op.

Afdelingen opnåede et afkast en smule lavere end benchmarket, da afdelingen investerer i undervurderede aktier med positivt momentum. Denne type af aktier havde generelt medvind i begyndelsen af året, men haltede efter i årets sidste måneder.

Det lidt lavere afkast end benchmark skyldtes primært aktier, som afdelingen ikke havde investeret i. Nævneværdig var især internethandelsfirmaet Amazon.com, der steg 143% i 2015. Efter tidligere års faldende indtjening viste Amazon.com solid fremgang i 2015, men prisfastsættelsen af aktien var anstrengt, og afdelingen havde derfor ikke investeret i aktien.

Aktievalget inden for energi trak afkastet i positiv retning, idet beholdningen af bl.a. olieraffinaderier klarede sig godt. I modsætning til de fleste andre olieselskaber nød disse godt af en lavere oliepris, der medførte lavere omkostninger og dermed indtjeningsfremgang. Kombineret med en attraktiv prisfastsættelse steg eksempelvis Valero 64% i 2015 – målt i danske kroner.

Aktievalget inden for bl.a. sundhedssektoren bidrog tilsvarende positivt i 2015. Blandt højdespringerne var Cigna og Aetna, der begge udbyder sundhedsforsikringer i USA. Aktierne steg hhv. 59% og 37%. Stigningerne skyldtes gode regnskaber og i særdeleshed en generel konsolideringsbølge i sektoren, hvor begge selskaber var direkte involveret.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv, men baseret på en kvantitativ investeringsstil. Nøgletallet Active Share udgjorde 54% ultimo 2015, hvilket indikerer en middelhøj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 1,9%.

Afdelingens nettoresultat blev på 402,9 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 3.656,0 mio. kr. svarende til en indre værdi på 176,19 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 2015 været 16,2% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til USA, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom konstantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

**Forventninger**

Forventningerne til 2016 er, at den amerikanske økonomi vil vise moderat vækst, og at amerikanske selskaber vil øge indtjeningen beskedent. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik, yderligere dollarkursstigninger samt udviklingen i olieprisen.

Det amerikanske aktiemarked vurderes at blive vanskeligt med store kursudsving i 2016.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil give et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

**Nøgletal**

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	11,97	28,43	21,62	7,56	1,54
Indre værdi pr. andel (i kr.)	176,19	157,12	122,52	100,74	93,66
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	0,93	0,89	1,40	1,47	1,63
Sharpe ratio	0,72	0,85	0,95	-0,10	-0,26
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	402.900	767.347	574.306	181.283	23.087
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	3.656.049	3.434.462	2.506.525	2.973.702	2.399.344
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	20.750	21.826	20.459	29.518	25.617
Omsætningshastighed	0,59	0,11	0,89	0,16	0,22
Tracking Error	1,93	2,19	2,37	2,28	3,75
Active Share	54,27	-	-	-	-

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	10	18
	Renteudgifter	-38	-30
2	Udbytter	75.523	59.800
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>75.495</b>	<b>59.788</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	369.449	745.534
	Afledte finansielle instrumenter	-	1.019
	Valutakonti	2.473	771
	Øvrige aktiver/passiver	-16	87
4	Handelsomkostninger	638	-5.084
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>372.544</b>	<b>742.327</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>67</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>448.106</b>	<b>802.115</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>33.469</b>	<b>26.051</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>414.637</b>	<b>776.064</b>
	<b>Skat</b>	<b>11.737</b>	<b>8.717</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>402.900</b>	<b>767.347</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	21.940	11.818
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>21.940</b>	<b>11.818</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.637.309	3.414.500
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	14.015
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>3.637.309</b>	<b>3.428.515</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	3.438	3.248
	Aktuelle skatteaktiver	375	236
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.813</b>	<b>3.484</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.663.062</b>	<b>3.443.817</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>3.656.049</b>	<b>3.434.462</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	7.013	9.355
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>7.013</b>	<b>9.355</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>3.663.062</b>	<b>3.443.817</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	10	18		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>10</b>	<b>18</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	75.366	59.670		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	157	130		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>75.523</b>	<b>59.800</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	366.317	743.807		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	3.132	1.727		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>369.449</b>	<b>745.534</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	638	-5.620		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-	536		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>638</b>	<b>-5.084</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	67	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>67</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	67	67	
Revisionshonorar til revisorer	7	2	9	
Markedsføringsomkostninger	14.422	-	14.422	
Gebyrer til depotselskab	711	-	711	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	10.731	-	10.731	
Fast administrationshonorar	7.328	-	7.328	
Øvrige omkostninger	143	58	201	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>33.342</b>	<b>127</b>	<b>33.469</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	4	4	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	11.578	-	11.578	
Gebyrer til depotselskab	293	-	293	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.576	-	7.576	
Fast administrationshonorar	6.406	-	6.406	
Øvrige omkostninger	141	38	179	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>26.007</b>	<b>44</b>	<b>26.051</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	21,96		
Finans	17,04		
Sundhedspleje	15,08		
Varige forbrugsgoder	14,49		
Industri	8,76		
Konsumentvarer	8,64		
Energi	6,25		
Forsyning	3,85		
Telekommunikation	2,01		
Råvarer	1,92		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		3.434.462	2.506.526
Emissioner i året		73.504	277.775
Indløsninger i året		-255.470	-117.720
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		653	534
Overført fra resultatopgørelsen		402.900	767.347
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>3.656.049</b>	<b>3.434.462</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		21.826	20.459
Emissioner i året		426	2.246
Indløsninger i året		-1.502	-879
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>20.750</b>	<b>21.826</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,11	99,29
Øvrige finansielle instrumenter		0,60	0,34
<b>I alt</b>		<b>99,71</b>	<b>99,63</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,29	0,37
<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

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af europæiske selskaber eller handlet på et europæisk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for europæiske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Europe inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 11,55%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 8,46% i samme periode. Årets afkast var højere end ventet af ledelsen primo 2015 og noget bedre end benchmark. Afkastet findes tilfredsstillende.

Afkastet i afdelingen blev i 2015 påvirket af selskabsvalget indenfor den finansielle sektor, hvor positioner i Intesa Sanpaolo og KBC gav et godt afkast. Ligeledes bidrog en allokering til solide virksomheder indenfor industrisektoren til afdelingens merafkast. Af enkeltnavne kan nævnes lavprislejerselskabet Ryanair, som nød godt af stigende passagertal og den fortsatte faldende oliepris. Endvidere var en undervægt i sektorerne Forsyningsvirksomhed og Basismaterialer fordelagtig for afdelingens afkastudvikling i 2015.

Allokeringen til energisektoren trak derimod ned i afdelingens relative afkast, hvor især positionen i Royal Dutch Shell bidrog negativt. Også positioner i Rio Tinto og BHP Billiton trak ned i merafkastet. Derudover bidrog en undervægt til sektoren Stabile forbrugsgoder negativt til afdelingens relative afkast.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 72% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 2,5%.

Afdelingens nettoresultat blev på 82,8 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 955,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 100,75 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 17,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko. Da afdelingernes investeringsunivers er begrænset til Europa, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen, men en stor andel af afdelingens portefølje vil være placeret i euro. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange lande og brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2016 er, at økonomierne i Europa vil vise moderat vækst, som følge af de tiltag Den Europæiske Centralbank foretog i 2015. Rigelig likviditet, svag euro og lav oliepris forventes at styrke forbruget og selskabernes indtjening. De europæiske aktiemarkeder vurderes imidlertid at blive vanskelige i 2016. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik samt nervøsitet for en kraftig afmatning i den kinesiske økonomi.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

**Nøgletal**

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Årets afkast i procent	11,55	2,56	22,28	21,07	-10,36
Indre værdi pr. andel (i kr.)	100,75	90,17	88,06	73,90	62,41
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	2,00	1,50
Omkostningsprocent	1,53	1,56	1,55	1,63	1,78
Sharpe ratio	0,44	0,44	0,77	-0,33	-0,58
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	82.763	12.700	125.994	108.179	-64.094
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	955.054	755.322	692.090	569.951	491.774
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	9.479	8.363	7.859	7.712	7.879
Omsætningshastighed	0,99	0,23	1,02	1,07	1,44
Tracking Error	2,54	3,14	2,88	2,79	3,03
Active Share	71,52	-	-	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	325	-
	Renteudgifter	-16	-7
2	Udbytter	27.181	22.907
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>27.490</b>	<b>22.900</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	73.493	7.167
	Afledte finansielle instrumenter	-	-425
	Valutakonti	108	412
	Øvrige aktiver/passiver	58	10
4	Handelsomkostninger	-3.481	-3.787
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>70.178</b>	<b>3.377</b>
	<b>Andre indtægter</b>	<b>7</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>97.675</b>	<b>26.277</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>14.361</b>	<b>10.891</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>83.314</b>	<b>15.386</b>
	<b>Skat</b>	<b>551</b>	<b>2.686</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>82.763</b>	<b>12.700</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i> Negativ udlodning til overførsel	-	-95.207
	<b>Overført til formuen</b>	<b>82.763</b>	<b>107.907</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	6.639	10.856
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.639</b>	<b>10.856</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	34.974	24.363
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	914.134	720.011
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>949.108</b>	<b>744.374</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	678	585
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	217	-
	Aktuelle skatteaktiver	2.184	2.161
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.079</b>	<b>2.746</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>958.826</b>	<b>757.976</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>955.054</b>	<b>755.322</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.501	2.654
	Gæld vedrørende handelsafvikling	271	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.772</b>	<b>2.654</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>958.826</b>	<b>757.976</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	325	-		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>325</b>	<b>-</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	316	291		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	26.865	22.254		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	362		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>27.181</b>	<b>22.907</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	9.936	3.158		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	63.557	4.474		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	-465		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>73.493</b>	<b>7.167</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-3.717	-4.476		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	236	689		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-3.481</b>	<b>-3.787</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	20	20	
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	
Markedsføringsomkostninger	7.094	-	7.094	
Gebyrer til depotselskab	373	-	373	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.747	-	4.747	
Fast administrationshonorar	2.014	-	2.014	
Øvrige omkostninger	61	35	96	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>14.304</b>	<b>57</b>	<b>14.361</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	20	20	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	5.252	-	5.252	
Gebyrer til depotselskab	344	-	344	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.836	-	3.836	
Fast administrationshonorar	1.369	-	1.369	
Øvrige omkostninger	42	12	54	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>10.857</b>	<b>34</b>	<b>10.891</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-95.207	-161.474
Renter og udbytter	27.512	22.901
Ikke refunderbare udbytteskatter	-798	-3.176
Kursgevinster og -tab til udlodning	77.236	46.838
Udlodningsregulering	-6.459	-989
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>2.284</b>	<b>-95.900</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-14.361	-10.891
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	12.077	10.891
Udlodningsregulering af administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	-	693
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-</b>	<b>-95.207</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Finans	25,91	
Varige forbrugsgoder	15,82	
Konsumtvarer	13,02	
Sundhedspleje	10,85	
Telekommunikation	9,24	
Informationsteknologi	8,85	
Industri	6,90	
Energi	6,81	
Råvarer	2,59	
Forsyning	0,01	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	755.322	692.090
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	978	-
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-978	-
Emissioner i året	121.721	194.279
Indløsninger i året	-5.022	-144.414
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	270	667
Negativ udlodning til overførsel	-	-95.207
Overført fra resultatopgørelsen	82.763	107.907
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>955.054</b>	<b>755.322</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	8.363	7.859
Emissioner i året	1.171	2.176
Indløsninger i året	-55	-1.672
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>9.479</b>	<b>8.363</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,60	97,86
Øvrige finansielle instrumenter	0,69	1,43
<b>I alt</b>	<b>99,29</b>	<b>99,29</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,71	0,71
<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

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af europæiske selskaber eller handlet på et europæisk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af BlackRock.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for europæiske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Europe inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 11,70%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 8,46% i samme periode. Årets afkast var højere end ventet af ledelsen primo 2015 og noget bedre end benchmark. Afkastet findes tilfredsstillende.

Afkastet i afdelingen blev i 2015 påvirket af selskabsvalget indenfor den finansielle sektor, hvor positioner i Intesa Sanpaolo og KBC gav et godt afkast. Ligeledes bidrog en allokering til solide virksomheder indenfor industrisektoren til afdelingens merafkast. Af enkeltnavne kan nævnes lavprisleflyselskabet Ryanair, som nød godt af stigende passagertal og den fortsatte faldende oliepris. Endvidere var en undervægt i sektorerne Forsyningsvirksomhed og Basismaterialer fordelagtig for afdelingens afkastudvikling i 2015.

Allokeringen til energisektoren trak derimod ned i afdelingens relative afkast, hvor især positionen i Royal Dutch Shell bidrog negativt. Også positioner i Rio Tinto og BHP Billiton trak ned i merafkastet. Derudover bidrog en undervægt til sektoren Stabile forbrugsgoder negativt til afdelingens relative afkast.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 72% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 2,5%.

Afdelingens nettoresultat blev på 225,9 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 2.218,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 117,61 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 2015 været 17,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko. Da afdelingernes investeringsunivers er begrænset til Europa, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen, men en stor andel af afdelingens portefølje vil være placeret i euro. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange lande og brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2016 er, at økonomierne i Europa vil vise moderat vækst, som følge af de tiltag Den Europæiske Centralbank foretog i 2015. Rigelig likviditet, svag euro og lav oliepris forventes at styrke forbruget og selskabernes indtjening. De europæiske aktiemarkeder vurderes imidlertid at blive vanskelige i 2016. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik samt nervøsiteten for en kraftig afmatning i den kinesiske økonomi.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.



**Nøgletal**

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Årets afkast i procent	11,70	2,55	22,63	21,14	-10,13
Indre værdi pr. andel (i kr.)	117,61	105,12	102,68	83,74	69,12
Omkostningsprocent	1,51	1,58	1,53	1,58	1,77
Sharpe ratio	0,44	0,45	0,77	-0,33	-0,58
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	225.903	49.916	344.418	297.181	-145.047
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	2.218.406	1.909.388	1.530.134	1.595.467	1.267.045
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	18.862	18.135	14.902	19.053	18.330
Omsætningshastighed	1,00	0,23	1,05	1,12	1,51
Tracking Error	2,54	3,13	2,90	2,78	2,91
Active Share	71,51	-	-	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	835	7
	Renteudgifter	-58	-6
2	Udbytter	64.548	57.780
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>65.325</b>	<b>57.781</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	202.348	35.933
	Afledte finansielle instrumenter	-	-25
	Valutakonti	-175	267
	Øvrige aktiver/passiver	138	75
4	Handelsomkostninger	-7.900	-10.060
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>194.411</b>	<b>26.190</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>20</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>259.756</b>	<b>83.971</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>33.292</b>	<b>27.100</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>226.464</b>	<b>56.871</b>
	<b>Skat</b>	<b>561</b>	<b>6.955</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>225.903</b>	<b>49.916</b>

**Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.**

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	18.481	27.606
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>18.481</b>	<b>27.606</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	80.996	61.642
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.119.975	1.820.482
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.200.971</b>	<b>1.882.124</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.582	1.476
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	2.461	-
	Aktuelle skatteaktiver	5.502	5.098
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.545</b>	<b>6.574</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.228.997</b>	<b>1.916.304</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>2.218.406</b>	<b>1.909.388</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	8.004	6.916
	Gæld vedrørende handelsafvikling	2.587	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>10.591</b>	<b>6.916</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.228.997</b>	<b>1.916.304</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	2015	2014		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	835	7		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>835</b>	<b>7</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	811	757		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	63.736	56.359		
Noterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	1	-		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	664		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>64.548</b>	<b>57.780</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	24.854	6.831		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	177.494	29.957		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	-855		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>202.348</b>	<b>35.933</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-8.248	-10.861		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	348	801		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-7.900</b>	<b>-10.060</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	20	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>20</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	45	45	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	16.701	-	16.701	
Gebyrer til depotselskab	751	-	751	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	11.049	-	11.049	
Fast administrationshonorar	4.565	-	4.565	
Øvrige omkostninger	99	67	166	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>33.178</b>	<b>114</b>	<b>33.292</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	56	56
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Markedsføringsomkostninger	13.108	-	13.108
Gebyrer til depotselskab	639	-	639
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	9.662	-	9.662
Fast administrationshonorar	3.486	-	3.486
Øvrige omkostninger	104	30	134
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>27.012</b>	<b>88</b>	<b>27.100</b>
<b>7 Kapitalandele</b>		<b>%</b>	
Sektorfordeling			
Finans		25,88	
Varige forbrugsgoder		15,69	
Konsumentvarer		13,07	
Sundhedspleje		10,79	
Telekommunikation		9,29	
Informationsteknologi		8,81	
Industri		6,97	
Energi		6,89	
Råvarer		2,61	
		<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.  Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
<b>8 Medlemmernes formue</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo		1.909.388	1.530.134
Emissioner i året		138.935	348.757
Indløsninger i året		-56.253	-20.091
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		433	672
Overført fra resultatopgørelsen		225.903	49.916
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>2.218.406</b>	<b>1.909.388</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		18.135	14.903
Emissioner i året		1.178	3.425
Indløsninger i året		-451	-193
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>18.862</b>	<b>18.135</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,27	97,86
Øvrige finansielle instrumenter		0,83	1,44
<b>I alt</b>		<b>99,10</b>	<b>99,30</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,90	0,70
<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

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af japanske selskaber eller handlet på et japansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Lazard Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for japanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Japan inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 18,13%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 22,32% i samme periode. Afdelingens afkast i 2015 blev noget højere end ledelsens forventning primo året som følge af en gunstig udvikling i såvel det japanske aktiemarked som i yenkursen over danske kroner. Afkast var derimod noget lavere end benchmark, hvilket ledelsen finder ikke tilfredsstillende.

Afdelingens lavere afkast end benchmark kan tilskrives aktievalget indenfor sektoren Basismaterialer samt en kraftig undervægt indenfor sektoren Stabile forbrugsgoder. En undervægt i sundhedssektoren samt aktieudvælgelsen indenfor sektoren bidrog ligeledes negativt til afdelingens relative afkast i 2015.

Aktievalget indenfor sektorerne Varige forbrugsgoder, Finansiell virksomhed og Forsyningsvirksomhed bidrog positivt til afdelingens afkast.

På selskabsniveau havde afdelingen fordel af investeringen i Nintendo og Marui Group, hvorimod positionerne i Komatsu, Hitachi og Nippon Steel & Sumitomo Metal trak afkastet ned i 2015.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 84% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 5,3%.

Afdelingens nettoresultat blev på 35,7 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 243,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 86,86 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 21,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko, valutakursrisiko, risiko på investeringsrådgiver samt udstederspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til Japan, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den japanske centralbank ventes i 2016 at føre en lempelig pengepolitik med henblik på at svække den japanske yen. Centralbankens tiltag skønnes at styrke vækstpotentialet i økonomien og selskabernes indtjenningsgrundlag det kommende år. Usikkerhedsfaktorer for aktiemarkedet vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik samt nervøsiteten for en kraftig afmatning i den kinesiske økonomi. Aktiemarkedet vurderes imidlertid at blive vanskeligt i 2016.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

**Nøgletal**

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Årets afkast i procent	18,13	-0,06	17,53	10,65	-10,48
Indre værdi pr. andel (i kr.)	86,86	73,57	73,58	62,60	56,58
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,80	1,94	1,81	1,86	2,01
Sharpe ratio	0,26	0,28	0,46	-0,30	-0,62
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	35.665	2.482	28.752	16.517	-15.108
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	243.648	190.741	145.297	167.138	159.684
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.805	2.594	1.975	2.669	2.823
Omsætningshastighed	0,12	0,03	0,18	1,17	0,71
Tracking Error	5,33	5,10	5,09	4,53	3,96
Active Share	83,94	-	-	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	-	1
	Renteudgifter	-2	-2
2	Udbytter	5.124	3.576
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.122</b>	<b>3.575</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	35.754	2.756
	Afledte finansielle instrumenter	-3	-
	Valutakonti	-89	-61
	Øvrige aktiver/passiver	-1	2
4	Handelsomkostninger	-59	-29
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>35.602</b>	<b>2.668</b>
	<b>Andre indtægter</b>	<b>5</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>40.729</b>	<b>6.243</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>4.312</b>	<b>3.225</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>36.417</b>	<b>3.018</b>
	<b>Skat</b>	<b>752</b>	<b>536</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>35.665</b>	<b>2.482</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i> Negativ udlodning til overførsel	-75.891	-81.468
	<b>Overført til formuen</b>	<b>111.556</b>	<b>83.950</b>



## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	1.330	1.509
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.330</b>	<b>1.509</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	243.182	189.851
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>243.182</b>	<b>189.851</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	113	148
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>113</b>	<b>148</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>244.625</b>	<b>191.508</b>
	<b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>243.648</b>	<b>190.741</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	977	767
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>977</b>	<b>767</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>244.625</b>	<b>191.508</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	-	1		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-</b>	<b>1</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.124	3.576		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>5.124</b>	<b>3.576</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	35.754	2.756		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>35.754</b>	<b>2.756</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-76	-54		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	17	25		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-59</b>	<b>-29</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	5	5	
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	
Markedsføringsomkostninger	1.813	-	1.813	
Gebyrer til depotselskab	288	-	288	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.557	-	1.557	
Fast administrationshonorar	585	-	585	
Øvrige omkostninger	42	5	47	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>4.300</b>	<b>12</b>	<b>4.312</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	5	5	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	1.274	-	1.274	
Gebyrer til depotselskab	304	-	304	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.195	-	1.195	
Fast administrationshonorar	413	-	413	
Øvrige omkostninger	15	3	18	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>3.215</b>	<b>10</b>	<b>3.225</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Fremførte tab	-81.468	-64.309
Renter og udbytter	5.129	3.574
Ikke refunderbare udbytteskatter	-752	-536
Kursgevinster og -tab til udlodning	7.700	-484
Udlodningsregulering	-6.566	-20.061
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>-75.957</b>	<b>-81.816</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-4.312	-3.224
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	4.378	3.224
Udlodningsregulering af administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	-	349
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-75.891</b>	<b>-81.467</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Finans	40,11	
Industri	26,70	
Informationsteknologi	13,62	
Varige forbrugsgoder	8,58	
Råvarer	6,42	
Forsyning	2,45	
Sundhedspleje	2,12	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	190.741	145.298
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	195	-
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-195	-
Emissioner i året	17.200	42.835
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	42	126
Negativ udlodning til overførsel	-75.891	-81.468
Overført fra resultatopgørelsen	111.556	83.950
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>243.648</b>	<b>190.741</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	2.594	1.975
Emissioner i året	211	619
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>2.805</b>	<b>2.594</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,02	98,74
Øvrige finansielle instrumenter	0,54	0,78
<b>I alt</b>	<b>99,56</b>	<b>99,52</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,44	0,48
<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

Afdelingen investerer i aktier og depotbeviser (fx ADR's og GDR's) udstedt af japanske selskaber eller handlet på et japansk reguleret marked. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Lazard Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for japanske aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Japan inkl. nettoudbytte målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 18,29%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 22,32% i samme periode. Afdelingens afkast i 2015 blev noget højere end ledelsens forventning primo året som følge af en gunstig udvikling i såvel det japanske aktiemarked som i yenkursen over danske kroner. Afkastet var derimod noget lavere end benchmark, hvilket ledelsen finder ikke tilfredsstillende.

Afdelingens lavere afkast end benchmark kan tilskrives aktievalget indenfor sektoren Basismaterialer samt en kraftig undervægt indenfor sektoren Stabile forbrugsgoder. En undervægt i sundhedssektoren samt aktieudvælgelsen indenfor sektoren bidrog ligeledes negativt til afdelingens relative afkast i 2015.

Aktievalget indenfor sektorerne Varige forbrugsgoder, Finansiell virksomhed og Forsyningsvirksomhed bidrog positivt til afdelingens afkast.

På selskabsniveau havde afdelingen fordel af investeringen i Nintendo og Marui Group, hvorimod positionerne i Komatsu, Hitachi og Nippon Steel & Sumitomo Metal trak afkastet ned i 2015.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 84% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 5,3%.

Afdelingens nettoresultat blev på 94,3 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 612,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 90,06 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 2015 været 21,0% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, geografisk risiko valutakursrisiko, risiko på investeringsrådgiver samt udstederspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til Japan, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på mange selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den japanske centralbank ventes i 2016 at føre en lempelig pengepolitik med henblik på at svække den japanske yen. Centralbankens tiltag skønnes at styrke vækstpotentialet i økonomien og selskabernes indtjenningsgrundlag det kommende år. Usikkerhedsfaktorer for aktiemarkedet vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik samt nervøsiteten for en kraftig afmatning i den kinesiske økonomi. Aktiemarkedet vurderes imidlertid at blive vanskeligt i 2016.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil vise et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

**Nøgletal**

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Årets afkast i procent	18,29	-0,02	17,90	11,11	-9,67
Indre værdi pr. andel (i kr.)	90,06	76,14	76,15	64,59	58,14
Omkostningsprocent	1,77	1,84	1,74	1,81	1,91
Sharpe ratio	0,28	0,31	0,50	-0,28	-0,60
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	94.263	3.827	74.816	40.826	-29.135
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	612.670	513.039	442.871	421.485	345.620
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	6.802	6.739	5.816	6.525	5.945
Omsætningshastighed	0,12	0,15	0,17	1,15	0,70
Tracking Error	5,29	5,07	5,02	4,46	3,74
Active Share	83,94	-	-	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-2	-2
1	Udbytter	13.035	10.230
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>13.033</b>	<b>10.228</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	94.014	4.319
	Afledte finansielle instrumenter	-7	-
	Valutakonti	116	-335
	Øvrige aktiver/passiver	-2	5
3	Handelsomkostninger	-151	-202
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>93.970</b>	<b>3.787</b>
4	<b>Andre indtægter</b>	<b>23</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>107.026</b>	<b>14.015</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>10.851</b>	<b>8.653</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>96.175</b>	<b>5.362</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.912</b>	<b>1.535</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>94.263</b>	<b>3.827</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	3.513	2.195
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>3.513</b>	<b>2.195</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	611.251	512.341
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>611.251</b>	<b>512.341</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	284	400
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>284</b>	<b>400</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>615.048</b>	<b>514.936</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>612.670</b>	<b>513.039</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.378	1.897
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.378</b>	<b>1.897</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>615.048</b>	<b>514.936</b>
9	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

<b>1 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		13.035	10.230
<b>Udbytter i alt</b>		<b>13.035</b>	<b>10.230</b>
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		94.014	4.319
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>94.014</b>	<b>4.319</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		-177	-294
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		26	92
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>-151</b>	<b>-202</b>
<b>4 Andre indtægter</b>			
Gebyrindtægter ved aktieudlån		23	-
<b>I alt andre indtægter</b>		<b>23</b>	<b>-</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	12	12
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Markedsføringsomkostninger	4.628	-	4.628
Gebyrer til depotselskab	680	-	680
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.112	-	4.112
Fast administrationshonorar	1.339	-	1.339
Øvrige omkostninger	52	12	64
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>10.825</b>	<b>26</b>	<b>10.851</b>
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	14	14
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15
Markedsføringsomkostninger	3.569	-	3.569
Gebyrer til depotselskab	757	-	757
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.206	-	3.206
Fast administrationshonorar	1.049	-	1.049
Øvrige omkostninger	36	7	43
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.630</b>	<b>23</b>	<b>8.653</b>



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Finans	40,11		
Industri	26,71		
Informationsteknologi	13,58		
Varige forbrugsgoder	8,59		
Råvarer	6,43		
Forsyning	2,45		
Sundhedspleje	2,13		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden multimanagerinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		513.039	442.871
Emissioner i året		15.345	66.200
Indløsninger i året		-10.040	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		63	141
Overført fra resultatopgørelsen		94.263	3.827
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>612.670</b>	<b>513.039</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		6.739	5.816
Emissioner i året		181	923
Indløsninger i året		-118	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>6.802</b>	<b>6.739</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,00	99,14
Øvrige finansielle instrumenter		0,57	0,42
<b>I alt</b>		<b>99,57</b>	<b>99,56</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,43	0,44
<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

Afdelingen har til og med 1. halvår 2015 alene investeret i et bredt udsnit af statsobligationer udstedt i lokale emerging markets valutaer. Investeringsuniverset er nu blevet udvidet med emerging markets obligationer udstedt i vestlig valuta samt i emerging markets erhvervsobligationer. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Investec Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets obligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen var i 1. halvår 2015 JP Morgan Government Bond Index - EM Global Diversified DKK Unhedged, men blev i juli måned ændret til 50% JP Morgan Government Bond Index - Emerging Markets Global Diversified EUR + 25% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified Hedged to EUR + 25% JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified Hedged to EUR.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor middel risiko kan accepteres.

#### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på -4,52%. Afdelingens benchmark gav et afkast på -1,91% i samme periode. Afkastet i afdelingen var lavere end ventet og over 2½ procentpoint lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen i afdelingen ikke tilfredsstillende.

Udviklingen i afdelingen blev påvirket af skiftet i strategi og investeringsunivers i juli. Markedet for emerging markets obligationer i lokal valuta klarede sig bedst i 1. halvår, hvorimod emerging markets obligationer i hård valuta, som det nye investeringsområde omfatter, klarede sig bedst i 2. halvår. Trods udgifter til omlægning af porteføljen bevirkede ændringen af strategien således et mindre negativt resultat i 2015 end med en fortsættelse af den gamle strategi.

Hovedparten af afdelingens lavere afkast end benchmark opstod i 1. halvår. Dette kunne primært tilskrives afdelingens valutavalg, hvor undervægt i taiwanske dollar, singaporeanske dollar og sydafrikanske rand reducerede afdelingens relative afkast. Det relative tab blev delvist opvejet af afdelingens overvægt i den kinesiske renminbi.

På obligationssiden blev placeringen på rentekurven en negativ faktor i 1. halvår. Dette blev dog mere end opvejet af et positivt landevalg og i særdeleshed af afdelingens undervægtede eksponering overfor Tyrkiet. Afdelingens overvægt i Kina bidrog ligeledes positivt til afkastet, mens en undervægtet eksponering mod Rusland i starten af året trak det relative afkast ned.

Med den nye strategi og investeringsområde opnåede afdelingen et afkast, der var en anelse lavere end benchmark i 2. halvår. Afdelingen opnåede et merafkast ved landevalget, hvor en overvægt i sydkoreanske obligationer bidrog positivt, mens en overvægt i Sydafrika reducerede merafkastet. Valutaallokeringen bidrog ligeledes positivt med overvægt i indiske rupee og undervægt i russiske rubler.

En undervægt i ukrainske statsobligationer denomineret i hård valuta påvirkede afdelingens afkast negativt, da forhandlingerne om restrukturering endte med et bedre resultat for kreditorerne end ventet.

Mod slutningen af året var strategien i afdelingen at undervægte emerging markets valutaer, holde en neutral position i stats- og erhvervsobligationer i lokal valuta samt at overvægte obligationer i hård valuta.

Afdelingens nettoresultat blev på -24,3 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 526,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 88,25 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 10,0% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Risiciene i afdelingen er emerging markets risiko, gearingrisiko, geografisk risiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko, modpartsrisiko, operationel risiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko på investeringsrådgivning, risiko på kreditspænd/rentespænd, udstederspecifik risiko samt valutarisiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den globale økonomi forventes at udvise moderat vækst i det kommende år, hvilket vurderes at kunne understøtte økonomien i mange emerging markets lande. Konkurrenceevnen i en række emerging markets lande er endvidere blevet bedre som følge af valutakursfaldene i 2015, hvilket ventes at understøtte landenes økonomiske vækst i 2016. Udviklingen i de enkelte emerging markets lande må forventes at blive meget forskellig afhængigt af landenes råvareeksport. Usikkerhed om udviklingslandenes økonomi i 2016 kan imidlertid opstå, såfremt den økonomiske udvikling forværres i Kina, eller at råvarepriserne falder yderligere det kommende år.

På den baggrund ventes et beskedent positivt afkast i afdelingen i 2016, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes.

### Nøgletal

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	-4,52	6,82	-14,61	15,85	-1,15
Indre værdi pr. andel (i kr.)	88,25	94,05	89,79	113,21	97,72
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	1,80	1,80	8,25	0,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,41	1,49	1,40	1,34	1,68
Sharpe ratio	-0,08	0,01	-0,11	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-24.254	32.363	-71.543	79.973	-7.552
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	526.526	548.143	443.875	481.732	552.253
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.966	5.828	4.943	4.255	5.651
Omsætningshastighed	1,03	0,70	0,44	0,62	0,68

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	39.604	42.949
	Renteudgifter	-184	-72
	Udbytter	83	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>39.503</b>	<b>42.877</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-45.103	4.685
	Kapitalandele	1.534	2.129
	Bankloans	-18	18
	Afledte finansielle instrumenter	-4.028	-10.078
	Valutakonti	-7.397	1.924
	Øvrige aktiver/passiver	11	-16
3	Handelsomkostninger	-332	-195
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-55.333</b>	<b>-1.533</b>
4	<b>Andre indtægter</b>	<b>19</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-15.811</b>	<b>41.344</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>7.833</b>	<b>7.315</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-23.644</b>	<b>34.029</b>
	<b>Skat</b>	<b>610</b>	<b>1.666</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-24.254</b>	<b>32.363</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	-	10.491
	Overført til udlodning næste år	-	372
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-24.254</b>	<b>21.500</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	25.657	18.686
	Indestående i andre pengeinstitutter	-	18
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>25.657</b>	<b>18.704</b>
7	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	459.674	435.131
	Unoterede udenlandske obligationer	32.742	76.473
	<b>I alt obligationer</b>	<b>492.416</b>	<b>511.604</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	12.299
	Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	414
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>-</b>	<b>12.713</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	6	-
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	8.844	9.035
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>8.850</b>	<b>9.035</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	8.778	8.417
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.430	3.309
	Aktuelle skatteaktiver	71	-
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>10.279</b>	<b>11.726</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>537.202</b>	<b>563.782</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>526.526</b>	<b>548.143</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	1.197	449
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	6.942	10.150
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>8.139</b>	<b>10.599</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.470	1.918
	Gæld vedrørende handelsafvikling	11	2.897
	Aktuelle skatteforpligtelser	56	174
	Skyldige renter	-	51
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.537</b>	<b>5.040</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>537.202</b>	<b>563.782</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	260	64		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	36.687	40.128		
Unoterede udenlandske obligationer	2.538	2.743		
Noterede afledte finansielle instrumenter	65	-		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	54	14		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>39.604</b>	<b>42.949</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-42.463	-304		
Unoterede udenlandske obligationer	-2.640	4.989		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-45.103</b>	<b>4.685</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-337	-242		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	5	47		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-332</b>	<b>-195</b>		
<b>4 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved værdipapirudlån	19	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>19</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11	
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20	
Markedsføringsomkostninger	3.618	-	3.618	
Gebyrer til depotselskab	936	-	936	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.539	-	2.539	
Fast administrationshonorar	586	-	586	
Øvrige omkostninger	98	25	123	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>7.795</b>	<b>38</b>	<b>7.833</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	15	15	
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20	
Markedsføringsomkostninger	3.226	-	3.226	
Gebyrer til depotselskab	978	-	978	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.353	-	2.353	
Fast administrationshonorar	658	-	658	
Øvrige omkostninger	47	18	65	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>7.280</b>	<b>35</b>	<b>7.315</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	39.591	42.945
Ikke refunderbare udbytteskatter	-718	-1.573
Kursgevinster og -tab til udlodning	-32.714	-24.100
Udlodningsregulering	483	498
Udlodning overført fra sidste år	372	409
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>7.014</b>	<b>18.179</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-7.833	-7.316
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	819	-
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-</b>	<b>10.863</b>
<b>7 Obligationer</b>	<b>%</b>	
Regionsfordeling		
Sydamerika	37,59	
Europa	29,70	
Asien	16,76	
Øvrige	10,20	
Afrika	5,37	
Nordamerika	0,38	
	<b>100,00</b>	
<p>Obligationernes fordeling findes i Ledelsesberetningens afsnit "Risikoforhold i foreningens afdelinger".            Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.</p>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	548.143	443.875
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-10.491	-8.898
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	746	394
Emissioner i året	59.464	114.645
Indløsninger i året	-47.191	-34.561
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	109	325
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	-	10.491
Overført til udlodning næste år	-	372
Overført fra resultatopgørelsen	-24.254	21.500
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>526.526</b>	<b>548.143</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	5.828	4.943
Emissioner i året	607	1.260
Indløsninger i året	-469	-375
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>5.966</b>	<b>5.828</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	84,12	77,30
Øvrige finansielle instrumenter	13,54	19,81
<b>I alt</b>	<b>97,66</b>	<b>97,11</b>
Andre aktiver/Anden gæld	2,34	2,89
<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

Afdelingen har til og med 1. halvår 2015 alene investeret i et bredt udsnit af statsobligationer udstedt i lokale emerging markets valutaer. Investeringsuniverset er nu blevet udvidet med emerging markets obligationer udstedt i vestlig valuta samt i emerging markets erhvervsobligationer. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Investec Asset Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets obligationer målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen var i 1. halvår 2015 JP Morgan Government Bond Index - EM Global Diversified DKK Unhedged, men blev i juli måned ændret til 50% JP Morgan Government Bond Index - Emerging Markets Global Diversified EUR + 25% JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified Hedged to EUR + 25% JP Morgan Corporate Emerging Markets Bond Index Broad Diversified Hedged to EUR.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor middel risiko kan accepteres.

#### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på -4,66%. Afdelingens benchmark gav et afkast på -1,91% i samme periode. Afkastet i afdelingen var lavere end ventet og over 2½ procentpoint lavere end benchmark, hvorfor ledelsen finder afkastudviklingen i afdelingen ikke tilfredsstillende.

Udviklingen i afdelingen blev påvirket af skiftet i strategi og investeringsunivers i juli. Markedet for emerging markets obligationer i lokal valuta klarede sig bedst i 1. halvår, hvorimod emerging markets obligationer i hård valuta, som det nye investeringsområde omfatter, klarede sig bedst i 2. halvår. Trods udgifter til omlægning af porteføljen bevirkede ændringen af strategien således et mindre negativt resultat i 2015 end med en fortsættelse af den gamle strategi.

Hovedparten af afdelingens lavere afkast end benchmark opstod i 1. halvår. Dette kunne primært tilskrives afdelingens valutavalg, hvor undervægt i taiwan-

ske dollar, singaporeanske dollar og sydafrikanske rand reducerede afdelingens relative afkast. Det relative tab blev delvist opvejet af afdelingens overvægt i den kinesiske renminbi.

På obligationssiden blev placeringen på rentekurven en negativ faktor i 1. halvår. Dette blev dog mere end opvejet af et positivt landevalg og i særdeleshed af afdelingens undervægtede eksponering overfor Tyrkiet. Afdelingens overvægt i Kina bidrog ligeledes positivt til afkastet, mens en undervægtet eksponering mod Rusland i starten af året trak det relative afkast ned.

Med den nye strategi og investeringsområde opnåede afdelingen et afkast, der var en anelse lavere end benchmark i 2. halvår. Afdelingen opnåede et merafkast ved landevalget, hvor en overvægt i sydkoreanske obligationer bidrog positivt, mens en overvægt i Sydafrika reducerede merafkastet. Valutaallokeringen bidrog ligeledes positivt med overvægt i indiske rupee og undervægt i russiske rubler.

En undervægt i ukrainske statsobligationer denomineret i hård valuta påvirkede afdelingens afkast negativt, da forhandlingerne om restrukturering endte med et bedre resultat for kreditorerne end ventet.

Mod slutningen af året var strategien i afdelingen at undervægte emerging markets valutaer, holde en neutral position i stats- og erhvervsobligationer i lokal valuta samt at overvægte obligationer i hård valuta.

Afdelingens nettoresultat blev på -47,4 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.028,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 98,80 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 2015 været 10,0% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Risiciene i afdelingen er emerging markets risiko, gearingsrisiko, geografisk risiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko, modpartsrisiko, operationel risiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko på investeringsrådgivning, risiko på kreditspænd/rentespænd, udsteder-specifik risiko samt valutarisiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".



### Forventninger

Den globale økonomi forventes at udvise moderat vækst i det kommende år, hvilket vurderes at kunne understøtte økonomien i mange emerging markets lande. Konkurrenceevnen i en række emerging markets lande er endvidere blevet bedre som følge af valutakursfaldene i 2015, hvilket ventes at understøtte landenes økonomiske vækst i 2016. Udviklingen i de enkelte emerging markets lande må forventes at blive meget forskellig afhængigt af landenes råvareeksport. Usikkerhed om udviklingslandenes økonomi i 2016 kan imidlertid opstå, såfremt den økonomiske udvikling forværres i Kina, eller at råvarepriserne falder yderligere det kommende år.

På den baggrund ventes et beskedent positivt afkast i afdelingen i 2016, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes.

### Nøgletal

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	-4,66	7,05	-14,66	15,29	-1,36
Indre værdi pr. andel (i kr.)	98,80	103,62	96,80	113,43	98,39
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,38	1,44	1,33	1,33	1,69
Sharpe ratio	-0,09	-0,01	-0,14	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-47.420	80.629	-199.333	177.311	-6.497
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.028.301	1.304.211	1.131.475	1.322.970	1.152.037
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	10.408	12.586	11.688	11.663	11.709
Omsætningshastighed	1,12	0,75	0,53	0,66	0,58

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	85.553	138.380
	Renteudgifter	-149	-399
	Udbytter	199	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>85.603</b>	<b>137.981</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-87.478	10.161
	Kapitalandele	3.832	5.443
	Afledte finansielle instrumenter	-13.692	-54.523
	Valutakonti	-17.176	7.063
	Øvrige aktiver/passiver	39	-48
3	Handelsomkostninger	-333	-283
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-114.808</b>	<b>-32.187</b>
4	<b>Andre indtægter</b>	<b>34</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-29.171</b>	<b>105.794</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>16.797</b>	<b>17.793</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-45.968</b>	<b>88.001</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.452</b>	<b>7.372</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-47.420</b>	<b>80.629</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	67.387	25.478
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>67.387</b>	<b>25.478</b>
6	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	886.546	1.036.399
	Unoterede udenlandske obligationer	62.182	198.828
	<b>I alt obligationer</b>	<b>948.728</b>	<b>1.235.227</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	32.387
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>-</b>	<b>32.387</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	38	20
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	18.039	22.229
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>18.077</b>	<b>22.249</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	16.847	20.343
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	11.181
	Aktuelle skatteaktiver	281	-
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>17.128</b>	<b>31.524</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.051.320</b>	<b>1.346.865</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.028.301</b>	<b>1.304.211</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	1.749	1.073
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	16.092	27.309
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>17.841</b>	<b>28.382</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	4.376	4.477
	Lån	179	-
	Gæld vedrørende handelsafvikling	34	9.113
	Aktuelle skatteforpligtelser	113	339
	Skyldige renter	476	343
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.178</b>	<b>14.272</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.051.320</b>	<b>1.346.865</b>
9	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	295	162		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	79.284	130.979		
Unoterede udenlandske obligationer	6.088	7.232		
Noterede afledte finansielle instrumenter	-450	-		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	336	7		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>85.553</b>	<b>138.380</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-82.421	-2.543		
Unoterede udenlandske obligationer	-5.057	12.704		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-87.478</b>	<b>10.161</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-360	-300		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	27	17		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-333</b>	<b>-283</b>		
<b>4 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved værdipapirudlån	34	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>34</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	21	21	
Revisionshonorar til revisorer	18	3	21	
Markedsføringsomkostninger	7.844	-	7.844	
Gebyrer til depotselskab	1.869	-	1.869	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.544	-	5.544	
Fast administrationshonorar	1.344	-	1.344	
Øvrige omkostninger	118	36	154	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>16.737</b>	<b>60</b>	<b>16.797</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	35	35	
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20	
Markedsføringsomkostninger	8.137	-	8.137	
Gebyrer til depotselskab	1.989	-	1.989	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	6.414	-	6.414	
Fast administrationshonorar	1.090	-	1.090	
Øvrige omkostninger	79	29	108	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>17.727</b>	<b>66</b>	<b>17.793</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Obligationer</b>	<b>%</b>		
Regionsfordeling			
Sydamerika	36,97		
Europa	28,34		
Asien	15,90		
Øvrige	11,96		
Afrika	6,49		
Nordamerika	0,34		
	<b>100,00</b>		
<p>Obligationernes fordeling findes i Ledelsesberetningens afsnit "Risikoforhold i foreningens afdelinger".            Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.</p>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		1.304.211	1.131.475
Emissioner i året		121.110	96.786
Indløsninger i året		-350.835	-5.020
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.235	341
Overført fra resultatopgørelsen		-47.420	80.629
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.028.301</b>	<b>1.304.211</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		12.586	11.689
Emissioner i året		1.115	948
Indløsninger i året		-3.293	-51
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>10.408</b>	<b>12.586</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		82,68	76,99
Øvrige finansielle instrumenter		15,24	19,71
<b>I alt</b>		<b>97,92</b>	<b>96,70</b>
Andre aktiver/Anden gæld		2,08	3,30
<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

Afdelingen investerer i emerging markets aktier. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Sands Capital Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Emerging Markets Free Index inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

#### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 1,01%. Afdelingens benchmark gav et afkast på -5,02% i samme periode. Afkastet blev lavere end forventet af ledelsen primo året, men noget højere end afdelingens benchmark i 2015. Afkastet findes tilfredsstillende markedet taget i betragtning.

Aktiemarkederne i udviklingslandene har igennem 2015 været udfordret af lavere økonomisk vækst i Kina, et markant prisfald i råvarer, en styrket amerikansk dollar samt en forventning gennem året om en forhøjelse af styringsrenten i USA, som blev gennemført i december måned. Aktiemarkederne og emerging markets valutaerne udviklede sig derfor negativt i 2. halvår af 2015.

Afdelingen kom bedre ud af året end markedet generelt som følge af aktievalget med positioner i Ounar, LG Household & Health Care, Lorgan Precision og Lupin.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 90% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 6,7%.

Afdelingens nettoresultat blev på -0,8 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 464,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 105,34 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

#### 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 2015 været 17,0% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, emerging markets risiko, geografisk risiko, likviditetsrisiko, operationelle risici, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Den forventede moderate fremgang i den globale økonomi det kommende år skønnes sammen med de lave emerging markets valutaer at understøtte selskaberne i udviklingslandene i 2016. Bekymringerne for Kinas opbremsning og den fortsatte stærke USD er temaer, som kan sætte spørgsmålstegn ved en vending i emerging markets økonomierne, ligesom yderligere prisfald på råolie og andre råstoffer kan være en risikofaktor for aktiekursudviklingen i 2016.

Markedet har i de foregående år givet lavere afkast end markeder i de udviklede lande, så attraktivt værdiansatte aktier og markeder findes i udviklingslandene. Markedsnervøsiteten kan imidlertid gøre det vanskeligt at udnytte i 2016.

På den baggrund ventes et beskedent afkast i afdelingen i 2016, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes, og negativt afkast for året kan ikke udelukkes.

<b>Nøgletal</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Årets afkast i procent	1,01	5,71	-5,86	13,01	-7,27
Indre værdi pr. andel (i kr.)	105,34	104,29	98,66	104,79	92,73
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	2,02	1,82	1,83	1,88	1,20
Sharpe ratio	0,03	0,03	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-837	18.961	-21.051	26.819	-18.315
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	464.123	383.499	549.845	249.668	203.039
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.406	3.677	5.573	2.383	2.189
Omsætningshastighed	0,27	0,74	0,09	0,10	-
Tracking Error	6,74	3,64	-	-	-
Active Share	89,53	-	-	-	-

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	42	25
	Renteudgifter	-33	-100
2	Udbytter	4.860	10.828
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>4.869</b>	<b>10.753</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	5.038	18.583
	Afledte finansielle instrumenter	253	54
	Valutakonti	-615	559
	Øvrige aktiver/passiver	-20	2
4	Handelsomkostninger	-823	-1.136
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>3.833</b>	<b>18.062</b>
	<b>Andre indtægter</b>	<b>2</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>8.704</b>	<b>28.815</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>9.181</b>	<b>8.702</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-477</b>	<b>20.113</b>
	<b>Skat</b>	<b>360</b>	<b>1.152</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-837</b>	<b>18.961</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Overført til udlodning næste år	253	-
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-1.090</b>	<b>18.961</b>



## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	23.035	30.295
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>23.035</b>	<b>30.295</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	431.649	355.010
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>431.649</b>	<b>355.010</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	13.622	-
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>13.622</b>	<b>-</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	83	165
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	8
	Aktuelle skatteaktiver	26	1
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>109</b>	<b>174</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>468.415</b>	<b>385.479</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>464.123</b>	<b>383.499</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	-	5
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-</b>	<b>5</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	4.292	1.967
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	8
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.292</b>	<b>1.975</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>468.415</b>	<b>385.479</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	42	25		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>42</b>	<b>25</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.860	10.669		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	159		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>4.860</b>	<b>10.828</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.038	21.618		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	-2.936		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	-99		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>5.038</b>	<b>18.583</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-1.068	-1.564		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	245	428		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-823</b>	<b>-1.136</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	9	9	
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	
Markedsføringsomkostninger	3.433	-	3.433	
Gebyrer til depotselskab	533	-	533	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.041	-	4.041	
Fast administrationshonorar	1.018	-	1.018	
Øvrige omkostninger	117	13	130	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>9.157</b>	<b>24</b>	<b>9.181</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	9	9	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	3.564	-	3.564	
Gebyrer til depotselskab	517	-	517	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.453	-	3.453	
Fast administrationshonorar	1.058	-	1.058	
Øvrige omkostninger	71	14	85	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.677</b>	<b>25</b>	<b>8.702</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	4.905	10.751
Ikke refunderbare udbytteskatter	-385	-1.150
Kursgevinster og -tab til udlodning	4.860	-3.014
Udlodningsregulering	54	-292
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>9.434</b>	<b>6.295</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-9.181	-8.701
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	-	2.406
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>253</b>	<b>-</b>
<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Regionsfordeling		
Asien	48,31	
Sydamerika	27,52	
Afrika	7,42	
Øvrige	6,97	
Europa	6,97	
Nordamerika	2,81	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.                      Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	383.499	549.846
Emissioner i året	81.380	41.027
Indløsninger i året	-	-226.863
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	81	528
Overført til udlodning næste år	253	-
Overført fra resultatopgørelsen	-1.090	18.961
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>464.123</b>	<b>383.499</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	3.677	5.573
Emissioner i året	729	408
Indløsninger i året	-	-2.304
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>4.406</b>	<b>3.677</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,20	91,63
Øvrige finansielle instrumenter	4,87	7,82
<b>I alt</b>	<b>99,07</b>	<b>99,45</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,93	0,55
<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

Afdelingen investerer i emerging markets aktier. Investeringsstilen er aktiv forvaltning, og afdelingen rådgives af Sands Capital Management.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for emerging markets aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI Emerging Markets Free Index inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

#### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 0,96%. Afdelingens benchmark gav et afkast på -5,02% i samme periode. Afkastet blev lavere end forventet af ledelsen primo året, men noget højere end afdelingens benchmark i 2015. Afkastet findes tilfredsstillende markedet taget i betragtning.

Aktiemarkederne i udviklingslandene har igennem 2015 været udfordret af lavere økonomisk vækst i Kina, et markant prisfald i råvarer, en styrket amerikansk dollar samt en forventning gennem året om en forhøjelse af styringsrenten i USA, som blev gennemført i december måned. Aktiemarkederne og emerging markets valutaerne udviklede sig derfor negativt i 2. halvår af 2015.

Afdelingen kom bedre ud af året end markedet generelt som følge af aktievalget med positioner i Ouniar, LG Household & Health Care, Largan Precision og Lupin.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 90% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 6,7%.

Ultimo halvåret var afdelingen overvægtet i sektorerne Varige forbrugsgoder, Stabile forbrugsgoder, Sundhedspleje og IT, mens afdelingen var undervægtet i sektorerne Energi, Telekommunikation, Materialer og Forsyningsvirksomhed.

Afdelingens nettoresultat blev på 5,2 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.154,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 105,34 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 2015 været 17,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko, emerging markets risiko, geografisk risiko, likviditetsrisiko, operationelle risici, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Den forventede moderate fremgang i den globale økonomi det kommende år skønnes sammen med de lave emerging markets valutaer at understøtte selskaberne i udviklingslandene i 2016. Bekymringerne for Kinas opbremsning og den fortsatte stærke USD er temaer, som kan sætte spørgsmålstegn ved en vending i emerging markets økonomierne, ligesom yderligere prisfald på råolie og andre råstoffer kan være en risikofaktor for aktiekursudviklingen i 2016.

Markedet har i de foregående år givet lavere afkast end markeder i de udviklede lande, så attraktivt værdiansatte aktier og markeder findes i udviklingslandene. Markedsnervøsiteten kan imidlertid gøre det vanskeligt at udnytte i 2016.

På den baggrund ventes et beskedent afkast i afdelingen i 2016, men fortsat uro i kursudviklingen må forventes, og negativt afkast for året kan ikke udelukkes.

<b>Nøgletal</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
Årets afkast i procent	0,96	5,77	-5,74	11,75	-6,36
Indre værdi pr. andel (i kr.)	105,34	104,33	98,64	104,65	93,64
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	2,01	1,76	1,73	1,90	1,16
Sharpe ratio	0,03	0,03	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	5.164	42.364	-79.326	65.338	-26.900
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.154.407	1.020.887	1.365.034	1.134.610	392.482
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	10.959	9.786	13.838	10.842	4.192
Omsætningshastighed	0,25	0,88	0,10	0,04	-
Tracking Error	6,72	3,82	-	-	-
Active Share	89,52	-	-	-	-

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

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	26	72
	Renteudgifter	-277	-28
2	Udbytter	12.207	24.702
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>11.956</b>	<b>24.746</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	19.401	39.099
	Afledte finansielle instrumenter	396	2.335
	Valutakonti	-951	976
	Øvrige aktiver/passiver	-47	4
4	Handelsomkostninger	-1.623	-3.098
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>17.176</b>	<b>39.316</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>21</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>29.153</b>	<b>64.062</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>23.006</b>	<b>19.029</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>6.147</b>	<b>45.033</b>
	<b>Skat</b>	<b>983</b>	<b>2.669</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.164</b>	<b>42.364</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	55.359	70.671
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>55.359</b>	<b>70.671</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.075.192	953.538
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.075.192</b>	<b>953.538</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Noterede afledte finansielle instrumenter	34.019	-
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>34.019</b>	<b>-</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	204	368
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	16
	Aktuelle skatteaktiver	64	29
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>268</b>	<b>413</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.164.838</b>	<b>1.024.622</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.154.407</b>	<b>1.020.887</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	-	10
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-</b>	<b>10</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	10.431	3.709
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	16
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>10.431</b>	<b>3.725</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.164.838</b>	<b>1.024.622</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	26	72		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>26</b>	<b>72</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	12.207	24.338		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	364		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>12.207</b>	<b>24.702</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.401	45.788		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	-6.436		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	-253		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>19.401</b>	<b>39.099</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-1.971	-3.953		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	348	855		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-1.623</b>	<b>-3.098</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	21	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>21</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	23	23	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	8.592	-	8.592	
Gebyrer til depotselskab	1.332	-	1.332	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	10.521	-	10.521	
Fast administrationshonorar	2.396	-	2.396	
Øvrige omkostninger	104	22	126	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>22.959</b>	<b>47</b>	<b>23.006</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	19	19	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	8.067	-	8.067	
Gebyrer til depotselskab	1.065	-	1.065	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.441	-	7.441	
Fast administrationshonorar	2.275	-	2.275	
Øvrige omkostninger	121	26	147	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>18.982</b>	<b>47</b>	<b>19.029</b>	



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>
Regionsfordeling	
Asien	48,39
Sydamerika	27,51
Afrika	7,46
Europa	7,01
Øvrige	6,84
Nordamerika	2,79
	<b>100,00</b>

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden [multimanagerinvest.dk](http://multimanagerinvest.dk).  
Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	1.020.887	1.365.034
Emissioner i året	128.190	70.341
Indløsninger i året	-	-457.871
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	166	1.019
Overført fra resultatopgørelsen	5.164	42.364
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.154.407</b>	<b>1.020.887</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	9.786	13.839
Emissioner i året	1.173	694
Indløsninger i året	-	-4.747
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>10.959</b>	<b>9.786</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,38	92,73
Øvrige finansielle instrumenter	4,71	6,87
<b>I alt</b>	<b>99,09</b>	<b>99,60</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,91	0,40
<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

Afdelingen investerer globalt i aktier. Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af amerikanske Harding Loevner LP.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i det globale aktiemarked målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI All Country World Daily TR inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 12,45%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 9,00% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året som følge af valutakurstigninger og den positive udvikling på de europæiske og japanske aktiemarkeder. Afdelingens afkast var endvidere noget højere end benchmark i 2015, hvilket ledelsen finder tilfredsstillende.

Afdelingen har gennem 2015 været undervægtet i emerging markets og i sektorerne Energi og Metal- & Mineindustri. Disse undervægte bidrog positivt til afdelingens merafkast i forhold til benchmark i 2015.

Afdelingens relative afkast i forhold til benchmark blev i 2015 styrket af et godt aktievalg indenfor hver region med undtagelse af emerging markets. Især amerikanske forbrugsrelaterede selskaber som Amazon, Nike og Alphabet (Google) bidrog positivt til afdelingens afkast.

Aktievalget i sektorerne Varige forbrugsgoder, Industri og Informationsteknologi bidrog ligeledes positivt til afdelingens afkast i 2015.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 89% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 2,9%.

Afdelingens nettoresultat blev på 92,3 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 796,0 mio. kr. svarende til en indre værdi på 147,72 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 11,00 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 2015 været 15,1% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko, modelrisiko samt udstederspecifik risiko. Udover spredning på mange markeder søges markedsrisikoen ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Valutakursrisiko søges alene begrænset i afdelingen med spredning på mange markeder. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på mange lande og brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i det kommende år, trukket af den amerikanske og den europæiske økonomi. Den globale indtjeningsvækst ventes at blive moderat, idet indtjeningsvæksten i amerikanske selskaber hæmmes af dollarens styrke. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik, nervøsiteten for den økonomiske udvikling i Kina samt udviklingen i olieprisen.

Afdelingens afkast skønnes at blive beskedent i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af megen usikkerhed, og store kursudsving i afdelingens andele må derfor forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for året kan ikke udelukkes.

## Nøgletal

	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	12,45	18,83	14,35	0,63
Indre værdi pr. andel (i kr.)	147,72	136,74	115,08	100,63
Udlodning pr. andel (i kr.)	11,00	6,30	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,64	1,72	1,65	0,33
Sharpe ratio	0,97	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	92.287	98.551	49.668	1.797
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	796.005	714.103	434.543	300.274
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	5.388	5.222	3.776	2.984
Omsætningshastighed	0,27	0,22	0,11	0,63
Tracking Error	2,88	-	-	-
Active Share	89,31	-	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	9	-
	Renteudgifter	-124	-61
2	Udbytter	11.245	7.157
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>11.130</b>	<b>7.096</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	95.775	101.475
	Afledte finansielle instrumenter	384	-2
	Valutakonti	-677	-100
	Øvrige aktiver/passiver	15	18
4	Handelsomkostninger	-362	-167
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>95.135</b>	<b>101.224</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>25</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>106.290</b>	<b>108.320</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>12.976</b>	<b>8.854</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>93.314</b>	<b>99.466</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.027</b>	<b>915</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>92.287</b>	<b>98.551</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
7	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	59.277	32.900
	Overført til udlodning næste år	31	390
	<b>Overført til formuen</b>	<b>32.979</b>	<b>65.261</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	17.325	27.276
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>17.325</b>	<b>27.276</b>
8	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	762.749	657.302
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	18.041	32.069
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>780.790</b>	<b>689.371</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	249	139
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	584
	Aktuelle skatteaktiver	684	251
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>933</b>	<b>974</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>799.048</b>	<b>717.621</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
9,10	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>796.005</b>	<b>714.103</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.043	2.352
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	1.166
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.043</b>	<b>3.518</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>799.048</b>	<b>717.621</b>
11	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	9	-		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>9</b>	<b>-</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	10.457	6.656		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	788	501		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>11.245</b>	<b>7.157</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	97.451	96.947		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-1.676	4.528		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>95.775</b>	<b>101.475</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-523	-305		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	161	138		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-362</b>	<b>-167</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	25	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>25</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	16	16	
Revisionshonorar til revisorer	15	2	17	
Markedsføringsomkostninger	5.946	-	5.946	
Gebyrer til depotselskab	510	-	510	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.713	-	4.713	
Fast administrationshonorar	1.687	-	1.687	
Øvrige omkostninger	57	30	87	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>12.928</b>	<b>48</b>	<b>12.976</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	19	19	
Revisionshonorar til revisorer	14	5	19	
Markedsføringsomkostninger	3.979	-	3.979	
Gebyrer til depotselskab	349	-	349	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.266	-	3.266	
Fast administrationshonorar	1.170	-	1.170	
Øvrige omkostninger	45	7	52	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>8.823</b>	<b>31</b>	<b>8.854</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	11.278	7.096
Ikke refunderbare udbytteskatter	-1.438	-1.090
Kursgevinster og -tab til udlodning	61.308	29.939
Udlodningsregulering	746	6.197
Udlodning overført fra sidste år	390	-
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>72.284</b>	<b>42.142</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-12.976	-8.853
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>59.308</b>	<b>33.289</b>
<b>8 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Informationsteknologi	24,83	
Sundhedspleje	18,32	
Finans	16,50	
Varige forbrugsgoder	13,10	
Industri	11,83	
Energi	6,07	
Konsumentvarer	4,98	
Råvarer	2,91	
Telekommunikation	1,46	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.                      Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	714.103	434.542
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-32.900	-
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	1.913	-
Emissioner i året	105.521	180.543
Indløsninger i året	-85.006	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	87	467
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	59.277	32.900
Overført til udlodning næste år	31	390
Overført fra resultatopgørelsen	32.979	65.261
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>796.005</b>	<b>714.103</b>
<b>10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	5.222	3.776
Emissioner i året	623	1.446
Indløsninger i året	-457	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>5.388</b>	<b>5.222</b>
<b>11 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,09	91,15
Øvrige finansielle instrumenter	4,41	8,23
<b>I alt</b>	<b>99,50</b>	<b>99,38</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,50	0,62
<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

Afdelingen investerer globalt i aktier. Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af amerikanske Harding Loevner LP.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i det globale aktiemarked målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er MSCI All Country World Daily TR inkl. nettoudbytter målt i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 12,51%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 9,00% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året som følge af valutakurstigninger og den positive udvikling på de europæiske og japanske aktiemarkeder. Afdelingens afkast var endvidere noget højere end benchmark i 2015, hvilket ledelsen finder tilfredsstillende.

Afdelingen har gennem 2015 været undervægtet i emerging markets og i sektorerne Energi og Metal- & Mineindustri. Disse undervægte bidrog positivt til afdelingens merafkast i forhold til benchmark i 2015.

Afdelingens relative afkast i forhold til benchmark blev i 2015 styrket af et godt aktievalg indenfor hver region med undtagelse af emerging markets. Især amerikanske forbrugsrelaterede selskaber som Amazon, Nike og Alphabet (Google) bidrog positivt til afdelingens afkast.

Aktievalget i sektorerne Varige forbrugsgoder, Industri og Informationsteknologi bidrog ligeledes positivt til afdelingens afkast i 2015.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 89% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Tracking Error har de sidste 3 år udgjort 2,9%.

Afdelingens nettoresultat blev på 210,4 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.870,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 154,43 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 2015 været 15,2% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko, modelrisiko samt udstederspecifik risiko. Udover spredning på mange markeder søges markedsrisikoen ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til af-dækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Valutakursrisiko søges alene begrænset i afdelingen med spredning på mange markeder. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på mange lande og brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i det kommende år, trukket af den amerikanske og den europæiske økonomi. Den globale indtjeningsvækst ventes at blive moderat, idet indtjeningsvæksten i amerikanske selskaber hæmmes af dollarens styrke. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik, nervøsitet for den økonomiske udvikling i Kina samt udviklingen i olieprisen.

Afdelingens afkast skønnes at blive beskedent i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af megen usikkerhed, og store kursudsving i afdelingens andele må derfor forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for året kan ikke udelukkes.



## Nøgletal

	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	12,51	19,07	14,38	0,79
Indre værdi pr. andel (i kr.)	154,43	137,26	115,28	100,79
Omkostningsprocent	1,62	1,66	1,64	0,26
Sharpe ratio	0,98	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	210.424	265.209	148.690	6.017
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.870.363	1.653.095	1.240.066	959.199
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	12.111	12.044	10.757	9.517
Omsætningshastighed	0,30	0,22	0,10	0,91
Tracking Error	2,86	-	-	-
Active Share	89,31	-	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteindtægter	24	-1
	Renteudgifter	-272	-173
1	Udbytter	26.041	20.420
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>25.793</b>	<b>20.246</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	218.000	272.194
	Afledte finansielle instrumenter	1.092	-181
	Valutakonti	-1.491	43
	Øvrige aktiver/passiver	49	48
3	Handelsomkostninger	-933	-495
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>216.717</b>	<b>271.609</b>
4	<b>Andre indtægter</b>	<b>54</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>242.564</b>	<b>291.855</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>29.786</b>	<b>24.090</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>212.778</b>	<b>267.765</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.354</b>	<b>2.556</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>210.424</b>	<b>265.209</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	42.316	49.882
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>42.316</b>	<b>49.882</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.790.255	1.534.331
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	42.469	74.757
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.832.724</b>	<b>1.609.088</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	584	372
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	1.361
	Aktuelle skatteaktiver	1.727	742
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.311</b>	<b>2.475</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.877.351</b>	<b>1.661.445</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.870.363</b>	<b>1.653.095</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	6.988	5.634
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	2.716
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>6.988</b>	<b>8.350</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.877.351</b>	<b>1.661.445</b>
9	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

<b>1 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		24.202	18.945
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber		1.839	1.475
<b>Udbytter i alt</b>		<b>26.041</b>	<b>20.420</b>
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		221.736	259.723
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber		-3.736	12.471
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>218.000</b>	<b>272.194</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		-1.064	-627
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		131	132
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>-933</b>	<b>-495</b>
<b>4 Andre indtægter</b>			
Gebyrindtægter ved aktieudlån		54	-
<b>I alt andre indtægter</b>		<b>54</b>	<b>-</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	38	38
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16
Markedsføringsomkostninger	13.800	-	13.800
Gebyrer til depotselskab	939	-	939
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	11.062	-	11.062
Fast administrationshonorar	3.783	-	3.783
Øvrige omkostninger	88	60	148
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>29.686</b>	<b>100</b>	<b>29.786</b>
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	48	48
Revisionshonorar til revisorer	13	5	18
Markedsføringsomkostninger	11.061	-	11.061
Gebyrer til depotselskab	707	-	707
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	9.072	-	9.072
Fast administrationshonorar	3.069	-	3.069
Øvrige omkostninger	97	18	115
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>24.019</b>	<b>71</b>	<b>24.090</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	24,83		
Sundhedspleje	18,36		
Finans	16,49		
Varige forbrugsgoder	13,06		
Industri	11,81		
Energi	6,09		
Konsumentvarer	4,99		
Råvarer	2,89		
Telekommunikation	1,48		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.                      Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		1.653.095	1.240.065
Emissioner i året		80.078	155.168
Indløsninger i året		-73.529	-7.800
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		295	453
Overført fra resultatopgørelsen		210.424	265.209
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.870.363</b>	<b>1.653.095</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		12.044	10.757
Emissioner i året		537	1.347
Indløsninger i året		-470	-60
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>12.111</b>	<b>12.044</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		95,01	91,89
Øvrige finansielle instrumenter		4,50	7,46
<b>I alt</b>		<b>99,51</b>	<b>99,35</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,49	0,65
<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

Afdelingen investerer i aktier udstedt af små og mellemstore amerikanske eller canadiske selskaber eller i aktier handlet på et reguleret marked i USA eller Canada.

Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af Pembroke Management Ltd.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske small og mid cap aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er Russell 2500 TR i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

#### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på -4,23%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 8,40% i samme periode. Afdelingens afkast endte i 2015 væsentligt lavere end forventet primo året, hvilket primært kan tilskrives det lavere afkast i afdelingen sammenlignet med markedet. Afkastudviklingen i afdelingen finder ledelsen meget utilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af en overvægt i small-cap virksomheder, der havde en dårligere afkastudvikling end mid-cap virksomheder i 2015.

Da investeringsstilen er meget koncentreret, har afdelingen været eksponeret overfor et lille antal aktier. Trods en positiv udvikling i form af gode salgs- og indtjeningstal i de selskaber, som indgår i afdelingen, har afkastudviklingen på aktierne skuffet i 2015.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 99% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Da afdelingen ikke har eksisteret i 3 år, er Tracking Error ikke blevet beregnet.

Afdelingens nettoresultat blev på -15,8 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 382,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 118,38 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 4,50 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 2015 været 18,8% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til små og mellemstore selskaber i USA og Canada, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

#### Forventninger

Forventningerne til 2016 er, at den amerikanske økonomi vil vise moderat vækst, og at amerikanske selskaber vil øge indtjeningen beskedent. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik, yderligere dollarkursstigninger samt udviklingen i olieprisen.

Det amerikanske aktiemarked vurderes at blive vanskeligt med store kursudsving i 2016.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil give et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

**Nøgletal**

	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Årets afkast i procent	-4,23	6,65	17,45
Indre værdi pr. andel (i kr.)	118,38	125,26	117,45
Udlodning pr. andel (i kr.)	4,50	1,90	0,00
Omkostningsprocent	1,77	1,82	1,13
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-15.761	22.887	35.812
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	382.087	382.917	301.178
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	3.228	3.057	2.564
Omsætningshastighed	0,43	0,61	0,23
Tracking Error	-	-	-
Active Share	98,55	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	5	8
	Renteudgifter	-1	-1
2	Udbytter	1.615	666
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.619</b>	<b>673</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	-9.685	28.541
	Afledte finansielle instrumenter	738	-4
	Valutakonti	-256	507
	Øvrige aktiver/passiver	3	14
4	Handelsomkostninger	-617	-663
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-9.817</b>	<b>28.395</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>94</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-8.104</b>	<b>29.068</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>7.420</b>	<b>6.066</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-15.524</b>	<b>23.002</b>
	<b>Skat</b>	<b>237</b>	<b>115</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-15.761</b>	<b>22.887</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
7	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	14.525	5.808
	Overført til udlodning næste år	217	268
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-30.503</b>	<b>16.811</b>



## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	6.610	8.390
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.610</b>	<b>8.390</b>
8	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	376.733	370.987
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	5.963
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>376.733</b>	<b>376.950</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	31	68
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.126	1.908
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.157</b>	<b>1.976</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>384.500</b>	<b>387.316</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
9,10	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>382.087</b>	<b>382.917</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.942	1.836
	Gæld vedrørende handelsafvikling	471	2.563
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.413</b>	<b>4.399</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>384.500</b>	<b>387.316</b>
11	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	2015	2014		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	5	8		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>5</b>	<b>8</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.556	597		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	59	69		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>1.615</b>	<b>666</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-9.913	27.166		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	228	1.375		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>-9.685</b>	<b>28.541</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-704	-768		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	87	105		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-617</b>	<b>-663</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	94	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>94</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	8	8	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	3.140	-	3.140	
Gebyrer til depotselskab	330	-	330	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.939	-	2.939	
Fast administrationshonorar	931	-	931	
Øvrige omkostninger	48	8	56	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>7.402</b>	<b>18</b>	<b>7.420</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	2.586	-	2.586	
Gebyrer til depotselskab	243	-	243	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.380	-	2.380	
Fast administrationshonorar	789	-	789	
Øvrige omkostninger	37	4	41	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>6.049</b>	<b>17</b>	<b>6.066</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	1.713	670
Ikke refunderbare udbytteskatter	-237	-115
Kursgevinster og -tab til udlodning	20.263	9.423
Udlodningsregulering	155	2.163
Udlodning overført fra sidste år	268	-
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>22.162</b>	<b>12.141</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-7.420	-6.065
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>14.742</b>	<b>6.076</b>
<b>8 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Informationsteknologi	27,25	
Varige forbrugsgoder	19,82	
Sundhedspleje	19,30	
Industri	16,03	
Finans	11,07	
Energi	2,55	
Telekommunikation	1,72	
Råvarer	1,63	
Konsumentvarer	0,63	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	382.917	301.179
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-5.808	-
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-280	-
Emissioner i året	35.971	58.672
Indløsninger i året	-15.068	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	116	179
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	14.525	5.808
Overført til udlodning næste år	217	268
Overført fra resultatopgørelsen	-30.503	16.811
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>382.087</b>	<b>382.917</b>
<b>10 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	3.057	2.564
Emissioner i året	283	493
Indløsninger i året	-112	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>3.228</b>	<b>3.057</b>
<b>11 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,37	96,23
Øvrige finansielle instrumenter	1,71	2,14
<b>I alt</b>	<b>99,08</b>	<b>98,37</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,92	1,63
<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

Afdelingen investerer i aktier udstedt af små og mellemstore amerikanske eller canadiske selskaber eller i aktier handlet på et reguleret marked i USA eller Canada.

Investeringsstilen er aktiv, og afdelingen forvaltes af Pembroke Management Ltd.

Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for amerikanske small og mid cap aktier målt ved afdelingens benchmark. Benchmark for afdelingen er Russell 2500 TR i danske kroner.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på -4,22%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 8,40% i samme periode. Afdelingens afkast endte i 2015 væsentligt lavere end forventet primo året, hvilket primært kan tilskrives det lavere afkast i afdelingen sammenlignet med markedet. Afkastudviklingen i afdelingen finder ledelsen meget utilfredsstillende.

Afdelingens afkast blev negativt påvirket af en overvægt i small-cap virksomheder, der havde en dårligere afkastudvikling end mid-cap virksomheder i 2015.

Da investeringsstilen er meget koncentreret, har afdelingen været eksponeret overfor et lille antal aktier. Trods en positiv udvikling i form af gode salgs- og indtjeningstal i de selskaber, som indgår i afdelingen, har afkastudviklingen på aktierne skuffet i 2015.

Investeringsstilen i afdelingen er aktiv. Nøgletallet Active Share udgjorde 99% ultimo 2015, hvilket indikerer en høj aktiv forvaltning. Da afdelingen ikke har eksisteret i 3 år, er Tracking Error ikke blevet beregnet.

Afdelingens nettoresultat blev på -33,9 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.045,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 119,60 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 2015 været 18,5% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er markedsrisiko, valutakursrisiko samt udstederspecifik risiko. Da afdelingens investeringsunivers er begrænset til små og mellemstore selskaber i USA og Canada, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked. Markedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum. Der sker ingen afdækning af valutakursrisikoen i afdelingen. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på et passende antal selskaber fordelt på mange brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Forventningerne til 2016 er, at den amerikanske økonomi vil vise moderat vækst, og at amerikanske selskaber vil øge indtjeningen beskedent. Usikkerhedsfaktorer vil være den igangværende normalisering af den amerikanske pengepolitik, yderligere dollarkursstigninger samt udviklingen i olieprisen.

Det amerikanske aktiemarked vurderes at blive vanskeligt med store kursudsving i 2016.

Foreningens ledelse forventer, at afdelingen vil give et beskedent afkast i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af stor usikkerhed, og kursudsving i afdelingens andele må forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for hele året kan ikke udelukkes i afdelingen.

## Nøgletal

	2015	2014	2013
Årets afkast i procent	-4,22	6,32	17,45
Indre værdi pr. andel (i kr.)	119,60	124,87	117,45
Omkostningsprocent	1,73	1,77	1,02
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-33.876	77.617	128.056
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.045.598	1.235.329	909.336
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	8.743	9.893	7.742
Omsætningshastighed	0,33	0,60	0,27
Tracking Error	-	-	-
Active Share	98,55	-	-

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	12	14
	Renteudgifter	-13	-5
2	Udbytter	4.511	2.142
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>4.510</b>	<b>2.151</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	-19.484	95.867
	Afledte finansielle instrumenter	-95	1.277
	Valutakonti	4.220	294
	Øvrige aktiver/passiver	9	40
4	Handelsomkostninger	-1.697	-2.068
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-17.047</b>	<b>95.410</b>
5	<b>Andre indtægter</b>	<b>258</b>	<b>-</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-12.279</b>	<b>97.561</b>
6	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>20.934</b>	<b>19.575</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-33.213</b>	<b>77.986</b>
	<b>Skat</b>	<b>663</b>	<b>369</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-33.876</b>	<b>77.617</b>

## Balance pr. 31. december 2015 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	11.414	39.267
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>11.414</b>	<b>39.267</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.037.392	1.186.304
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-	17.151
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.037.392</b>	<b>1.203.455</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	84	217
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	3.196	6.066
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.280</b>	<b>6.283</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.052.086</b>	<b>1.249.005</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.045.598</b>	<b>1.235.329</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	5.111	5.306
	Gæld vedrørende handelsafvikling	1.377	8.370
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>6.488</b>	<b>13.676</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.052.086</b>	<b>1.249.005</b>
10	<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" findes på side 31.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 34.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 120 under "Foreningens noter".

	<b>2015</b>	<b>2014</b>		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	12	14		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>12</b>	<b>14</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.446	2.007		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	65	135		
<b>Udbytter i alt</b>	<b>4.511</b>	<b>2.142</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-19.297	95.369		
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	-187	498		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>-19.484</b>	<b>95.867</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-2.121	-2.492		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	424	424		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-1.697</b>	<b>-2.068</b>		
<b>5 Andre indtægter</b>				
Gebyrindtægter ved aktieudlån	258	-		
<b>I alt andre indtægter</b>	<b>258</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>6 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	22	22	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Markedsføringsomkostninger	9.057	-	9.057	
Gebyrer til depotselskab	728	-	728	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	8.508	-	8.508	
Fast administrationshonorar	2.512	-	2.512	
Øvrige omkostninger	73	22	95	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>20.888</b>	<b>46</b>	<b>20.934</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	38	38	
Revisionshonorar til revisorer	13	2	15	
Markedsføringsomkostninger	8.487	-	8.487	
Gebyrer til depotselskab	805	-	805	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.775	-	7.775	
Fast administrationshonorar	2.383	-	2.383	
Øvrige omkostninger	60	12	72	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>19.523</b>	<b>52</b>	<b>19.575</b>	



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>7 Kapitalandele</b>	<b>%</b>		
Sektorfordeling			
Informationsteknologi	27,47		
Varige forbrugsgoder	19,57		
Sundhedspleje	19,39		
Industri	15,83		
Finans	11,19		
Energi	2,57		
Telekommunikation	1,72		
Råvarer	1,62		
Konsumentvarer	0,64		
	<b>100,00</b>		
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden <a href="http://multimanagerinvest.dk">multimanagerinvest.dk</a>.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>			
Medlemmernes formue primo		1.235.329	909.336
Emissioner i året		51.911	248.204
Indløsninger i året		-208.379	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		613	172
Overført fra resultatopgørelsen		-33.876	77.617
<b>I alt medlemmernes formue</b>		<b>1.045.598</b>	<b>1.235.329</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>			
Cirkulerende andele primo		9.893	7.742
Emissioner i året		407	2.151
Indløsninger i året		-1.557	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		<b>8.743</b>	<b>9.893</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,00	95,31
Øvrige finansielle instrumenter		1,08	3,11
<b>I alt</b>		<b>99,08</b>	<b>98,42</b>
Andre aktiver/Anden gæld		0,92	1,58
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>		<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med 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.

### 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 og kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter renter på øvrige renteudgifter samt afledte finansielle instrumenter.

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

Tilbageholdt udbytteskat og renteskat, 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. For udlånte værdipapirer opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

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

De samlede direkte handelsomkostninger består af kortage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread. Opgørelsen sker ved at summere kortager 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.

Andre indtægter indeholder modtagne gebyrer fra aktieudlån.

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. Bestyrelses- og revisionshonorarer, der indgår som en del af fællesomkostningerne, fordeles dog efter antal afdelinger.

### Udlodning

I udloddende afdelinger udloddes de for regnskabsåret udlodningspligtige beløb efter fradrag af omkostninger i henhold til skattelovgivningen. I hovedtræk består det udlodningspligtige beløb dels af rente- og udbytteindtægter, dels af realiserede kursgevinster på værdipapirer mv. og valutakonti med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive afdelingers resultat til udlodning, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner/indløsninger.

### 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. Udlånte værdipapirer indgår i balancen under obligationer eller kapitalandele.

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, obligationer og afledte finansielle instrumenter opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvisning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Dagsværdien af unoterede investeringsbeviser opgøres som den regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger mv., som afdelingen har investeret i. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

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.

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorerne formue.

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 balance-dagen.

### **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 m.v. samt retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen. 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 med korrektion for evt. udlodning til investorerne i året.

#### Indre værdi pr. andel

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

#### Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til 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, indløsninger og udbetalte udlodninger, sat i forhold til den gennemsnitlige formue, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i året.

### Tracking Error

Tracking Error er et mål for variation i forskellen på afkastet mellem afdelingen og dens benchmark. Nøgletallet beregnes for en periode på de seneste 3 år, dog kun hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder.

### Active Share

Active Share er et udtryk for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark på et bestemt tidspunkt, som her er pr. statusdagen. Nøgletallet er ikke beregnet for tidligere år.

**Hoved- og nøgletalsoversigt**

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Årets afkast i procent</b>					
USA	12,05	28,27	21,41	7,65	1,52
USA Akk.	11,97	28,43	21,62	7,56	1,54
Europa	11,55	2,56	22,28	21,07	-10,36
Europa Akk.	11,70	2,55	22,63	21,14	-10,13
Japan	18,13	-0,06	17,53	10,65	-10,48
Japan Akk.	18,29	-0,02	17,90	11,11	-9,67
Nye obligationsmarkeder	-4,52	6,82	-14,61	15,85	-1,15
Nye obligationsmarkeder Akk.	-4,66	7,05	-14,66	15,29	-1,36
Nye Aktiemarkeder	1,01	5,71	-5,86	13,01	-7,27
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,96	5,77	-5,74	11,75	-6,36
Globale Aktier	12,45	18,83	14,35	0,63	-
Globale Aktier Akk.	12,51	19,07	14,38	0,79	-
US Small/Mid Cap	-4,23	6,65	17,45	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	-4,22	6,32	17,45	-	-
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
USA	150,00	141,52	116,52	96,77	89,89
USA Akk.	176,19	157,12	122,52	100,74	93,66
Europa	100,75	90,17	88,06	73,90	62,41
Europa Akk.	117,61	105,12	102,68	83,74	69,12
Japan	86,86	73,57	73,58	62,60	56,58
Japan Akk.	90,06	76,14	76,15	64,59	58,14
Nye obligationsmarkeder	88,25	94,05	89,79	113,21	97,72
Nye obligationsmarkeder Akk.	98,80	103,62	96,80	113,43	98,39
Nye Aktiemarkeder	105,34	104,29	98,66	104,79	92,73
Nye Aktiemarkeder Akk.	105,34	104,33	98,64	104,65	93,64
Globale Aktier	147,72	136,74	115,08	100,63	-
Globale Aktier Akk.	154,43	137,26	115,28	100,79	-
US Small/Mid Cap	118,38	125,26	117,45	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	119,60	124,87	117,45	-	-
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>					
USA	20,00	8,90	6,20	1,00	0,00
USA Akk.	-	-	-	-	-
Europa	0,00	0,00	0,00	2,00	1,50
Europa Akk.	-	-	-	-	-
Japan	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Japan Akk.	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder	0,00	1,80	1,80	8,25	0,00
Nye obligationsmarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nye Aktiemarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Globale Aktier	11,00	6,30	0,00	0,00	-
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
US Small/Mid Cap	4,50	1,90	0,00	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	-	-	-	-	-

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Omkostningsprocent</b>					
USA *)	0,82	1,15	1,37	1,48	1,63
USA Akk. *)	0,93	0,89	1,40	1,47	1,63
Europa	1,53	1,56	1,55	1,63	1,78
Europa Akk.	1,51	1,58	1,53	1,58	1,77
Japan	1,80	1,94	1,81	1,86	2,01
Japan Akk.	1,77	1,84	1,74	1,81	1,91
Nye obligationsmarkeder *)	1,41	1,49	1,40	1,34	1,68
Nye obligationsmarkeder Akk. *)	1,38	1,44	1,33	1,33	1,69
Nye Aktiemarkeder *)	2,02	1,82	1,83	1,88	1,20
Nye Aktiemarkeder Akk. *)	2,01	1,76	1,73	1,90	1,16
Globale Aktier	1,64	1,72	1,65	0,33	-
Globale Aktier Akk.	1,62	1,66	1,64	0,26	-
US Small/Mid Cap	1,77	1,82	1,13	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	1,73	1,77	1,02	-	-
<b>Sharpe ratio</b>					
USA	0,72	0,85	0,95	-0,13	-0,29
USA Akk.	0,72	0,85	0,95	-0,10	-0,26
Europa	0,44	0,44	0,77	-0,33	-0,58
Europa Akk.	0,44	0,45	0,77	-0,33	-0,58
Japan	0,26	0,28	0,46	-0,30	-0,62
Japan Akk.	0,28	0,31	0,50	-0,28	-0,60
Nye obligationsmarkeder	-0,08	0,01	-0,11	-	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	-0,09	-0,01	-0,14	-	-
Nye Aktiemarkeder	0,03	0,03	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,03	0,03	-	-	-
Globale Aktier	0,97	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	0,98	-	-	-	-
US Small/Mid Cap	-	-	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	-	-	-	-	-
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
USA	167.814	295.121	199.167	70.430	-12.229
USA Akk.	402.900	767.347	574.306	181.283	23.087
Europa	82.763	12.700	125.994	108.179	-64.094
Europa Akk.	225.903	49.916	344.418	297.181	-145.047
Japan	35.665	2.482	28.752	16.517	-15.108
Japan Akk.	94.263	3.827	74.816	40.826	-29.135
Nye obligationsmarkeder	-24.254	32.363	-71.543	79.973	-7.552
Nye obligationsmarkeder Akk.	-47.420	80.629	-199.333	177.311	-6.497
Nye Aktiemarkeder	-837	18.961	-21.051	26.819	-18.315
Nye Aktiemarkeder Akk.	5.164	42.364	-79.326	65.338	-26.900
Globale Aktier	92.287	98.551	49.668	1.797	-
Globale Aktier Akk.	210.424	265.209	148.690	6.017	-
US Small/Mid Cap	-15.761	22.887	35.812	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	-33.876	77.617	128.056	-	-

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
USA	1.495.079	1.350.888	916.306	1.029.408	921.726
USA Akk.	3.656.049	3.434.462	2.506.525	2.973.702	2.399.344
Europa	955.054	755.322	692.090	569.951	491.774
Europa Akk.	2.218.406	1.909.388	1.530.134	1.595.467	1.267.045
Japan	243.648	190.741	145.297	167.138	159.684
Japan Akk.	612.670	513.039	442.871	421.485	345.620
Nye obligationsmarkeder	526.526	548.143	443.875	481.732	552.253
Nye obligationsmarkeder Akk.	1.028.301	1.304.211	1.131.475	1.322.970	1.152.037
Nye Aktiemarkeder	464.123	383.499	549.845	249.668	203.039
Nye Aktiemarkeder Akk.	1.154.407	1.020.887	1.365.034	1.134.610	392.482
Globale Aktier	796.005	714.103	434.543	300.274	-
Globale Aktier Akk.	1.870.363	1.653.095	1.240.066	959.199	-
US Small/Mid Cap	382.087	382.917	301.178	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	1.045.598	1.235.329	909.336	-	-
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
USA	9.967	9.541	7.864	10.637	10.253
USA Akk.	20.750	21.826	20.459	29.518	25.617
Europa	9.479	8.363	7.859	7.712	7.879
Europa Akk.	18.862	18.135	14.902	19.053	18.330
Japan	2.805	2.594	1.975	2.669	2.823
Japan Akk.	6.802	6.739	5.816	6.525	5.945
Nye obligationsmarkeder	5.966	5.828	4.943	4.255	5.651
Nye obligationsmarkeder Akk.	10.408	12.586	11.688	11.663	11.709
Nye Aktiemarkeder	4.406	3.677	5.573	2.383	2.189
Nye Aktiemarkeder Akk.	10.959	9.786	13.838	10.842	4.192
Globale Aktier	5.388	5.222	3.776	2.984	-
Globale Aktier Akk.	12.111	12.044	10.757	9.517	-
US Small/Mid Cap	3.228	3.057	2.564	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	8.743	9.893	7.742	-	-
<b>Omsætningshastighed</b>					
USA	0,55	0,59	0,87	0,15	0,22
USA Akk.	0,59	0,11	0,89	0,16	0,22
Europa	0,99	0,23	1,02	1,07	1,44
Europa Akk.	1,00	0,23	1,05	1,12	1,51
Japan	0,12	0,03	0,18	1,17	0,71
Japan Akk.	0,12	0,15	0,17	1,15	0,70
Nye obligationsmarkeder	1,03	0,70	0,44	0,62	0,68
Nye obligationsmarkeder Akk.	1,12	0,75	0,53	0,66	0,58
Nye Aktiemarkeder	0,27	0,74	0,09	0,10	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	0,25	0,88	0,10	0,04	-
Globale Aktier	0,27	0,22	0,11	0,63	-
Globale Aktier Akk.	0,30	0,22	0,10	0,91	-
US Small/Mid Cap	0,43	0,61	0,23	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	0,33	0,60	0,27	-	-

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Tracking Error</b>					
USA	1,87	2,17	2,40	2,30	4,04
USA Akk.	1,93	2,19	2,37	2,28	3,75
Europa	2,54	3,14	2,88	2,79	3,03
Europa Akk.	2,54	3,13	2,90	2,78	2,91
Japan	5,33	5,10	5,09	4,53	3,96
Japan Akk.	5,29	5,07	5,02	4,46	3,74
Nye obligationsmarkeder	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	6,74	3,64	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	6,72	3,82	-	-	-
Globale Aktier	2,88	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	2,86	-	-	-	-
US Small/Mid Cap	-	-	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	-	-	-	-	-
<b>Active Share</b>					
USA	54,28	-	-	-	-
USA Akk.	54,27	-	-	-	-
Europa	71,52	-	-	-	-
Europa Akk.	71,51	-	-	-	-
Japan	83,94	-	-	-	-
Japan Akk.	83,94	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder	-	-	-	-	-
Nye obligationsmarkeder Akk.	-	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder	89,53	-	-	-	-
Nye Aktiemarkeder Akk.	89,52	-	-	-	-
Globale Aktier	89,31	-	-	-	-
Globale Aktier Akk.	89,31	-	-	-	-
US Small/Mid Cap	98,55	-	-	-	-
US Small/Mid Cap Akk.	98,55	-	-	-	-

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



Investeringsforeningen Multi Manager Invest  
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V

Telefon 44 55 92 00  
Fax 44 55 91 70

CVR nr. 29 13 86 13

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

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA (MFS/NYKREDIT)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 615,38 pr. 31-12-2014</b>				
ACCENTURE PLC-CL A			89,31	2.738
ACTIVISION BLIZZARD INC			20,15	1.987
ADVANCE AUTO PARTS INC	150,51	5.259	159,28	6.446
AES CORP	9,57	4.873	13,77	6.294
AETNA INC	108,12	10.639	88,83	8.159
AGCO CORP			45,20	1.837
ALEXION PHARMACEUTICALS INC			185,03	4.544
ALLERGAN INC			212,59	4.053
ALLIANCE DATA SYSTEMS CORP	276,57	2.153	286,05	5.029
ALLSTATE CORP			70,25	3.815
ALLY FINANCIAL INC	18,64	3.711	23,62	2.548
ALPHABET INC-CL A	778,01	29.150		
ALPHABET INC-CL C	758,88	14.597		
ALTRIA GROUP INC	58,21	3.506		
AMAZON.COM INC	675,89	34.170		
AMDOCS LTD	54,57	4.208		
AMERCO	389,50	2.315		
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS	15,50	8.631		
AMERICAN ELECTRIC POWER	58,27	8.739	60,72	8.175
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	61,97	7.379	56,01	5.549
AMERICAN TOWER CORP			98,85	5.588
AMGEN INC	162,33	3.154	159,29	2.721
ANNALY CAPITAL MANAGEMENT IN	9,38	4.018	10,81	1.897
ANTHEM INC	139,44	3.755	125,67	5.755
APPLE INC	105,26	51.846	110,38	48.983
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	36,68	14.458	52,00	15.357
ASPEN INSURANCE HOLDINGS LTD	48,30	3.548		
ASPEN TECHNOLOGY INC	37,76	4.824	35,02	7.616
ASSURED GUARANTY LTD	26,43	2.564		
AT&T INC	34,41	8.508		
AUTOZONE INC	741,91	10.785	619,11	8.073
AVAGO TECHNOLOGIES LTD	145,15	6.655	100,59	4.142
B/E AEROSPACE INC	42,37	1.723	58,02	1.387
BANK OF AMERICA CORP	16,83	5.177	17,89	11.454
BAXTER INTERNATIONAL INC			73,29	1.676
BED BATH & BEYOND INC			76,17	5.372
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	132,04	8.064	150,15	5.397
BEST BUY CO INC	30,45	5.552	38,98	6.034
BIG LOTS INC			40,02	1.443
BIOGEN INC	306,35	3.946	339,45	14.198
BOEING CO/THE	144,59	8.648	129,98	8.564
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	68,79	19.374	59,03	10.886
BROADCOM CORP-CL A	57,82	14.260	43,33	9.775
BROCADE COMMUNICATIONS SYS	9,18	2.013		
BUNGE LTD	68,28	6.278	90,91	7.364
CALIFORNIA RESOURCES CORP			5,51	191
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	72,18	5.638	82,55	8.997
CARDINAL HEALTH INC	89,27	2.333		
CARMAX INC	53,97	2.371		
CARNIVAL CORP	54,48	5.674	45,33	2.185
CELGENE CORP	119,76	18.689	111,86	1.720
CENTENE CORP			103,85	2.552
CENTURYLINK INC	25,16	7.363	39,58	10.057
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC			272,54	1.744
CHARTER COMMUNICATION-A	183,10	8.458	166,62	8.459
CHEVRON CORP	89,96	2.109	112,18	9.820
CIGNA CORP	146,33	5.552	102,91	10.683
CISCO SYSTEMS INC	27,16	23.242	27,82	6.317
CIT GROUP INC			47,83	1.596
CITIGROUP INC	51,75	17.610	54,11	6.586

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA (MFS/NYKREDIT)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 615.38 pr. 31-12-2014</b>				
CITRIX SYSTEMS INC			63,80	8.461
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	60,02	13.777	52,66	7.279
COMCAST CORP-CLASS A	56,43	23.052	58,01	19.214
COMMSCOPE HOLDING CO INC	25,89	2.618		
COMMUNITY HEALTH SYSTEMS INC	26,53	4.393		
COMPUTER SCIENCES CORP	32,68	991	63,05	5.951
CONOCOPHILLIPS			69,06	3.491
CONSOLIDATED EDISON INC	64,27	2.371	66,01	1.810
COOPER COS INC/THE			162,09	2.054
CSRA INC	30,00	910		
CUMMINS INC	88,01	4.938	144,17	11.202
CVS HEALTH CORP	97,77	25.305	96,31	25.218
DANAHER CORP	92,88	10.549		
DEERE & CO			88,47	3.141
DELPHI AUTOMOTIVE PLC			72,72	3.576
DELTA AIR LINES INC	50,69	8.504	49,19	4.941
DEVRY EDUCATION GROUP INC			47,47	2.092
DIGITAL REALTY TRUST INC			66,30	3.512
DILLARDS INC-CL A	65,71	1.666	125,18	2.025
DISCOVER FINANCIAL SERVICES	53,62	9.539	65,49	10.459
DOMTAR CORP	36,95	1.739		
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS			73,94	1.845
DUKE ENERGY CORP	71,39	4.238	83,54	4.466
EAST WEST BANCORP INC	41,56	2.247		
EATON VANCE CORP			40,93	1.847
EBAY INC	27,48	1.845		
EDISON INTERNATIONAL			65,48	7.511
ELECTRONIC ARTS INC	68,72	12.721	47,02	9.149
ELI LILLY & CO	84,26	11.881	68,99	11.458
ENDURANCE SPECIALTY HOLDINGS	63,99	2.951		
ENSCO PLC-CL A	15,39	2.758	29,95	3.433
ENTERGY CORP	68,36	8.770	87,48	10.819
EOG RESOURCES INC	70,79	5.605	92,07	5.657
EOUITY LIFESTYLE PROPERTIES	66,67	6.183	51,55	3.266
ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A	88,06	4.544		
EVEREST RE GROUP LTD	183,09	2.342	170,30	11.424
EXELON CORP	27,77	13.065	37,08	3.077
EXXON MOBIL CORP	77,95	17.289	92,45	31.706
FACEBOOK INC-A	104,66	12.834	78,02	14.114
FIFTH THIRD BANCORP			20,38	2.334
FLEETCOR TECHNOLOGIES INC	142,93	5.568	148,71	8.072
FOOT LOCKER INC	65,09	9.327	56,18	5.972
FORD MOTOR CO	14,09	2.427	15,50	3.665
FRONTIER COMMUNICATIONS CORP			6,67	3.537
GARMIN LTD			52,83	1.585
GENERAL ELECTRIC CO	31,15	17.839	25,27	8.367
GENERAL MILLS INC	57,66	3.543	53,33	6.139
GENERAL MOTORS CO	34,01	8.957		
GENTEX CORP	16,01	1.870	36,13	2.138
GENUINE PARTS CO			106,57	4.917
GILEAD SCIENCES INC	101,19	26.695	94,26	11.317
GLOBAL PAYMENTS INC	64,51	10.781	80,73	2.088
GOLDMAN SACHS GROUP INC	180,23	20.666	193,83	15.901
GOODYEAR TIRE & RUBBER CO	32,67	8.022		
GOOGLE INC-CL A			530,66	11.315
GOOGLE INC-CL C			526,40	4.276
GRACO INC			80,18	4.222
HALLIBURTON CO			39,33	1.169
HASBRO INC			54,99	5.155

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA (MFS/NYKREDIT)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
HCA HOLDINGS INC	67,63	2.644	73,39	9.833
HCP INC	38,24	3.065		
HEALTH NET INC			53,53	2.793
HELMERICH & PAYNE			67,42	3.802
HESS CORP			73,82	6.562
HEWLETT-PACKARD CO			40,13	15.348
HOLLYFRONTIER CORP	39,89	4.311		
HOLOGIC INC	38,69	8.018		
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	103,57	1.955		
HOSPITALITY PROPERTIES TRUST			31,00	1.718
HUMANA INC			143,63	5.245
HUNTINGTON BANCSHARES INC	11,06	4.749	10,52	3.888
HUNTINGTON INGALLS INDUSTRIE	126,85	2.340	112,46	4.720
ILLUMINA INC			184,58	7.994
INGRAM MICRO INC-CL A	30,38	8.008		
INGREDION INC	95,84	6.779	84,84	5.333
INTEL CORP	34,45	23.952	36,29	23.258
INTERCONTINENTAL EXCHANGE IN	256,26	4.678		
INTL BUSINESS MACHINES CORP	137,62	3.489	160,44	2.890
INTL FLAVORS & FRAGRANCES	119,64	2.504	101,36	1.928
INTUIT INC	96,50	9.691		
INTUITIVE SURGICAL INC	546,16	2.383		
IRON MOUNTAIN INC			38,66	9.493
JABIL CIRCUIT INC	23,29	2.150		
JAZZ PHARMACEUTICALS PLC	140,56	3.595		
JM SMUCKER CO/THE			100,98	2.526
JOHNSON & JOHNSON	102,72	29.695	104,57	26.729
JOHNSON CONTROLS INC	39,49	4.595	48,34	6.864
JONES LANG LASALLE INC	159,86	3.518	149,93	1.893
JPMORGAN CHASE & CO	66,03	34.279	62,58	28.027
KIMCO REALTY CORP	26,46	4.086	25,14	2.302
KLA-TENCOR CORP			70,32	1.542
KLX INC			41,25	493
KOHL'S CORP	47,63	9.903	61,04	15.986
KROGER CO	41,83	4.266	64,21	8.704
L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS			126,21	3.726
LAM RESEARCH CORP	79,42	2.250		
LEAR CORP	122,83	6.837	98,08	9.090
LEXMARK INTERNATIONAL INC-A			41,27	1.667
LINCOLN NATIONAL CORP			57,67	4.753
LYONDELLBASELL INDU-CL A	86,90	10.526	79,39	7.040
MACY'S INC			65,75	1.965
MARATHON PETROLEUM CORP	51,84	15.006	90,26	13.707
MARVELL TECHNOLOGY GROUP LTD			14,50	1.898
MCDONALD'S CORP			93,70	7.180
MCKESSON CORP	197,23	8.947	207,58	8.320
MEDIVATION INC	48,34	2.342		
MEDTRONIC PLC	76,92	11.639		
MERCK & CO. INC.	52,82	13.753	56,79	7.197
METLIFE INC	48,21	9.164	54,09	10.250
MFA FINANCIAL INC	6,60	3.842	7,99	5.842
MICHAEL KORS HOLDINGS LTD			75,10	1.799
MICROSOFT CORP	55,48	26.625	46,45	16.550
MID-AMERICA APARTMENT COMM	90,81	2.309		
MIDDLEBY CORP	107,87	2.073		
MOLINA HEALTHCARE INC	60,13	4.315		
MONDELEZ INTERNATIONAL INC-A	44,84	7.171	36,33	6.412
MONSANTO CO	98,52	8.154	119,47	6.641
NATIONAL OILWELL VARCO INC	33,49	1.764	65,53	1.438

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA (MFS/NYKREDIT)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b>				
NIKE INC -CL B	62,50	10.293		
NOBLE CORP PLC	10,55	1.440		
NOBLE ENERGY INC	32,93	6.461		
NORDSTROM INC			79,39	1.795
NORFOLK SOUTHERN CORP	84,59	2.417	109,61	2.859
NORTHROP GRUMMAN CORP	188,81	13.018	147,39	9.123
NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDIN	58,60	9.775		
NU SKIN ENTERPRISES INC - A	37,89	1.796		
NVIDIA CORP	32,96	6.202	20,05	3.378
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	67,61	2.187	80,61	9.312
OMEGA HEALTHCARE INVESTORS	34,98	2.933	39,07	3.070
ORACLE CORP	36,53	1.764	44,97	5.594
OWENS CORNING	47,03	3.950		
PACCAR INC	47,40	3.526		
PACKAGING CORP OF AMERICA			78,05	2.086
PARTNERRE LTD	139,74	3.630	114,13	2.551
PBF ENERGY INC-CLASS A	36,81	2.788		
PFIZER INC	32,28	3.817	31,15	16.531
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	87,91	12.272	81,45	10.754
PIEDMONT OFFICE REALTY TRU-A	18,88	2.375	18,84	2.034
PILGRIM'S PRIDE CORP	22,09	5.905	32,79	3.583
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP	95,31	2.869	91,23	2.410
PPG INDUSTRIES INC	98,82	2.050	231,15	3.205
PRICELINE GROUP INC/THE	1.274,95	5.798	1.140,21	5.361
PROCTER & GAMBLE CO/THE	79,41	10.481	91,09	14.697
PRUDENTIAL FINANCIAL INC	81,41	15.147	90,46	16.747
PTC INC			36,65	3.492
PUBLIC SERVICE ENTERPRISE GP	38,69	9.683	41,41	9.340
PUBLIC STORAGE	247,70	7.320	184,85	3.964
QUALCOMM INC	49,99	2.666	74,33	10.296
RAYTHEON COMPANY			108,17	8.095
REALOGY HOLDINGS CORP	36,67	5.468		
REGAL BELOIT CORP	58,52	2.274		
REGENCY CENTERS CORP	68,12	2.125	63,78	1.733
REGENERON PHARMACEUTICALS	542,87	1.816		
REINSURANCE GROUP OF AMERICA	85,55	4.301	87,62	2.260
RELIANCE STEEL & ALUMINUM			61,27	1.711
ROWAN COMPANIES PLC-A	16,95	1.574		
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	101,21	4.782	82,43	2.351
SALESFORCE.COM INC	78,40	3.228		
SANDISK CORP			97,98	2.019
SANTANDER CONSUMER USA HOLDI	15,85	1.962	19,61	5.163
SCHLUMBERGER LTD	69,75	5.759	85,41	6.213
SNAP-ON INC	171,43	6.561	136,74	4.625
SOUTHWEST AIRLINES CO	43,06	2.794	42,32	2.947
SPECTRUM BRANDS HOLDINGS INC			95,68	4.263
SPIRIT AEROSYSTEMS HOLD-CL A	50,07	9.610	43,04	3.525
STEEL DYNAMICS INC	17,87	1.887	19,74	3.594
STRYKER CORP			94,33	8.474
SYMANTEC CORP	21,00	2.312	25,66	1.717
SYNOPSIS INC	45,61	4.819		
T ROWE PRICE GROUP INC			85,86	2.052
TARGET CORP	72,61	7.542		
TESORO CORP	105,37	4.734		
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC			125,29	3.569
TIME WARNER CABLE	185,59	5.207	152,06	3.167
TIME WARNER INC			85,42	11.068
TRAVELERS COS INC/THE	112,86	2.481		
TRINITY INDUSTRIES INC	24,02	3.027	28,01	1.925

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA (MFS/NYKREDIT)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 615.38 pr. 31-12-2014</b>				
TRIPADVISOR INC			74,66	6.471
TWO HARBORS INVESTMENT CORP	8,10	2.150	10,02	1.592
TYSON FOODS INC-CL A	53,33	18.084	40,09	4.154
UNION PACIFIC CORP	78,20	11.065	119,13	9.081
UNITED PARCEL SERVICE-CL B			111,17	2.354
UNITED STATES STEEL CORP			26,74	3.656
UNITED TECHNOLOGIES CORP	96,07	11.018	115,00	9.765
UNITED THERAPEUTICS CORP	156,61	4.559	129,49	2.830
UNITEDHEALTH GROUP INC	117,64	14.199	101,09	8.867
UNIVERSAL HEALTH SERVICES-B	119,49	2.014		
VALERO ENERGY CORP	70,71	17.319	49,50	1.877
VALIDUS HOLDINGS LTD	46,29	8.732	41,56	6.736
VANGUARD S&P 500 UCITS ETF			39,65	13.366
VERISIGN INC			57,00	3.444
VERIZON COMMUNICATIONS INC	46,22	14.076	46,78	12.790
VF CORP			74,90	1.916
VISA INC-CLASS A SHARES	77,55	9.543	262,20	7.117
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	85,16	1.888		
WAL-MART STORES INC	61,30	2.057	85,88	2.582
WALT DISNEY CO/THE	105,08	5.947	94,19	4.801
WELLS FARGO & CO	54,36	16.992	54,82	14.503
WELLTOWER INC	68,03	2.216		
WESTAR ENERGY INC	42,41	5.425	41,24	5.621
WESTERN DIGITAL CORP			110,70	11.663
WESTERN UNION CO	17,91	5.020	17,91	5.509
WESTLAKE CHEMICAL CORP	54,32	1.689	61,09	2.005
WHIRLPOOL CORP	146,87	1.788		
WORLD FUEL SERVICES CORP	38,46	1.880		
WP CAREY INC	59,00	1.927	70,10	3.045
YUM! BRANDS INC	73,05	6.911	72,85	3.828
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>1.487.523</b>		<b>1.339.703</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA AKK. (MFS/NYKREDIT)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 615,38 pr. 31-12-2014</b>				
ACCENTURE PLC-CL A			89,31	7.073
ACTIVISION BLIZZARD INC			20,15	5.134
ADVANCE AUTO PARTS INC	150,51	12.887	159,28	16.603
AES CORP	9,57	11.915	13,77	16.055
AETNA INC	108,12	26.070	88,83	21.015
AGCO CORP			45,20	4.731
ALEXION PHARMACEUTICALS INC			185,03	11.591
ALLERGAN INC			212,59	10.441
ALLIANCE DATA SYSTEMS CORP	276,57	5.274	286,05	12.956
ALLSTATE CORP			70,25	9.827
ALLY FINANCIAL INC	18,64	9.094	23,62	6.564
ALPHABET INC-CL A	778,01	71.192		
ALPHABET INC-CL C	758,88	35.706		
ALTRIA GROUP INC	58,21	8.573		
AMAZON.COM INC	675,89	83.569		
AMDOCS LTD	54,57	10.312		
AMERCO	389,50	5.675		
AMERICAN EAGLE OUTFITTERS	15,50	21.084		
AMERICAN ELECTRIC POWER	58,27	21.367	60,72	20.850
AMERICAN INTERNATIONAL GROUP	61,97	18.082	56,01	14.293
AMERICAN TOWER CORP			98,85	14.252
AMGEN INC	162,33	7.727	159,29	6.943
ANNALY CAPITAL MANAGEMENT IN	9,38	9.846	10,81	4.887
ANTHEM INC	139,44	9.203	125,67	14.826
APPLE INC	105,26	126.942	110,38	125.720
ARCHER-DANIELS-MIDLAND CO	36,68	35.405	52,00	39.388
ASPEN INSURANCE HOLDINGS LTD	48,30	8.694		
ASPEN TECHNOLOGY INC	37,76	11.784	35,02	19.418
ASSURED GUARANTY LTD	26,43	6.283		
AT&T INC	34,41	20.842		
AUTOZONE INC	741,91	26.345	619,11	20.588
AVAGO TECHNOLOGIES LTD	145,15	16.309	100,59	10.671
B/E AEROSPACE INC	42,37	4.223	58,02	3.574
BANK OF AMERICA CORP	16,83	12.688	17,89	29.338
BAXTER INTERNATIONAL INC			73,29	4.318
BED BATH & BEYOND INC			76,17	13.702
BERKSHIRE HATHAWAY INC-CL B	132,04	19.761	150,15	13.901
BEST BUY CO INC	30,45	13.581	38,98	15.385
BIG LOTS INC			40,02	3.718
BIOGEN INC	306,35	9.670	339,45	36.255
BOEING CO/THE	144,59	21.192	129,98	22.060
BRISTOL-MYERS SQUIBB CO	68,79	47.396	59,03	27.800
BROADCOM CORP-CL A	57,82	34.823	43,33	24.986
BROCADE COMMUNICATIONS SYS	9,18	4.934		
BUNGE LTD	68,28	15.385	90,91	18.968
CALIFORNIA RESOURCES CORP			5,51	491
CAPITAL ONE FINANCIAL CORP	72,18	13.817	82,55	23.176
CARDINAL HEALTH INC	89,27	5.719		
CARMAX INC	53,97	5.809		
CARNIVAL CORP	54,48	13.906	45,33	5.629
CELGENE CORP	119,76	45.693	111,86	4.431
CENTENE CORP			103,85	6.506
CENTURYLINK INC	25,16	18.045	39,58	25.906
CF INDUSTRIES HOLDINGS INC			272,54	4.493
CHARTER COMMUNICATION-A	183,10	20.643	166,62	21.567
CHEVRON CORP	89,96	5.169	112,18	25.090
CIGNA CORP	146,33	13.606	102,91	27.520
CISCO SYSTEMS INC	27,16	56.878	27,82	16.271
CIT GROUP INC			47,83	4.110
CITIGROUP INC	51,75	43.086	54,11	16.851

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA AKK. (MFS/NYKREDIT)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 615.38 pr. 31-12-2014</b>				
CITRIX SYSTEMS INC			63,80	21.573
COGNIZANT TECH SOLUTIONS-A	60,02	33.714	52,66	18.565
COMCAST CORP-CLASS A	56,43	56.428	58,01	49.216
COMMSCOPE HOLDING CO INC	25,89	6.414		
COMMUNITY HEALTH SYSTEMS INC	26,53	10.722		
COMPUTER SCIENCES CORP	32,68	2.429	63,05	15.330
CONOCOPHILLIPS			69,06	8.992
CONSOLIDATED EDISON INC	64,27	5.810	66,01	4.663
COOPER COS INC/THE			162,09	5.291
CSRA INC	30,00	2.230		
CUMMINS INC	88,01	12.081	144,17	28.652
CVS HEALTH CORP	97,77	61.904	96,31	64.685
DANAHER CORP	92,88	25.852		
DEERE & CO			88,47	8.116
DELPHI AUTOMOTIVE PLC			72,72	9.213
DELTA AIR LINES INC	50,69	20.776	49,19	12.598
DEVRY EDUCATION GROUP INC			47,47	5.388
DIGITAL REALTY TRUST INC			66,30	8.942
DILLARDS INC-CL A	65,71	4.082	125,18	5.216
DISCOVER FINANCIAL SERVICES	53,62	23.326	65,49	26.678
DOMTAR CORP	36,95	4.262		
DU PONT (E.I.) DE NEMOURS			73,94	4.752
DUKE ENERGY CORP	71,39	10.385	83,54	11.504
EAST WEST BANCORP INC	41,56	5.486		
EATON VANCE CORP			40,93	4.758
EBAY INC	27,48	4.520		
EDISON INTERNATIONAL			65,48	19.157
ELECTRONIC ARTS INC	68,72	31.103	47,02	23.328
ELI LILLY & CO	84,26	29.009	68,99	29.514
ENDURANCE SPECIALTY HOLDINGS	63,99	7.231		
ENSCO PLC-CL A	15,39	6.759	29,95	8.757
ENTERGY CORP	68,36	21.490	87,48	27.869
EOG RESOURCES INC	70,79	13.692	92,07	14.431
EQUITY LIFESTYLE PROPERTIES	66,67	15.125	51,55	8.414
ESTEE LAUDER COMPANIES-CL A	88,06	11.110		
EVEREST RE GROUP LTD	183,09	5.741	170,30	29.253
EXELON CORP	27,77	31.937	37,08	7.926
EXXON MOBIL CORP	77,95	42.305	92,45	81.149
FACEBOOK INC-A	104,66	31.430	78,02	35.988
FIFTH THIRD BANCORP			20,38	6.031
FLEETCOR TECHNOLOGIES INC	142,93	13.573	148,71	20.583
FOOT LOCKER INC	65,09	22.856	56,18	15.382
FORD MOTOR CO	14,09	5.948	15,50	9.440
FRONTIER COMMUNICATIONS CORP			6,67	9.110
GARMIN LTD			52,83	4.083
GENERAL ELECTRIC CO	31,15	43.679	25,27	21.416
GENERAL MILLS INC	57,66	8.659	53,33	15.657
GENERAL MOTORS CO	34,01	21.950		
GENTEX CORP	16,01	4.582	36,13	5.507
GENUINE PARTS CO			106,57	12.666
GILEAD SCIENCES INC	101,19	65.324	94,26	29.151
GLOBAL PAYMENTS INC	64,51	26.364	80,73	5.377
GOLDMAN SACHS GROUP INC	180,23	50.596	193,83	40.778
GOODYEAR TIRE & RUBBER CO	32,67	19.580		
GOOGLE INC-CL A			530,66	28.962
GOOGLE INC-CL C			526,40	11.017
GRACO INC			80,18	10.874
HALLIBURTON CO			39,33	3.012
HASBRO INC			54,99	13.279



**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA AKK. (MFS/NYKREDIT)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
HCA HOLDINGS INC	67,63	6.478	73,39	25.086
HCP INC	38,24	7.512		
HEALTH NET INC			53,53	7.122
HELMERICH & PAYNE			67,42	9.795
HESS CORP			73,82	16.834
HEWLETT-PACKARD CO			40,13	39.218
HOLLYFRONTIER CORP	39,89	10.564		
HOLOGIC INC	38,69	19.588		
HONEYWELL INTERNATIONAL INC	103,57	4.791		
HOSPITALITY PROPERTIES TRUST			31,00	4.426
HUMANA INC			143,63	13.513
HUNTINGTON BANCSHARES INC	11,06	11.637	10,52	10.015
HUNTINGTON INGALLS INDUSTRIE	126,85	5.734	112,46	12.160
ILLUMINA INC			184,58	20.390
INGRAM MICRO INC-CL A	30,38	19.562		
INGREDION INC	95,84	16.613	84,84	13.737
INTEL CORP	34,45	58.630	36,29	59.606
INTERCONTINENTAL EXCHANGE IN	256,26	11.461		
INTL BUSINESS MACHINES CORP	137,62	8.549	160,44	7.443
INTL FLAVORS & FRAGRANCES	119,64	6.136	101,36	4.967
INTUIT INC	96,50	23.625		
INTUITIVE SURGICAL INC	546,16	5.834		
IRON MOUNTAIN INC			38,66	24.206
JABIL CIRCUIT INC	23,29	5.268		
JAZZ PHARMACEUTICALS PLC	140,56	8.810		
JM SMUCKER CO/THE			100,98	6.507
JOHNSON & JOHNSON	102,72	72.721	104,57	68.631
JOHNSON CONTROLS INC	39,49	11.224	48,34	17.507
JONES LANG LASALLE INC	159,86	8.619	149,93	4.878
JPMORGAN CHASE & CO	66,03	83.894	62,58	71.791
KIMCO REALTY CORP	26,46	10.014	25,14	5.929
KLA-TENCOR CORP			70,32	3.984
KLX INC			41,25	1.270
KOHL'S CORP	47,63	24.218	61,04	40.939
KROGER CO	41,83	10.454	64,21	22.194
L-3 COMMUNICATIONS HOLDINGS			126,21	9.502
LAM RESEARCH CORP	79,42	5.513		
LEAR CORP	122,83	16.755	98,08	23.243
LEXMARK INTERNATIONAL INC-A			41,27	4.295
LINCOLN NATIONAL CORP			57,67	12.279
LYONDELLBASELL INDU-CL A	86,90	25.692	79,39	17.956
MACY'S INC			65,75	5.075
MARATHON PETROLEUM CORP	51,84	36.716	90,26	35.087
MARVELL TECHNOLOGY GROUP LTD			14,50	4.890
MCDONALD'S CORP			93,70	18.312
MCKESSON CORP	197,23	21.858	207,58	21.219
MEDIVATION INC	48,34	5.739		
MEDTRONIC PLC	76,92	28.432		
MERCK & CO. INC.	52,82	33.640	56,79	18.351
METLIFE INC	48,21	22.387	54,09	26.135
MFA FINANCIAL INC	6,60	9.415	7,99	15.048
MICHAEL KORS HOLDINGS LTD			75,10	4.634
MICROSOFT CORP	55,48	65.180	46,45	42.502
MID-AMERICA APARTMENT COMM	90,81	5.658		
MIDDLEBY CORP	107,87	5.081		
MOLINA HEALTHCARE INC	60,13	10.542		
MONDELEZ INTERNATIONAL INC-A	44,84	17.534	36,33	16.349
MONSANTO CO	98,52	19.920	119,47	17.006
NATIONAL OILWELL VARCO INC	33,49	4.322	65,53	3.704

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA AKK. (MFS/NYKREDIT)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b>				
NIKE INC -CL B	62,50	25.144		
NOBLE CORP PLC	10,55	3.529		
NOBLE ENERGY INC	32,93	15.784		
NORDSTROM INC			79,39	4.624
NORFOLK SOUTHERN CORP	84,59	5.924	109,61	7.364
NORTHROP GRUMMAN CORP	188,81	31.831	147,39	23.268
NORWEGIAN CRUISE LINE HOLDIN	58,60	23.831		
NU SKIN ENTERPRISES INC - A	37,89	4.401		
NVIDIA CORP	32,96	15.198	20,05	8.702
OCCIDENTAL PETROLEUM CORP	67,61	5.349	80,61	23.927
OMEGA HEALTHCARE INVESTORS	34,98	7.188	39,07	7.908
ORACLE CORP	36,53	4.324	44,97	14.409
OWENS CORNING	47,03	9.650		
PACCAR INC	47,40	8.640		
PACKAGING CORP OF AMERICA			78,05	5.374
PARTNERRE LTD	139,74	6.591	114,13	6.572
PBF ENERGY INC-CLASS A	36,81	6.832		
PFIZER INC	32,28	9.350	31,15	42.249
PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	87,91	29.990	81,45	27.428
PIEDMONT OFFICE REALTY TRU-A	18,88	5.821	18,84	5.239
PILGRIM'S PRIDE CORP	22,09	14.454	32,79	9.195
PNC FINANCIAL SERVICES GROUP	95,31	7.031	91,23	6.227
PPG INDUSTRIES INC	98,82	4.996	231,15	8.173
PRICELINE GROUP INC/THE	1.274,95	14.180	1.140,21	13.703
PROCTER & GAMBLE CO/THE	79,41	25.552	91,09	37.474
PRUDENTIAL FINANCIAL INC	81,41	37.057	90,46	42.871
PTC INC			36,65	8.995
PUBLIC SERVICE ENTERPRISE GP	38,69	23.730	41,41	24.080
PUBLIC STORAGE	247,70	17.821	184,85	10.113
QUALCOMM INC	49,99	6.534	74,33	26.394
RAYTHEON COMPANY			108,17	20.853
REALOGY HOLDINGS CORP	36,67	13.358		
REGAL BELOIT CORP	58,52	5.572		
REGENCY CENTERS CORP	68,12	5.208	63,78	4.465
REGENERON PHARMACEUTICALS	542,87	4.449		
REINSURANCE GROUP OF AMERICA	85,55	10.541	87,62	5.839
RELIANCE STEEL & ALUMINUM			61,27	4.406
ROWAN COMPANIES PLC-A	16,95	3.857		
ROYAL CARIBBEAN CRUISES LTD	101,21	11.718	82,43	6.056
SALESFORCE.COM INC	78,40	7.879		
SANDISK CORP			97,98	5.199
SANTANDER CONSUMER USA HOLDI	15,85	4.808	19,61	13.299
SCHLUMBERGER LTD	69,75	14.087	85,41	15.915
SNAP-ON INC	171,43	16.077	136,74	11.912
SOUTHWEST AIRLINES CO	43,06	6.846	42,32	7.592
SPECTRUM BRANDS HOLDINGS INC			95,68	10.983
SPIRIT AEROSYSTEMS HOLD-CL A	50,07	23.531	43,04	9.080
STEEL DYNAMICS INC	17,87	4.623	19,74	9.258
STRYKER CORP			94,33	21.614
SYMANTEC CORP	21,00	5.665	25,66	4.423
SYNOPSIS INC	45,61	11.808		
T ROWE PRICE GROUP INC			85,86	5.302
TARGET CORP	72,61	18.449		
TESORO CORP	105,37	11.602		
THERMO FISHER SCIENTIFIC INC			125,29	9.104
TIME WARNER CABLE	185,59	12.761	152,06	8.160
TIME WARNER INC			85,42	28.220
TRAVELERS COS INC/THE	112,86	6.079		
TRINITY INDUSTRIES INC	24,02	7.389	28,01	4.958

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA AKK. (MFS/NYKREDIT)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 615.38 pr. 31-12-2014</b>				
TRIPADVISOR INC			74,66	16.499
TWO HARBORS INVESTMENT CORP	8,10	5.268	10,02	4.100
TYSON FOODS INC-CL A	53,33	44.202	40,09	10.701
UNION PACIFIC CORP	78,20	27.044	119,13	23.161
UNITED PARCEL SERVICE-CL B			111,17	6.004
UNITED STATES STEEL CORP			26,74	9.323
UNITED TECHNOLOGIES CORP	96,07	26.927	115,00	24.906
UNITED THERAPEUTICS CORP	156,61	11.172	129,49	7.290
UNITEDHEALTH GROUP INC	117,64	34.764	101,09	22.840
UNIVERSAL HEALTH SERVICES-B	119,49	4.938		
VALERO ENERGY CORP	70,71	42.385	49,50	4.835
VALIDUS HOLDINGS LTD	46,29	21.331	41,56	17.182
VANGUARD S&P 500 UCITS ETF			39,65	14.015
VERISIGN INC			57,00	8.781
VERIZON COMMUNICATIONS INC	46,22	34.420	46,78	32.622
VF CORP			74,90	4.951
VISA INC-CLASS A SHARES	77,55	23.343	262,20	18.334
WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	85,16	4.627		
WAL-MART STORES INC	61,30	5.040	85,88	6.669
WALT DISNEY CO/THE	105,08	14.574	94,19	12.366
WELLS FARGO & CO	54,36	41.526	54,82	36.989
WELLTOWER INC	68,03	5.430		
WESTAR ENERGY INC	42,41	13.294	41,24	14.478
WESTERN DIGITAL CORP			110,70	29.880
WESTERN UNION CO	17,91	12.301	17,91	14.190
WESTLAKE CHEMICAL CORP	54,32	4.138	61,09	5.165
WHIRLPOOL CORP	146,87	4.382		
WORLD FUEL SERVICES CORP	38,46	4.606		
WP CAREY INC	59,00	4.722	70,10	7.867
YUM! BRANDS INC	73,05	16.848	72,85	9.764
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>3.637.309</b>		<b>3.413.693</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
EUROPA (BLACKROCK)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>CHF 686,29 pr. 31-12-2015 (619,31 pr. 31-12-2014)</b>				
CIE FINANCIERE RICHEMONT-REG	72,10	8.489	88,80	15.562
HOLCIM LTD-REG			71,35	3.837
NOVARTIS AG-REG	86,80	25.220		
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN			269,90	7.321
UBS GROUP AG-REG			17,09	20.476
ZURICH INSURANCE GROUP AG	258,40	19.702	311,70	21.445
<b>DKK 100,00 pr. 31-12-2015</b>				
CARLSBERG AS-B	612,50	2.086		
NOVO NORDISK A/S-B	399,90	32.888	260,30	24.363
<b>EUR 746,26 pr. 31-12-2015</b>				
ADIDAS AG	89,91	9.345		
AIRBUS GROUP SE			41,35	6.012
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	114,40	27.845		
ASML HOLDING NV	82,55	13.884	89,50	16.709
ATLANTIA SPA	24,50	16.522		
AXA SA	25,23	25.330	19,21	18.324
BANK OF IRELAND	0,34	17.591		
BAYER AG-REG	115,80	16.074	113,00	26.735
BOUYGUES SA	36,55	6.222		
CAP GEMINI	85,60	13.127	59,48	13.704
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN			35,23	12.275
CONTINENTAL AG	224,55	14.974	175,55	12.160
COVESTRO AG	33,64	1.924		
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	77,58	17.381		
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	16,69	18.373	13,25	17.631
ENEL SPA			3,70	4.662
FRESENIUS SE & CO KGAA	65,97	8.664	43,16	9.694
HEINEKEN NV	78,77	12.773	58,95	18.487
HERMES INTERNATIONAL			294,80	1.159
IBERDROLA SA			5,60	4.911
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL			23,71	6.161
ING GROEP NV-CVA	12,45	25.273		
INTESA SANPAOLO	3,09	23.990	2,42	20.688
KBC GROEP NV	57,67	15.642	46,50	21.536
KERING			159,50	7.431
KONINKLIJKE KPN NV	3,49	21.521		
LEG IMMOBILIEEN AG			61,99	11.081
L'OREAL			139,30	17.160
LUXOTTICA GROUP SPA			45,50	13.676
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	144,90	20.856	132,25	10.687
PERNOD RICARD SA	105,20	10.922	92,26	7.560
RELX NV	15,54	9.472		
RENAULT SA	92,63	20.114	60,53	3.540
RYANAIR HOLDINGS PLC	15,01	14.079	9,81	11.289
SAFRAN SA	63,37	4.570		
SAP SE	73,38	27.725		
SCHNEIDER ELECTRIC SE			60,61	7.595
SCOUT24 AG	32,93	3.988		
TOTAL SA			42,52	26.123
UNIBAIL-RODAMCO SE	234,40	18.253		
VOLKSWAGEN AG-PREF			185,00	14.803
WARTSILA OYJ ABP	42,15	4.762		
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015</b>				
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	3.342,00	13.768		
ASTRAZENECA PLC	4.616,50	19.582	4.555,50	19.730
BARCLAYS PLC	218,90	5.668	243,50	17.837
BG GROUP PLC	985,00	8.662	865,00	11.428
BHP BILLITON PLC	760,00	9.085		
BP PLC	354,00	9.149		
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	3.771,00	25.403		
BT GROUP PLC	471,70	29.132	401,50	18.606

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
EUROPA (BLACKROCK)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015</b>				
CARNIVAL PLC	3.866,00	14.651		
CRH PLC	1.971,00	13.320		
DIAGEO PLC			1.848,50	18.829
HARGREAVES LANSDOWN PLC	1.506,00	12.984	1.012,00	10.744
HSBC HOLDINGS PLC			608,60	10.136
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	3.586,50	23.736	2.836,00	16.556
JOHNSON MATTHEY PLC			3.397,00	5.001
LLOYDS BANKING GROUP PLC	73,07	26.182		
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	2.744,00	17.971		
MERLIN ENTERTAINMENT	455,50	11.759	398,60	8.800
PRUDENTIAL PLC	1.531,00	29.678	1.492,00	25.131
RIO TINTO PLC			3.000,00	29.279
ROYAL DUTCH SHELL PLC-B SHS	1.543,00	37.494	2.233,00	37.064
SABMILLER PLC			3.361,00	18.998
SHIRE PLC			4.533,00	15.473
TESCO PLC	149,50	7.177	189,00	5.812
TUI AG-DI	1.211,00	10.291		
VODAFONE GROUP PLC	221,00	18.320	222,65	24.734
WORLDPAY GROUP PLC	307,30	12.972		
<b>SEK 81,49 pr. 31-12-2015</b>				
ASSA ABLOY AB-B	178,00	19.397	414,80	15.423
ELECTROLUX AB-SER B	205,20	13.078		
HEXAGON AB-B SHS	314,80	12.468		
LUNDIN PETROLEUM AB	122,60	9.520		
NORDEA BANK AB	93,30	8.079		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>949.109</b>		<b>744.374</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
EUROPA AKK. (BLACKROCK)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>CHF 686,29 pr. 31-12-2015 (619,31 pr. 31-12-2014)</b>				
CIE FINANCIERE RICHEMONT-REG	72,10	19.629	88,80	39.140
HOLCIM LTD-REG			71,35	9.678
NOVARTIS AG-REG	86,80	58.331		
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN			269,90	18.609
UBS GROUP AG-REG			17,09	52.584
ZURICH INSURANCE GROUP AG	258,40	45.466	311,70	54.269
<b>DKK 100,00 pr. 31-12-2015</b>				
CARLSBERG AS-B	612,50	4.837		
NOVO NORDISK A/S-B	399,90	76.159	260,30	61.642
<b>EUR 746,26 pr. 31-12-2015</b>				
ADIDAS AG	89,91	21.666		
AIRBUS GROUP SE			41,35	15.120
ANHEUSER-BUSCH INBEV SA/NV	114,40	64.650		
ASML HOLDING NV	82,55	32.081	89,50	42.021
ATLANTIA SPA	24,50	37.812		
AXA SA	25,23	58.883	19,21	46.875
BANK OF IRELAND	0,34	40.729		
BAYER AG-REG	115,80	36.522	113,00	67.554
BOUYGUES SA	36,55	14.232		
CAP GEMINI	85,60	30.350	59,48	34.463
COMPAGNIE DE SAINT GOBAIN			35,23	30.910
CONTINENTAL AG	224,55	34.718	175,55	30.581
COVESTRO AG	33,64	4.405		
DAIMLER AG-REGISTERED SHARES	77,58	40.408		
DEUTSCHE TELEKOM AG-REG	16,69	42.475	13,25	44.093
ENEL SPA			3,70	11.782
FRESENIUS SE & CO KGAA	65,97	19.795	43,16	24.537
HEINEKEN NV	78,77	29.554	58,95	46.332
HERMES INTERNATIONAL			294,80	2.920
IBERDROLA SA			5,60	12.418
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL			23,71	15.493
ING GROEP NV-CVA	12,45	58.595		
INTESA SANPAOLO	3,09	55.461	2,42	52.203
KBC GROEP NV	57,67	36.209	46,50	54.319
KERING			159,50	18.692
KONINKLIJKE KPN NV	3,49	50.183		
LEG IMMOBILIE AG			61,99	28.070
L'OREAL			139,30	43.156
LUXOTTICA GROUP SPA			45,50	34.359
LVMH MOET HENNESSY LOUIS VUI	144,90	47.817	132,25	26.878
PERNOD RICARD SA	105,20	25.322	92,26	19.013
RELX NV	15,54	21.898		
RENAULT SA	92,63	46.517	60,53	8.875
RYANAIR HOLDINGS PLC	15,01	32.779	9,81	28.268
SAFRAN SA	63,37	10.595		
SAP SE	73,38	64.104		
SCHNEIDER ELECTRIC SE			60,61	18.945
SCOUT24 AG	32,93	9.128		
TOTAL SA			42,52	66.105
UNIBAIL-RODAMCO SE	234,40	42.174		
VOLKSWAGEN AG-PREF			185,00	37.481
WARTSILA OYJ ABP	42,15	11.010		
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015</b>				
ASSOCIATED BRITISH FOODS PLC	3.342,00	32.145		
ASTRAZENECA PLC	4.616,50	45.270	4.555,50	50.765
BARCLAYS PLC	218,90	13.107	243,50	44.719
BG GROUP PLC	985,00	21.548	865,00	28.708
BHP BILLITON PLC	760,00	21.409		
BP PLC	354,00	21.145		
BRITISH AMERICAN TOBACCO PLC	3.771,00	58.773		
BT GROUP PLC	471,70	68.607	401,50	46.808

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
EUROPA AKK. (BLACKROCK)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015</b>				
CARNIVAL PLC	3.866,00	32.598		
CRH PLC	1.971,00	30.976		
DIAGEO PLC			1.848,50	47.491
HARGREAVES LANSDOWN PLC	1.506,00	29.989	1.012,00	27.988
HSBC HOLDINGS PLC			608,60	25.691
IMPERIAL TOBACCO GROUP PLC	3.586,50	56.224	2.836,00	41.899
JOHNSON MATTHEY PLC			3.397,00	12.702
LLOYDS BANKING GROUP PLC	73,07	60.388		
LONDON STOCK EXCHANGE GROUP	2.744,00	41.268		
MERLIN ENTERTAINMENT	455,50	27.435	398,60	22.291
PRUDENTIAL PLC	1.531,00	69.042	1.492,00	63.387
RIO TINTO PLC			3.000,00	73.846
ROYAL DUTCH SHELL PLC-B SHS	1.543,00	87.342	2.233,00	95.856
SABMILLER PLC			3.361,00	47.755
SHIRE PLC			4.533,00	39.135
TESCO PLC	149,50	16.504	189,00	14.549
TUI AG-DI	1.211,00	23.100		
VODAFONE GROUP PLC	221,00	42.498	222,65	62.387
WORLDPAY GROUP PLC	307,30	29.972		
<b>SEK 81,49 pr. 31-12-2015</b>				
ASSA ABLOY AB-B	178,00	46.947	414,80	38.767
ELECTROLUX AB-SER B	205,20	30.234		
HEXAGON AB-B SHS	314,80	28.825		
LUNDIN PETROLEUM AB	122,60	22.030		
NORDEA BANK AB	93,30	19.100		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>2.200.970</b>		<b>1.882.124</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
JAPAN**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>JPY 5,71 pr. 31-12-2015 (5,13 pr. 31-12-2014)</b>				
AMADA HOLDINGS CO LTD	1.164,00	4.600	1.037,00	3.401
ASAHI KASEI CORP	822,90	7.472	1.105,50	5.617
CANON INC	3.675,00	5.394	3.840,50	7.175
DAI-ICHI LIFE INSURANCE	2.035,00	14.225	1.841,00	9.950
DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD	3.503,00	7.022	2.293,00	4.519
FANUC CORP	21.080,00	7.584		
HITACHI LTD	691,50	8.135	900,70	7.535
HULIC CO LTD	1.069,00	2.912	1.211,00	2.741
IZUMI CO LTD	4.710,00	5.810	4.250,00	4.341
KANSAI ELECTRIC POWER CO INC	1.459,50	5.951	1.148,00	3.689
KOMATSU LTD	1.992,00	8.111	2.684,00	8.210
LIXIL GROUP CORP	2.700,00	9.082	2.554,00	6.135
MAKITA CORP	7.030,00	9.354	5.480,00	6.075
MARUI GROUP CO LTD	1.978,00	7.512	1.094,00	4.576
MIRACA HOLDINGS INC	5.350,00	5.163	5.210,00	4.172
mitsubishi corp	2.028,00	7.829	2.217,00	7.101
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	757,10	9.633	664,50	9.846
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	243,50	14.616	202,50	10.087
NIDEC CORP	8.837,00	13.020	7.851,00	11.162
NINTENDO CO LTD	16.755,00	5.837	12.605,00	6.793
NIPPON STEEL & SUMITOMO META	2.416,00	8.154	300,90	8.417
NIPPON YUSEN KK	295,00	5.391	342,00	5.196
NOMURA HOLDINGS INC	679,10	13.081	690,20	11.035
ORIX CORP	1.715,50	14.225	1.523,50	9.821
RICOH CO LTD	1.251,00	5.765	1.229,00	4.699
RINNAI CORP			8.130,00	3.171
SUMITOMO MITSUI TRUST HOLDIN	461,00	13.690	463,20	11.412
TAKASHIMAYA CO LTD	1.094,00	7.560	967,00	5.509
TOKYO ELECTRON LTD	7.322,00	7.903		
TOKYU FUDOSAN HOLDINGS CORP	762,00	8.151	841,00	7.463
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>243.182</b>		<b>189.851</b>



**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
JAPAN AKK.**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>JPY 5,71 pr. 31-12-2015 (5,13 pr. 31-12-2014)</b>				
AMADA HOLDINGS CO LTD	1.164,00	11.281	1.037,00	8.937
ASAHI KASEI CORP	822,90	18.798	1.105,50	15.036
CANON INC	3.675,00	13.495	3.840,50	19.337
DAI-ICHI LIFE INSURANCE	2.035,00	35.829	1.841,00	26.892
DAIWA HOUSE INDUSTRY CO LTD	3.503,00	17.384	2.293,00	12.040
FANUC CORP	21.080,00	19.021		
HITACHI LTD	691,50	20.535	900,70	20.433
HULIC CO LTD	1.069,00	7.338	1.211,00	7.403
IZUMI CO LTD	4.710,00	14.632	4.250,00	11.736
KANSAI ELECTRIC POWER CO INC	1.459,50	14.978	1.148,00	9.952
KOMATSU LTD	1.992,00	20.420	2.684,00	22.110
LIXIL GROUP CORP	2.700,00	22.867	2.554,00	16.609
MAKITA CORP	7.030,00	23.566	5.480,00	16.398
MARUI GROUP CO LTD	1.978,00	18.921	1.094,00	12.331
MIRACA HOLDINGS INC	5.350,00	13.015	5.210,00	11.311
mitsubishi corp	2.028,00	19.885	2.217,00	19.333
MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GRO	757,10	24.204	664,50	26.545
MIZUHO FINANCIAL GROUP INC	243,50	36.753	202,50	27.196
NIDEC CORP	8.837,00	32.702	7.851,00	30.061
NINTENDO CO LTD	16.755,00	14.735	12.605,00	18.568
NIPPON STEEL & SUMITOMO META	2.416,00	20.503	300,90	22.718
NIPPON YUSEN KK	295,00	13.595	342,00	14.025
NOMURA HOLDINGS INC	679,10	32.953	690,20	29.803
ORIX CORP	1.715,50	35.788	1.523,50	26.532
RICOH CO LTD	1.251,00	14.338	1.229,00	12.534
RINNAI CORP			8.130,00	8.596
SUMITOMO MITSUI TRUST HOLDIN	461,00	34.435	463,20	30.788
TAKASHIMAYA CO LTD	1.094,00	18.993	967,00	14.890
TOKYO ELECTRON LTD	7.322,00	19.695		
TOKYU FUDOSAN HOLDINGS CORP	762,00	20.592	841,00	20.227
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>611.251</b>		<b>512.341</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER (INVESTEC)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>				
<b>KRW 0,56 pr. 31-12-2014</b>				
KOREA 10YR BND FU MAR15			0,71	-36
KOREA 3YR BND FUT MAR15			0,04	-17
<b>USD 615,38 pr. 31-12-2014</b>				
US 10YR NOTE (CBT)MAR15			0,70	-51
US 10YR NOTE (CBT)MAR16	-0,45	6		
US 5YR NOTE (CBT) MAR15			0,03	-1
US 5YR NOTE (CBT) MAR16	-0,34	-14		
<b>ZAR 44,33 pr. 31-12-2015</b>				
R186 BOND FUTURE FEB16	-9,55	-72		
R2037 BOND FUTURE FEB15			-2,39	-215
R2037 BOND FUTURE FEB16	-9,69	-34		
R204 BOND FUTURE FEB15			-0,36	-22
R204 BOND FUTURE FEB16	-3,94	-205		
R207 BOND FUTURE FEB15			-0,44	-44
R207 BOND FUTURE FEB16	-4,98	-638		
R208 BOND FUTURE FEB15			-0,36	-61
R208 BOND FUTURE FEB16	-5,85	-234		
		<b>-1.191</b>		<b>-449</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter i alt</b>				
<b>Obligationer</b>				
<b>BRL 231,50 pr. 31-12-2014</b>				
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/17			1.001,05	33.668
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/18	950,01	7.725	985,57	10.685
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/21	844,20	4.921	952,71	13.520
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/23			935,77	13.405
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/25	763,65	1.648	877,36	5.833
BRAZIL REP OF BRAZIL 12.5 01/05/22	102,65	2.763	111,00	3.983
BRAZIL-LTN BLTN 0 01/01/18	738,56	1.590	697,88	2.003
MORGAN STANLEY MS 11.5 10/22/20	99,22	1.292	99,28	3.999
<b>CLP 0,97 pr. 31-12-2015 (1,01 pr. 31-12-2014)</b>				
CHILE - BCP BCPL 6 02/01/16	102,72	2.490	105,65	2.678
<b>COP 0,26 pr. 31-12-2014</b>				
COLOMBIA REP OF COLOM 12 10/22/15			105,38	712
COLOMBIA REP OF COLOM 7.75 04/14/21	102,04	1.210	108,71	1.543
COLOMBIA TES COLTES 10 07/24/24	110,27	7.195	119,55	5.693
COLOMBIA TES COLTES 11 07/24/20	112,23	563		
COLOMBIA TES COLTES 11.25 10/24/18			117,62	113
COLOMBIA TES COLTES 6 04/28/28	78,25	562	86,68	4.571
COLOMBIA TES COLTES 7 05/04/22	94,33	291	100,57	7.083
COLOMBIA TES COLTES 7 09/11/19			104,01	1.966
COLOMBIA TES COLTES 7.5 08/26/26	92,08	2.143	100,67	5.536
COLOMBIA TES COLTES 7.75 09/18/30	89,86	839		
FINDETER FDT 7.875 08/12/24	92,12	791	101,59	1.044
<b>HUF 2,36 pr. 31-12-2015</b>				
HUNGARY GOVT HGB 2.5 06/22/18	100,85	2.764		
HUNGARY GOVT HGB 3 06/26/24	97,58	2.127		
HUNGARY GOVT HGB 3.5 06/24/20	103,95	8.144	101,78	1.065
HUNGARY GOVT HGB 4 04/25/18	104,27	1.915	103,91	1.906
HUNGARY GOVT HGB 5.5 06/24/25	117,53	2.767	115,73	1.061
HUNGARY GOVT HGB 5.5 12/20/18	108,96	6.138	109,73	9.855
HUNGARY GOVT HGB 5.5 12/22/16			106,92	566
HUNGARY GOVT HGB 6 11/24/23	118,55	683		
HUNGARY GOVT HGB 6.5 06/24/19			114,48	4.342
HUNGARY GOVT HGB 6.75 11/24/17	109,52	46	111,91	698
HUNGARY GOVT HGB 7 06/24/22			122,98	6.682
HUNGARY GOVT HGB 7.75 08/24/15			103,92	629
<b>IDR 0,05 pr. 31-12-2015</b>				
EUROPEAN INVT BK EIB 6.95 02/06/20	92,73	1.359		
INDONESIA GOV'T INDOGB 10 02/15/28	107,50	1.433	115,13	1.530
INDONESIA GOV'T INDOGB 10.25 07/15/2	106,78	1.540	113,93	1.639
INDONESIA GOV'T INDOGB 10.25 07/15/2	108,85	2.261	116,25	6.885
INDONESIA GOV'T INDOGB 10.5 08/15/30			120,88	5.012
INDONESIA GOV'T INDOGB 12.8 06/15/21	116,93	2.875	125,88	3.086
INDONESIA GOV'T INDOGB 5.625 05/15/2	82,51	2.136	86,99	2.245
INDONESIA GOV'T INDOGB 6.625 05/15/3	79,25	1.408	85,23	1.509

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER (INVESTEC)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>IDR 0.05 pr. 31-12-2014</b>				
INDONESIA GOV'T INDOGB 7.875 04/15/1			100,87	7.482
INDONESIA GOV'T INDOGB 8.375 03/15/2	97,55	4.032	104,02	15.563
INDONESIA GOV'T INDOGB 8.375 03/15/3	94,10	1.293		
INDONESIA GOV'T INDOGB 8.375 09/15/2	98,00	71	102,88	75
INDONESIA GOV'T INDOGB 9 03/15/29	100,46	4.979	107,37	1.905
INDONESIA GOV'T INDOGB 9.5 07/15/31	103,68	493	111,17	527
INTERAMER DEV BK IADB 7.35 09/12/18	94,56	2.516	99,80	2.648
<b>MXN 39,78 pr. 31-12-2015</b>				
AMERICA MOVIL SA AMXLMM 7.125 12/09	97,77	1.777		
MEXICAN BONOS MBONO 10 11/20/36			140,98	3.249
MEXICAN BONOS MBONO 10 12/05/24	126,57	3.373		
MEXICAN BONOS MBONO 6.5 06/09/22	103,16	4.772	105,01	5.099
MEXICAN BONOS MBONO 6.5 06/10/21	103,69	1.918	105,27	4.562
MEXICAN BONOS MBONO 7.5 06/03/27			111,62	932
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 05/29/31			113,97	4.449
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 11/13/42	109,70	1.073	115,45	1.186
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 11/23/34	109,73	3.317	114,53	4.198
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 12/14/17	106,94	4.254		
MEXICAN BONOS MBONO 8 06/11/20	110,23	7.173		
MEXICAN BONOS MBONO 8 12/17/15			104,47	1.439
MEXICAN BONOS MBONO 8.5 05/31/29	116,98	2.643	121,30	2.603
MEXICAN BONOS MBONO 8.5 11/18/38	117,99	615	123,92	678
MEXICAN BONOS MBONO 8.5 12/13/18	110,33	2.830	113,00	6.816
MEXICAN UDIBONOS MUDI 4.5 12/04/25			118,20	991
PETROLEOS MEXICA PEMEX 7.19 09/12/24	97,19	3.878	101,46	2.321
<b>NGN 3.36 pr. 31-12-2014</b>				
NIGERIA GOVERNME NIGB 14.2 03/14/24			95,63	1.319
NIGERIA GOVERNME NIGB 16 06/29/19			102,15	2.590
NIGERIA GOVERNME NIGB 16.39 01/27/22			104,62	1.783
NIGERIA GOVERNME NIGB 4 04/23/15			96,78	1.463
<b>PEN 201.37 pr. 31-12-2015 (206.74 pr. 31-12-2014)</b>				
REPUBLIC OF PERU PERU 6.95 08/12/31	92,99	2.579	106,34	2.157
<b>PLN 173.97 pr. 31-12-2015</b>				
POLAND GOVT BOND POLGB 1.5 04/25/20	97,10	2.309		
POLAND GOVT BOND POLGB 2 04/25/21	97,94	1.343		
POLAND GOVT BOND POLGB 3.25 07/25/2	102,60	4.384	106,78	18.907
POLAND GOVT BOND POLGB 4 10/25/23	108,47	2.593	112,65	6.214
POLAND GOVT BOND POLGB 5.75 04/25/2			136,07	7.041
POLAND GOVT BOND POLGB 5.75 10/25/2	117,87	1.856	121,66	2.906
<b>RON 165.27 pr. 31-12-2015 (166.22 pr. 31-12-2014)</b>				
ROMANIA GOVT ROMGB 4.75 02/24/25	107,96	607	109,41	9.402
ROMANIA GOVT ROMGB 4.75 06/24/19	109,15	1.678	108,75	2.079
ROMANIA GOVT ROMGB 5.75 04/29/20	113,76	2.858	114,28	1.634
ROMANIA GOVT ROMGB 5.8 07/26/27			117,48	2.617
ROMANIA GOVT ROMGB 5.85 04/26/23	115,23	1.371	116,91	1.652
ROMANIA GOVT ROMGB 5.95 06/11/21	115,76	1.033	115,79	346
<b>RUB 9.41 pr. 31-12-2015 (10.26 pr. 31-12-2014)</b>				
EUROPEAN INVT BK EIB 6.5 09/30/16	100,88	3.511	90,33	3.428
EUROPEAN INVT BK EIB 6.75 06/13/17	102,97	1.057	89,00	996
RUSSIA-OFZ RFLB 6.2 01/31/18	93,10	456	78,95	421
RUSSIA-OFZ RFLB 6.4 05/27/20	88,39	1.462		
RUSSIA-OFZ RFLB 6.7 05/15/19	91,45	3.738		
RUSSIA-OFZ RFLB 6.9 08/03/16	98,27	317	89,33	314
RUSSIA-OFZ RFLB 7 01/25/23	87,13	2.423	68,00	2.062
RUSSIA-OFZ RFLB 7 08/16/23	86,39	591	67,82	1.009
RUSSIA-OFZ RFLB 7.05 01/19/28	83,55	948		
RUSSIA-OFZ RFLB 7.4 04/19/17			85,56	6.897
RUSSIA-OFZ RFLB 7.4 06/14/17	96,47	2.674	84,63	2.557
RUSSIA-OFZ RFLB 7.5 02/27/19	94,15	1.559	77,40	873
RUSSIA-OFZ RFLB 7.5 03/15/18	95,47	622	81,60	395
RUSSIA-OFZ RFLB 7.6 04/14/21	91,58	5.760	71,92	2.499
RUSSIA-OFZ RFLB 7.6 07/20/22	90,85	977		

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
NYE OBLIGATIONSMARKEDER (INVESTEC)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>RUB 9.41 pr. 31-12-2015 (10.26 pr. 31-12-2014)</b> RUSSIA-OFZ RFLB 8.15 02/03/27	91,75	2	71,99	3.319
<b>SGD 464.40 pr. 31-12-2014</b> SINGAPORE GOV'T SIGB 2.75 07/01/23			103,98	2.950
SINGAPORE GOV'T SIGB 3 09/01/24			106,23	10.177
SINGAPORE GOV'T SIGB 3.375 09/01/33			108,70	3.281
<b>THB 19.09 pr. 31-12-2015 (18.70 pr. 31-12-2014)</b> THAILAND GOV'T THAIGB 1.25 03/12/28	88,22	1.805	89,10	1.798
THAILAND GOV'T THAIGB 3.58 12/17/27	108,40	1.594	106,96	1.541
THAILAND GOV'T THAIGB 3.625 06/16/23	108,11	5.822	106,95	3.813
THAILAND GOV'T THAIGB 3.65 12/17/21	107,84	5.453	107,39	12.702
THAILAND GOV'T THAIGB 3.775 06/25/32	109,61	732	104,25	682
THAILAND GOV'T THAIGB 3.875 06/13/19	107,06	1.067	106,41	1.039
THAILAND GOV'T THAIGB 4.875 06/22/29	123,52	522	120,18	497
<b>TRY 263.21 pr. 31-12-2014</b> TURKEY GOV'T BOND TURKGB 10.4 03/27/			108,83	1.401
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 10.5 01/15/			110,50	6.771
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 6.5 01/07/1			99,92	3.435
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 8 03/12/25	85,62	196		
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 8.3 06/20/1	95,03	3.977	101,45	2.307
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 8.3 10/07/1			99,83	3.849
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 8.5 07/10/1	93,81	3.735	101,98	3.436
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 8.5 09/14/2	90,22	1.977	103,20	2.814
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 8.8 11/14/1	95,51	8.275	103,00	3.118
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 9 03/08/17	98,29	6.816	102,32	7.934
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 9 07/24/24	91,32	1.441		
TURKEY GOV'T BOND TURKGB 9.5 01/12/2			108,30	3.478
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b> AES EL SALV TRUS AES 6.75 03/28/23	88,00	3.023		
ALFA S.A. ALFAA 6.875 03/25/44	94,75	3.255		
ANGLOGOLD HOLDS ANGSJ 5.125 08/01/2	79,28	2.723		
ARGENT-GDP ARGENT 0 12/15/35	10,38	2.236		
BANCO CREDITO/PA BCP 6.875 09/16/26	108,29	2.976		
BBVA BANCOMER SA BBVASM 6.75 09/30/	109,25	3.002		
BHARTI AIRTEL IN BHARTI 5.125 03/11/2	104,15	5.509		
BRASKEM FIN LTD BRASKM 5.75 04/15/21	88,00	2.116		
BRAZIL REP OF BRAZIL 7.125 01/20/37	87,75	603		
BRAZIL REP OF BRAZIL 8.25 01/20/34	97,00	1.199		
BRF SA BRFSBZ 4.75 05/22/24	91,90	5.240		
CHILE CHILE 3.125 03/27/25	100,37	2.758		
CHILE CHILE 3.25 09/14/21	103,63	2.136		
COLOMBIA REP OF COLOM 10.375 01/28/3	139,17	1.434		
COLOMBIA REP OF COLOM 7.375 09/18/37	110,75	2.282		
COUNTRY GARDEN COGARD 7.25 04/04/2	102,48	3.520		
CROATIA CROATI 6 01/26/24	104,28	2.328		
DOMINICAN REPUB DOMREP 8.625 04/20	115,68	2.702		
DOMINICAN REPUB DOMREP 9.04 01/23/	105,77	3.772		
DP WORLD LTD DPWDU 6.85 07/02/37	98,84	3.395		
EL SALVADOR REP ELSALV 7.65 06/15/35	86,12	1.479		
EMPRESA ELEC GUA AESGEN 4.56 04/30/2	93,03	3.195		
ESKOM HOLDINGS ESKOM 7.125 02/11/25	86,93	1.642		
FINANSBANK FINBN 6.25 04/30/19	105,11	3.610		
GEORGIAN OIL GEOROG 6.875 05/16/17	101,41	3.483		
GEORGIAN RAILWAY GRAIL 7.75 07/11/22	102,08	4.207		
GLOBAL BANK CORP GLBACO 5.125 10/30	99,88	3.431		
GRUMA SAB DE CV GRUMAB 4.875 12/01/	101,90	3.500		
GRUPO TELEVISIA TELVIS 6.625 01/15/40	105,18	3.252		
GTL TRADE FIN GGBRBZ 7.25 04/16/44	65,00	2.233		
HUNGARY REPHUN 7.625 03/29/41	135,84	5.413		
INDONESIA (REP) INDON 4.625 04/15/43	86,29	2.964		
INDONESIA (REP) INDON 4.875 05/05/21	103,87	2.141		
INDONESIA (REP) INDON 8.5 10/12/35	125,20	1.333		

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER (INVESTEC)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b>				
INKIA ENERGY INKENE 8.375 04/04/21	98,00	3.366		
JB Y CO SA DE CV JBYCMX 3.75 05/13/25	95,87	3.293		
KAZAGRO NATL MGM KAZNMH 4.625 05/2	86,26	4.148		
LAMAR FUNDING OMGRID 3.958 05/07/25	89,51	3.075		
LITHUANIA LITHUN 6.125 03/09/21	115,40	793		
LITHUANIA LITHUN 6.625 02/01/22	119,68	1.644		
MAF GLOBAL SEC MAFUAE 7.125 10/29/49	101,66	5.412		
MAJAPAHIT HOLD PLNII 7.75 01/20/20	112,15	3.082		
MAJAPAHIT HOLD PLNII 7.875 06/29/37	108,44	1.117		
MEXICAN UTD STS MEX 11.375 09/15/16	107,27	6.632		
MINERVA LUX SA BEEFBZ 7.75 01/31/23	94,88	3.259		
MONGOLIA MONGOL 5.125 12/05/22	80,42	4.420		
MOROCCO KINGDOM MOROC 5.5 12/11/4	96,78	1.330		
MTN MU INVST MTNSJ 4.755 11/11/24	88,64	3.045		
PACIFIC RUBIALES PRECN 5.125 03/28/23	18,50	635		
PANAMA PANAMA 8.875 09/30/27	139,20	3.347		
PANAMA PANAMA 9.375 04/01/29	144,26	2.973		
PARAGUAY PARGUY 4.625 01/25/23	97,40	4.015		
PELABUHAN INDONE PLBIII 4.875 10/01/2	96,50	1.326		
PERUSAHAAN LISTR PLNII 5.5 11/22/21	102,27	2.108		
PETROBRAS GLOB PETBRA 5.375 01/27/21	74,50	5.425		
PETROLEOS DE VEN PDVSA 5.5 04/12/37	36,65	1.322		
PETROLEOS MEXICA PEMEX 4.25 01/15/25	87,75	6.631		
PROVEN HONOUR HUAWEI 4.125 05/19/2	98,83	3.395		
REP OF PAKISTAN PKSTAN 8.25 04/15/24	103,25	1.419		
REPUBLIC OF PERU PERU 7.35 07/21/25	125,61	2.589		
REPUBLIC OF PERU PERU 8.75 11/21/33	141,45	1.943		
ROMANIA ROMANI 4.375 08/22/23	104,28	1.318		
ROMANIA ROMANI 6.75 02/07/22	117,73	1.472		
SENEGAL REP OF SENEGL 8.75 05/13/21	105,10	1.986		
SHIMAO PROPERTY SHIMAO 8.375 02/10/	107,72	3.700		
SINOPEC GRP OVER SINOPE 3.25 04/28/2	95,74	2.631		
SLOVENIA SLOVEN 5.25 02/18/24	110,50	2.657		
STAR ENERGY GEOT STAREN 6.125 03/27	94,80	3.256		
STATE OIL CO AZE SOIAZ 6.95 03/18/30	87,95	1.208		
TRADE & DEV BANK TDBM 9.375 05/19/20	96,38	3.311		
TURKEY REP OF TURKEY 6.875 03/17/36	112,43	3.089		
TURKEY REP OF TURKEY 7.375 02/05/25	117,04	1.608		
UKRAINE GOVT UKRAIN 0 05/31/40	39,88	301		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/20	92,54	1.990		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/21	91,44	867		
UNION ANDINA UNACEM 5.875 10/30/21	96,72	3.322		
URUGUAY URUGUA 4.5 08/14/24	102,00	2.453		
URUGUAY URUGUA 7.875 01/15/33	125,00	1.717		
VAKIFBANK VAKBN 6.875 02/03/25	97,31	3.342		
VENZOD - 189000 VENZ 9.375 01/13/34	40,65	3.910		
ZENITH BANK PLC ZENITH 6.25 04/22/19	90,66	3.114		
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015 (53.19 pr. 31-12-2014)</b>				
EUROPEAN INVT BK EIB 8.5 09/17/24	92,69	2.013	100,03	2.607
REP SOUTH AFRICA SAGB 13.5 09/15/16	103,54	898	110,67	1.152
REP SOUTH AFRICA SAGB 6.5 02/28/41 #			78,33	293
REP SOUTH AFRICA SAGB 6.75 03/31/21			95,99	2.655
REP SOUTH AFRICA SAGB 7.25 01/15/20	93,44	1.090	99,27	10.022
REP SOUTH AFRICA SAGB 7.75 02/28/23			99,79	5.361
REP SOUTH AFRICA SAGB 8 01/31/30 #20	83,99	5.585		
REP SOUTH AFRICA SAGB 8.25 03/31/32	84,24	1.487	97,53	2.065
REP SOUTH AFRICA SAGB 8.5 01/31/37 #	84,25	2.670	99,12	7.741
REP SOUTH AFRICA SAGB 8.75 02/28/48			100,53	3.046
TRANSNET LTD SAFTRA 9.5 05/13/21	90,03	2.099	100,70	2.818
<b>Obligationer i alt</b>		<b>459.674</b>		<b>435.131</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
NYE OBLIGATIONSMARKEDER (INVESTEC)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
Obligationer				

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER AKK (INVESTEC)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>				
<b>KRW 0,56 pr. 31-12-2014</b>				
KOREA 10YR BND FU MAR15			0,71	-87
KOREA 3YR BND FUT MAR15			0,04	-45
<b>USD 615,38 pr. 31-12-2014</b>				
US 10YR NOTE (CBT)MAR15			0,70	-133
US 10YR NOTE (CBT)MAR16	-0,45	18		
US 5YR NOTE (CBT) MAR15			0,03	-1
US 5YR NOTE (CBT) MAR16	-0,34	-24		
US LONG BOND(CBT) MAR15			3,94	-24
<b>ZAR 44,33 pr. 31-12-2015</b>				
R186 BOND FUTURE FEB16	-9,55	-157		
R2037 BOND FUTURE FEB15			-2,40	-505
R2037 BOND FUTURE FEB16	-9,69	-408		
R207 BOND FUTURE FEB15			-0,44	-100
R207 BOND FUTURE FEB16	-4,93	-494		
R208 BOND FUTURE FEB15			-0,36	-178
R208 BOND FUTURE FEB16	-5,85	-667		
		<b>-1.731</b>		<b>-1.073</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter i alt</b>				
<b>Obligationer</b>				
<b>BRL 231,50 pr. 31-12-2014</b>				
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/17			1.001,05	73.546
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/18	950,01	4.569	985,57	6.320
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/21	844,20	24.082	952,71	56.729
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/23			935,77	32.031
BRAZIL NTN-F BNTNF 10 01/01/25			877,36	16.196
MORGAN STANLEY MS 11.5 10/22/20	99,22	2.188	99,28	2.919
<b>CLP 0,97 pr. 31-12-2015 (1,01 pr. 31-12-2014)</b>				
TESORERIA PESOS BTPCL 6 01/01/22	111,31	1.349	108,50	1.375
<b>COP 0,26 pr. 31-12-2014</b>				
COLOMBIA REP OF COLOM 12 10/22/15			105,38	1.263
COLOMBIA REP OF COLOM 7.75 04/14/21	102,04	2.208	108,71	2.815
COLOMBIA REP OF COLOM 9.85 06/28/27	114,62	25	126,13	33
COLOMBIA TES COLTES 10 07/24/24	110,27	9.449	119,55	11.092
COLOMBIA TES COLTES 11 07/24/20	112,23	1.508		
COLOMBIA TES COLTES 11.25 10/24/18			117,62	280
COLOMBIA TES COLTES 6 04/28/28	78,25	712	86,68	11.652
COLOMBIA TES COLTES 7 05/04/22	94,33	2.639	100,57	18.392
COLOMBIA TES COLTES 7 09/11/19			104,01	5.012
COLOMBIA TES COLTES 7.5 08/26/26	92,08	6.504	100,67	13.145
COLOMBIA TES COLTES 7.75 09/18/30	89,86	1.062		
FINDETER FDT 7.875 08/12/24	92,12	1.992	101,59	2.628
<b>HUF 2,36 pr. 31-12-2015</b>				
HUNGARY GOVT HGB 3 06/26/24	97,58	4.049		
HUNGARY GOVT HGB 3.5 06/24/20	103,95	16.799	101,78	2.611
HUNGARY GOVT HGB 4 04/25/18			103,91	7.114
HUNGARY GOVT HGB 5.5 06/24/25	117,53	5.476	115,73	1.849
HUNGARY GOVT HGB 5.5 12/20/18	108,96	10.856	109,73	20.759
HUNGARY GOVT HGB 5.5 12/22/16			106,92	1.525
HUNGARY GOVT HGB 6 11/24/23	118,55	3.665		
HUNGARY GOVT HGB 6.5 06/24/19			114,48	7.927
HUNGARY GOVT HGB 6.75 02/24/17			109,55	107
HUNGARY GOVT HGB 6.75 11/24/17	109,52	349	111,91	5.268
HUNGARY GOVT HGB 7 06/24/22			122,98	15.658
HUNGARY GOVT HGB 7.5 11/12/20	121,66	103		
HUNGARY GOVT HGB 7.75 08/24/15			103,92	1.696
<b>IDR 0,05 pr. 31-12-2015</b>				
EUROPEAN INVT BK EIB 6.95 02/06/20	92,73	3.008		
INDONESIA GOV'T INDOGB 10 02/15/28	107,50	1.974	115,13	2.108
INDONESIA GOV'T INDOGB 10.25 07/15/2	106,78	3.361	113,93	3.575
INDONESIA GOV'T INDOGB 10.25 07/15/2	108,85	1.632	116,25	15.600
INDONESIA GOV'T INDOGB 10.5 08/15/30			120,88	13.099
INDONESIA GOV'T INDOGB 12.8 06/15/21			125,88	14.958
INDONESIA GOV'T INDOGB 5.625 05/15/2	82,51	6.756	86,99	7.102
INDONESIA GOV'T INDOGB 7 05/15/22			95,96	11.847
INDONESIA GOV'T INDOGB 7.875 04/15/1			100,87	18.361

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER AKK (INVESTEC)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>IDR 0.05 pr. 31-12-2015 (0.05 pr. 31-12-2014)</b>				
INDONESIA GOV'T INDOGB 8.375 03/15/2	97,55	4.297	104,02	17.879
INDONESIA GOV'T INDOGB 8.375 03/15/3	94,10	6.011	101,13	1.385
INDONESIA GOV'T INDOGB 9 03/15/29	100,46	14.592	107,37	10.640
INDONESIA GOV'T INDOGB 9.5 07/15/31	103,68	431	111,17	461
INTERAMER DEV BK IADB 7.35 09/12/18	94,56	6.338	99,80	6.669
<b>MXN 39,78 pr. 31-12-2015</b>				
AMERICA MOVIL SA AMXLMM 7.125 12/09	97,77	4.344		
MEXICAN BONOS MBONO 10 11/20/36	134,34	4.533	140,98	12.672
MEXICAN BONOS MBONO 10 12/05/24	126,57	6.243		
MEXICAN BONOS MBONO 6.5 06/09/22	103,16	5.933	105,01	6.340
MEXICAN BONOS MBONO 6.5 06/10/21	103,69	4.533	105,27	10.978
MEXICAN BONOS MBONO 7.5 06/03/27	108,59	1.680	111,62	1.813
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 05/29/31			113,97	7.998
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 11/23/34	109,73	6.328	114,53	11.734
MEXICAN BONOS MBONO 7.75 12/14/17	106,94	8.507		
MEXICAN BONOS MBONO 8 06/11/20	110,23	9.493		
MEXICAN BONOS MBONO 8.5 05/31/29	116,98	800	121,30	7.318
MEXICAN BONOS MBONO 8.5 11/18/38	117,99	986	123,92	1.086
MEXICAN BONOS MBONO 8.5 12/13/18	110,33	14.864	113,00	6.543
MEXICAN UDIBONOS MUDI 4.5 12/04/25			118,20	8.030
PETROLEOS MEXICA PEMEX 7.19 09/12/24	97,19	9.939	101,46	5.918
<b>NGN 3,36 pr. 31-12-2014</b>				
NIGERIA GOVERNME NIGB 14.2 03/14/24			95,63	3.348
NIGERIA GOVERNME NIGB 16 06/29/19			102,15	6.579
NIGERIA GOVERNME NIGB 16.39 01/27/22			104,62	4.528
NIGERIA GOVERNME NIGB 4 04/23/15			96,78	3.163
<b>PEN 201,37 pr. 31-12-2015 (206,74 pr. 31-12-2014)</b>				
REPUBLIC OF PERU PERU 6.95 08/12/31	92,99	2.773	106,34	4.778
<b>PHP 13,76 pr. 31-12-2014</b>				
PHILIPPINES(REP) PHILIP 6.25 01/14/36			112,93	1.554
<b>PLN 173,97 pr. 31-12-2015</b>				
POLAND GOVT BOND POLGB 1.5 04/25/20	97,10	4.393		
POLAND GOVT BOND POLGB 2 04/25/21	97,94	2.554		
POLAND GOVT BOND POLGB 3.25 07/25/2	102,60	7.513	106,78	45.828
POLAND GOVT BOND POLGB 4 10/25/23	108,47	3.619	112,65	15.039
POLAND GOVT BOND POLGB 5.75 04/25/2			136,07	17.922
POLAND GOVT BOND POLGB 5.75 10/25/2	117,87	6.551	121,66	4.675
<b>RON 165,27 pr. 31-12-2015 (166,22 pr. 31-12-2014)</b>				
ROMANIA GOVT ROMGB 4.75 02/24/25	107,96	1.802	109,41	24.052
ROMANIA GOVT ROMGB 4.75 06/24/19	109,15	1.768	108,75	5.170
ROMANIA GOVT ROMGB 5.75 04/29/20			114,28	4.160
ROMANIA GOVT ROMGB 5.8 07/26/27			117,48	6.698
ROMANIA GOVT ROMGB 5.85 04/26/23	115,23	2.628	116,91	3.964
ROMANIA GOVT ROMGB 5.95 06/11/21	115,76	2.085	115,79	770
<b>RUB 9,41 pr. 31-12-2015 (10,26 pr. 31-12-2014)</b>				
EUROPEAN INVT BK EIB 6.5 09/30/16	100,88	3.131	90,33	3.057
EUROPEAN INVT BK EIB 6.75 06/13/17	102,97	8.596	89,00	8.101
RUSSIA-OFZ RFLB 6.4 05/27/20	88,39	3.273		
RUSSIA-OFZ RFLB 6.7 05/15/19	91,45	2.767		
RUSSIA-OFZ RFLB 6.9 08/03/16	98,27	745	89,33	738
RUSSIA-OFZ RFLB 7 01/25/23	87,13	5.275	68,00	4.489
RUSSIA-OFZ RFLB 7 08/16/23	86,39	1.454	67,82	1.982
RUSSIA-OFZ RFLB 7.05 01/19/28	83,55	1.326		
RUSSIA-OFZ RFLB 7.35 01/20/16	99,98	6.583	94,87	6.811
RUSSIA-OFZ RFLB 7.4 04/19/17			85,56	7.362
RUSSIA-OFZ RFLB 7.4 06/14/17			84,63	7.927
RUSSIA-OFZ RFLB 7.5 02/27/19	94,15	4.481	77,40	2.778
RUSSIA-OFZ RFLB 7.5 03/15/18	95,47	5.345	81,60	4.546
RUSSIA-OFZ RFLB 7.6 04/14/21	91,58	11.317	71,92	6.084
RUSSIA-OFZ RFLB 7.6 07/20/22	90,85	1.871		
RUSSIA-OFZ RFLB 8.15 02/03/27	91,75	6	71,99	9.970
<b>SGD 464,40 pr. 31-12-2014</b>				
SINGAPORE GOV'T SIGB 2.75 07/01/23			103,98	10.468



**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER AKK (INVESTEC)**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>SGD 464.40 pr. 31-12-2014</b>				
SINGAPORE GOV'T SIGB 3 09/01/24			106,23	24.429
SINGAPORE GOV'T SIGB 3.375 09/01/33			108,70	7.824
<b>THB 19.09 pr. 31-12-2015 (18.70 pr. 31-12-2014)</b>				
THAILAND GOVT THAIGB 1.25 03/12/28	88,22	4.538	89,10	4.520
THAILAND GOVT THAIGB 3.58 12/17/27	108,40	4.470	106,96	4.321
THAILAND GOVT THAIGB 3.625 06/16/23	108,11	5.910	106,95	9.685
THAILAND GOVT THAIGB 3.65 12/17/21	107,84	11.062	107,39	25.578
THAILAND GOVT THAIGB 3.775 06/25/32	109,61	1.758	104,25	1.638
THAILAND GOVT THAIGB 4.875 06/22/29	123,52	1.699	120,18	1.620
<b>TRY 263,21 pr. 31-12-2014</b>				
TURKEY GOVT BOND TURKGB 10.4 03/27/			108,83	12.289
TURKEY GOVT BOND TURKGB 10.5 01/15/			110,50	12.018
TURKEY GOVT BOND TURKGB 6.5 01/07/1			99,92	16.079
TURKEY GOVT BOND TURKGB 8.3 06/20/1	95,03	11.066	101,45	6.670
TURKEY GOVT BOND TURKGB 8.3 10/07/1			99,83	9.817
TURKEY GOVT BOND TURKGB 8.5 07/10/1	93,81	5.062	101,98	9.905
TURKEY GOVT BOND TURKGB 8.5 09/14/2	90,22	2.806	103,20	4.478
TURKEY GOVT BOND TURKGB 8.8 11/14/1	95,51	19.255	103,00	2.580
TURKEY GOVT BOND TURKGB 9 03/08/17	98,29	10.971	102,32	22.833
TURKEY GOVT BOND TURKGB 9 07/24/24	91,32	4.492		
TURKEY GOVT BOND TURKGB 9.5 01/12/2			108,30	13.392
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015</b>				
AES EL SALV TRUS AES 6.75 03/28/23	88,00	6.045		
ALFA S.A. ALFAA 6.875 03/25/44	94,75	5.858		
ANGLOGOLD HOLDS ANGSJ 5.125 08/01/2	79,28	4.901		
ARGENT-GDP ARGENT 0 12/15/35	10,38	4.423		
BANCO CREDITO/PA BCP 6.875 09/16/26	108,29	5.951		
BANCO NAL CR BNALCR 6.25 11/01/23	96,05	1.980		
BBVA BANCOMER SA BBVASM 6.75 09/30/	109,25	6.755		
BHARTI AIRTEL IN BHARTI 5.125 03/11/2	104,15	10.375		
BRASKEM FIN LTD BRASKM 5.75 04/15/21	88,00	7.889		
BRAZIL REP OF BRAZIL 8.25 01/20/34	97,00	3.199		
BRF SA BRFSBZ 4.75 05/22/24	91,90	9.849		
CHILE CHILE 3.125 03/27/25	100,37	5.516		
CHILE CHILE 3.25 09/14/21	103,63	3.559		
COLOMBIA REP OF COLOM 10.375 01/28/3	139,17	2.868		
COLOMBIA REP OF COLOM 7.375 09/18/37	110,75	4.185		
COUNTRY GARDEN COGARD 7.25 04/04/2	102,48	6.336		
CROATIA CROATI 5.5 04/04/23	101,63	3.079		
CROATIA CROATI 6 01/26/24	104,28	1.433		
DOMINICAN REPUBL DOMREP 8.625 04/20	115,68	5.245		
DOMINICAN REPUBL DOMREP 9.04 01/23/	105,77	6.949		
DP WORLD LTD DPWDU 6.85 07/02/37	98,84	6.111		
EL SALVADOR REP ELSALV 7.65 06/15/35	86,12	2.662		
EMPRESA ELEC GUA AESGEN 4.56 04/30/2	93,03	6.391		
ESKOM HOLDINGS ESKOM 6.75 08/06/23	86,98	1.344		
ESKOM HOLDINGS ESKOM 7.125 02/11/25	86,93	1.792		
FINANSBANK FINBN 6.25 04/30/19	105,11	6.860		
GEORGIAN OIL GEOROG 6.875 05/16/17	101,41	6.270		
GEORGIAN RAILWAY GRAIL 7.75 07/11/22	102,08	7.714		
GLOBAL BANK CORP GLBACO 5.125 10/30	99,88	6.175		
GRUMA SAB DE CV GRUMAB 4.875 12/01/	101,90	6.301		
GRUPO TELEVISIVA TELVIS 6.625 01/15/40	105,18	5.781		
GTL TRADE FIN GGBRBZ 7.25 04/16/44	65,00	4.465		
HUNGARY REPHUN 7.625 03/29/41	135,84	10.452		
INDONESIA (REP) INDON 4.625 04/15/43	86,29	4.743		
INDONESIA (REP) INDON 4.875 05/05/21	103,87	4.281		
INDONESIA (REP) INDON 8.5 10/12/35	125,20	2.322		
INKIA ENERGY INKENE 8.375 04/04/21	98,00	6.059		
JB Y CO SA DE CV JBYCMX 3.75 05/13/25	95,87	6.586		
KAZAGRO NATL MGM KAZNMH 4.625 05/2	86,26	5.926		

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE OBLIGATIONSMARKEDER AKK (INVESTEC)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b>				
KAZAKHSTAN KAZAKS 6.5 07/21/45	98,75	1.357		
LAMAR FUNDING OMGRID 3.958 05/07/25	89,51	6.149		
LITHUANIA LITHUN 6.125 03/09/21	115,40	1.585		
LITHUANIA LITHUN 6.625 02/01/22	119,68	3.289		
MAF GLOBAL SEC MAFUAE 7.125 10/29/49	101,66	10.127		
MAJAPAHIT HOLD PLNII 7.75 01/20/20	112,15	5.393		
MAJAPAHIT HOLD PLNII 7.875 06/29/37	108,44	2.235		
MEXICAN UTD STS MEX 11.375 09/15/16	107,27	11.790		
MINERVA LUX SA BEEFBZ 7.75 01/31/23	94,88	5.866		
MONGOLIA MONGOL 5.125 12/05/22	80,42	8.840		
MOROCCO KINGDOM MOROC 5.5 12/11/4	96,78	2.493		
MTN MU INVST MTNSJ 4.755 11/11/24	88,64	6.089		
PACIFIC RUBIALES PRECN 5.125 03/28/23	18,50	1.144		
PANAMA PANAMA 8.875 09/30/27	139,20	6.216		
PANAMA PANAMA 9.375 04/01/29	144,26	5.946		
PARAGUAY PARGUY 4.625 01/25/23	97,40	8.029		
PELABUHAN INDONE PLBIII 4.875 10/01/2	96,50	4.641		
PERUSAHAAN LISTR PLNII 5.5 11/22/21	102,27	4.215		
PETROBRAS GLOB PETBRA 5.375 01/27/21	74,50	10.492		
PETROLEOS DE VEN PDVSA 5.5 04/12/37	36,65	2.581		
PETROLEOS MEXICA PEMEX 4.25 01/15/25	87,75	12.659		
PROVEN HONOUR HUAWEI 4.125 05/19/2	98,83	6.789		
REP OF PAKISTAN PKSTAN 8.25 04/15/24	103,25	1.419		
REPUBLIC OF PERU PERU 7.35 07/21/25	125,61	5.177		
REPUBLIC OF PERU PERU 8.75 11/21/33	141,45	3.887		
ROMANIA ROMANI 4.375 08/22/23	104,28	2.493		
ROMANIA ROMANI 6.75 02/07/22	117,73	2.798		
SENEGAL REP OF SENEGAL 8.75 05/13/21	105,10	3.791		
SHIMAO PROPERTY SHIMAO 8.375 02/10/	107,72	7.030		
SINOPEC GRP OVER SINOPE 3.25 04/28/2	95,74	5.262		
SLOVENIA SLOVEN 5.25 02/18/24	110,50	5.314		
STAR ENERGY GEOT STAREN 6.125 03/27	94,80	6.513		
STATE OIL CO AZE SOIAZ 6.95 03/18/30	87,95	1.510		
TRADE & DEV BANK TDBM 9.375 05/19/20	96,38	5.959		
TURKEY REP OF TURKEY 6.875 03/17/36	112,43	6.179		
TURKEY REP OF TURKEY 7.375 02/05/25	117,04	2.412		
UKRAINE GOVT UKRAIN 0 05/31/40	39,88	553		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/20	92,54	1.869		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/21	91,44	672		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/22	91,25	671		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/23	89,61	659		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/24	88,91	654		
UKRAINE GOVT UKRAIN 7.75 09/01/25	88,38	650		
UNION ANDINA UNACEM 5.875 10/30/21	96,72	5.980		
URUGUAY URUGUA 4.5 08/14/24	102,00	4.555		
URUGUAY URUGUA 7.875 01/15/33	125,00	3.435		
VAKIFBANK VAKBN 6.875 02/03/25	97,31	6.016		
VENZOD - 189000 VENZ 9.375 01/13/34	40,65	7.540		
ZENITH BANK PLC ZENITH 6.25 04/22/19	90,66	6.228		
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015 (53.19 pr. 31-12-2014)</b>				
EUROPEAN INVT BK EIB 8.5 09/17/24	92,69	5.157	100,03	6.678
REP SOUTH AFRICA SAGB 13.5 09/15/15			104,65	1.770
REP SOUTH AFRICA SAGB 13.5 09/15/16	103,54	1.459	110,67	1.871
REP SOUTH AFRICA SAGB 6.5 02/28/41 #	65,81	587	78,33	838
REP SOUTH AFRICA SAGB 6.75 03/31/21			95,99	2.492
REP SOUTH AFRICA SAGB 7.25 01/15/20	93,44	17.607	99,27	18.651
REP SOUTH AFRICA SAGB 7.75 02/28/23			99,79	12.845
REP SOUTH AFRICA SAGB 8 01/31/30 #20	83,99	6.948	96,84	2.915
REP SOUTH AFRICA SAGB 8 12/21/18 #R2	97,54	1.477	102,79	11.556
REP SOUTH AFRICA SAGB 8.25 03/31/32	84,24	5.482	97,53	7.615

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
NYE OBLIGATIONSMARKEDER AKK (INVESTEC)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Obligationer</b>				
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015 (53.19 pr. 31-12-2014)</b>				
REP SOUTH AFRICA SAGB 8.5 01/31/37 #	84,25	11	99,12	13.315
REP SOUTH AFRICA SAGB 8.75 02/28/48	85,22	1.207	100,53	8.005
TRANSNET LTD SAFTRA 9.5 05/13/21	90,03	3.568	100,70	7.574
<b>Obligationer i alt</b>		<b>880.392</b>		<b>1.036.399</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
NYE AKTIEMARKEDER (SANDS)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>				
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015</b>				
CREDIT SUIS NAS CS 0 09/14/16	20,98	13.622		
		<b>13.622</b>		
<b>Afledte finansielle instrumenter i alt Kapitalandele</b>				
<b>BRL 231,50 pr. 31-12-2014</b>				
CETIP SA-MERCADOS ORGANIZADO			32,20	5.333
CIELO SA	33,59	8.816	41,67	10.323
KROTON EDUCACIONAL SA			15,50	13.296
MILLS ESTRUTURAS E SERVICOS			9,55	1.902
MULTIPLUS SA			32,00	3.567
ODONTOPREV S.A.			9,86	3.499
RAIA DROGASIL SA	35,48	12.138	25,35	9.819
<b>EUR 744,64 pr. 31-12-2014</b>				
JERONIMO MARTINS			8,34	2.197
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015 (959,53 pr. 31-12-2014)</b>				
HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	2.301,00	15.648	1.979,00	10.133
PETROFAC LTD			703,00	5.806
<b>HKD 88,64 pr. 31-12-2015 (79,35 pr. 31-12-2014)</b>				
NAGACORP LTD	4,90	5.403	6,34	3.009
SANDS CHINA LTD	26,55	12.228	38,15	8.791
SHANDONG WEIGAO GP MEDICAL-H	5,33	7.881	6,26	7.074
TENCENT HOLDINGS LTD	152,50	6.597	112,50	7.722
<b>IDR 0,05 pr. 31-12-2015 (0,05 pr. 31-12-2014)</b>				
BANK RAKYAT INDONESIA PERSER	11.425,00	12.553	11.650,00	8.586
KALBE FARMA TBK PT	1.320,00	4.561	1.830,00	6.673
PERUSAHAAN GAS NEGARA PERSER			6.000,00	8.055
UNILEVER INDONESIA TBK PT			32.300,00	3.492
<b>INR 10,38 pr. 31-12-2015 (9,75 pr. 31-12-2014)</b>				
ADANI PORTS AND SPECIAL ECON	260,90	16.590	319,05	7.700
APOLLO HOSPITALS ENTERPRISE	1.466,45	10.603	1.129,70	5.873
ASIAN PAINTS LTD	883,55	14.144	752,30	10.154
BHARAT FORGE LTD	892,00	4.539		
EICHER MOTORS LTD	16.855,55	8.071		
HOUSING DEVELOPMENT FINANCE	1.263,75	26.900	1.135,90	17.052
ITC LTD	327,80	9.310	368,70	12.991
JUBILANT FOODWORKS LTD	1.483,85	15.450	1.377,00	10.185
LUPIN LTD	1.837,25	11.453	1.427,95	3.819
SHRIRAM TRANSPORT FINANCE	858,70	8.939	1.108,30	8.282
ZEE ENTERTAINMENT ENTERPRISE	437,25	8.264		
<b>KRW 0,59 pr. 31-12-2015</b>				
AMOREPACIFIC CORP	414.500,00	6.557		
LG HOUSEHOLD & HEALTH CARE	1.050.000,00	7.493	623.000,00	4.597
MEDY-TOX INC	512.800,00	7.811		
<b>MYR 160,00 pr. 31-12-2015</b>				
IHH HEALTHCARE BHD	6,58	7.428		
<b>PHP 14,60 pr. 31-12-2015</b>				
SM PRIME HOLDINGS INC	21,70	4.922		
UNIVERSAL ROBINA CORP	186,00	9.693	196,00	5.469
<b>THB 19,09 pr. 31-12-2015 (18,70 pr. 31-12-2014)</b>				
BANGKOK DUSIT MED SERVICE-F	22,30	5.343	17,20	4.441
CP ALL PCL-FOREIGN	39,25	8.109	42,50	7.301
<b>TRY 235,38 pr. 31-12-2015 (263,21 pr. 31-12-2014)</b>				
BIM BIRLESIK MAGAZALAR AS	51,35	7.986	50,00	7.392
<b>TWD 19,47 pr. 31-12-2014</b>				
LARGAN PRECISION CO LTD			2.395,00	12.126
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR	81,27	33.164	103,94	18.962
BAIDU INC - SPON ADR	189,04	33.635	227,97	28.898
CREDICORP LTD	97,32	6.686		
MAGNIT PJSC-SPON GDR REGS	40,22	8.705	45,40	7.517
MAIL.RU GROUP-GDR REGS	22,55	8.965	16,30	3.428
MERCADOLIBRE INC	114,34	13.039	127,67	11.041
MINDRAY MEDICAL INTL LTD-ADR			26,40	6.258
OUNAR CAYMAN ISLANDS LTD-ADR			28,43	9.618
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	22,75	7.596		
YANDEX NV-A			17,96	4.104
<b>ZAR 44,33 pr. 31-12-2015 (53,19 pr. 31-12-2014)</b>				
NASPERS LTD-N SHS	212.000,00	30.635	151.512,00	25.060

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
NYE AKTIEMARKEDER (SANDS)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015 (53.19 pr. 31-12-2014)</b> SHOPRITE HOLDINGS LTD	14.326,00	3.795	16.824,00	3.468
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>431.649</b>		<b>355.010</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
 NYE AKTIEMARKEDER AKK. (SANDS)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>				
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015</b>				
CREDIT SUIS NAS CS 0 09/14/16	20,98	34.019		
		<b>34.019</b>		
<b>Afledte finansielle instrumenter i alt</b>				
<b>Kapitalandele</b>				
<b>BRL 231,50 pr. 31-12-2014</b>				
CETIP SA-MERCADOS ORGANIZADO			32,20	14.323
CIELO SA	33,59	22.028	41,67	27.725
KROTON EDUCACIONAL SA			15,50	35.707
MILLS ESTRUTURAS E SERVICOS			9,55	5.109
MULTIPLUS SA			32,00	9.581
ODONTOPREV S.A.			9,86	9.396
RAIA DROGASIL SA	35,48	30.326	25,35	26.370
<b>EUR 744,64 pr. 31-12-2014</b>				
JERONIMO MARTINS			8,34	5.900
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015 (959,53 pr. 31-12-2014)</b>				
HIKMA PHARMACEUTICALS PLC	2.301,00	39.121	1.979,00	27.214
PETROFAC LTD			703,00	15.592
<b>HKD 88,64 pr. 31-12-2015 (79,35 pr. 31-12-2014)</b>				
NAGACORP LTD	4,90	13.499	6,34	8.090
SANDS CHINA LTD	26,55	30.547	38,15	23.625
SHANDONG WEIGAO GP MEDICAL-H	5,33	19.711	6,26	18.996
TENCENT HOLDINGS LTD	152,50	16.465	112,50	20.756
<b>IDR 0,05 pr. 31-12-2015 (0,05 pr. 31-12-2014)</b>				
BANK RAKYAT INDONESIA PERSER	11.425,00	31.368	11.650,00	23.059
KALBE FARMA TBK PT	1.320,00	11.398	1.830,00	17.922
PERUSAHAAN GAS NEGARA PERSER			6.000,00	21.632
UNILEVER INDONESIA TBK PT			32.300,00	9.381
<b>INR 10,38 pr. 31-12-2015 (9,75 pr. 31-12-2014)</b>				
ADANI PORTS AND SPECIAL ECON	260,90	41.680	319,05	20.679
APOLLO HOSPITALS ENTERPRISE	1.466,45	25.998	1.129,70	15.774
ASIAN PAINTS LTD	883,55	34.630	752,30	27.271
BHARAT FORGE LTD	892,00	10.930		
EICHER MOTORS LTD	16.855,55	20.113		
HOUSING DEVELOPMENT FINANCE	1.263,75	67.130	1.135,90	45.795
ITC LTD	327,80	23.274	368,70	34.889
JUBILANT FOODWORKS LTD	1.483,85	38.362	1.377,00	27.354
LUPIN LTD	1.837,25	28.498	1.427,95	10.256
SHRIRAM TRANSPORT FINANCE	858,70	21.904	1.108,30	22.241
ZEE ENTERTAINMENT ENTERPRISE	437,25	20.523		
<b>KRW 0,59 pr. 31-12-2015</b>				
AMOREPACIFIC CORP	414.500,00	16.271		
LG HOUSEHOLD & HEALTH CARE	1.050.000,00	19.310	623.000,00	12.344
MEDY-TOX INC	512.800,00	19.829		
<b>MYR 160,00 pr. 31-12-2015</b>				
IHH HEALTHCARE BHD	6,58	18.562		
<b>PHP 14,60 pr. 31-12-2015</b>				
SM PRIME HOLDINGS INC	21,70	12.299		
UNIVERSAL ROBINA CORP	186,00	24.220	196,00	14.688
<b>THB 19,09 pr. 31-12-2015 (18,70 pr. 31-12-2014)</b>				
BANGKOK DUSIT MED SERVICE-F	22,30	13.351	17,20	11.926
CP ALL PCL-FOREIGN	39,25	20.264	42,50	19.609
<b>TRY 235,38 pr. 31-12-2015 (263,21 pr. 31-12-2014)</b>				
BIM BIRLESIK MAGAZALAR AS	51,35	19.961	50,00	19.852
<b>TWD 19,47 pr. 31-12-2014</b>				
LARGAN PRECISION CO LTD			2.395,00	32.646
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
ALIBABA GROUP HOLDING-SP ADR	81,27	82.406	103,94	50.918
BAIDU INC - SPON ADR	189,04	83.374	227,97	77.610
CREDICORP LTD	97,32	16.380		
MAGNIT PJSC-SPON GDR REGS	40,22	21.735	45,40	20.189
MAIL.RU GROUP-GDR REGS	22,55	22.412	16,30	9.206
MERCADOLIBRE INC	114,34	32.237	127,67	29.650
MINDRAY MEDICAL INTL LTD-ADR			26,40	16.806
OUNAR CAYMAN ISLANDS LTD-ADR			28,43	25.830
TAIWAN SEMICONDUCTOR-SP ADR	22,75	18.989		
YANDEX NV-A			17,96	11.022
<b>ZAR 44,33 pr. 31-12-2015 (53,19 pr. 31-12-2014)</b>				
NASPERS LTD-N SHS	212.000,00	76.599	151.512,00	67.294

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
NYE AKTIEMARKEDER AKK. (SANDS)**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015 (53.19 pr. 31-12-2014)</b> SHOPRITE HOLDINGS LTD	14.326,00	9.487	16.824,00	9.314
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>1.075.192</b>		<b>953.538</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
GLOBALE AKTIER**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>AUD 503,59 pr. 31-12-2014</b>				
COCHLEAR LTD			77,70	5.791
<b>CHF 686,29 pr. 31-12-2015 (619,31 pr. 31-12-2014)</b>				
LONZA GROUP AG-REG	163,10	11.305	112,20	7.227
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	276,40	10.433	269,90	9.528
SONOVA HOLDING AG-REG	127,30	8.212	146,90	8.552
SWATCH GROUP AG/THE-BR			444,20	6.327
<b>EUR 746,26 pr. 31-12-2015 (744,64 pr. 31-12-2014)</b>				
AIR LIQUIDE SA	103,65	9.359	102,85	9.343
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	6,74	6.613		
DASSAULT SYSTEMES SA	73,77	9.194	50,54	12.908
ESSILOR INTERNATIONAL	115,05	8.843	92,68	7.315
GRIFOLS SA	42,63	4.517	33,12	3.625
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL			23,71	7.202
LINDE AG	133,90	5.696	154,20	6.660
L'OREAL	155,30	7.881	139,30	7.261
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015</b>				
ABCAM PLC	665,00	2.758		
AGGREKO PLC			1.504,00	2.886
ROTORK PLC	182,70	5.772		
SHIRE PLC	4.698,00	7.183		
STANDARD CHARTERED PLC			963,00	5.951
WPP PLC	1.563,00	12.471	1.345,00	10.299
<b>HKD 88,64 pr. 31-12-2015 (79,35 pr. 31-12-2014)</b>				
AIA GROUP LTD	46,60	18.146	43,15	15.408
SANDS CHINA LTD			38,15	5.098
TENCENT HOLDINGS LTD	152,50	8.584		
<b>IDR 0,05 pr. 31-12-2015 (0,05 pr. 31-12-2014)</b>				
BANK CENTRAL ASIA TBK PT	13.300,00	6.692	13.125,00	6.782
<b>JPY 5,71 pr. 31-12-2015 (5,13 pr. 31-12-2014)</b>				
ABC-MART INC	6.650,00	4.753	5.830,00	9.635
FANUC CORP	21.080,00	8.066	19.945,00	10.339
KAKAKU.COM INC	2.394,00	6.174	1.741,00	4.169
KEYENCE CORP	67.080,00	9.117	53.810,00	11.324
M3 INC	2.522,00	18.979	2.023,00	6.396
MAKITA CORP	7.030,00	9.716		
MONOTARO CO LTD	3.375,00	9.213	2.451,00	2.654
STANLEY ELECTRIC CO LTD	2.672,00	8.255	2.620,00	7.517
UNICHARM CORP			2.912,00	10.208
<b>SEK 81,49 pr. 31-12-2015</b>				
ATLAS COPCO AB-A SHS	208,40	7.608		
ELEKTA AB-B SHS	72,10	10.470	79,70	11.540
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
3M CO	150,64	10.659	164,32	10.516
ABBOTT LABORATORIES	44,91	8.515	45,02	7.896
ABBVIE INC	59,24	9.686	65,44	9.906
ALPHABET INC-CL A	778,01	24.907		
AMAZON.COM INC	675,89	16.948		
AMERICA MOVIL-SPN ADR CL L	14,06	5.245	22,18	9.240
AMERICAN EXPRESS CO	69,55	11.658	93,04	8.817
ARM HOLDINGS PLC-SPONS ADR	45,24	7.024	46,30	9.972
BAIDU INC - SPON ADR	189,04	14.805		
BORGWARNER INC			54,95	8.724
BUNGE LTD			90,91	8.503
CITRIX SYSTEMS INC			63,80	9.109
COGNEX CORP	33,77	7.377		
COLGATE-PALMOLIVE CO	66,62	13.318	69,19	12.560
CTRIIP.COM INTERNATIONAL-ADR	46,33	10.376		
DAVITA HEALTHCARE PARTNERS I	69,71	14.415	75,74	14.309
EBAY INC			56,12	17.889
EMERSON ELECTRIC CO			61,73	9.383
EXXON MOBIL CORP	77,95	9.800	92,45	10.752
F5 NETWORKS INC	96,96	13.389	130,47	10.758
FACEBOOK INC-A	104,66	10.713		



**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
GLOBALE AKTIER**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015 (615.38 pr. 31-12-2014)</b>				
FIRST REPUBLIC BANK/CA	66,06	17.699	52,12	12.829
GOOGLE INC-CL A			530,66	15.022
GRIFOLS SA-ADR	32,40	3.762	33,99	3.660
HDFC BANK LTD-ADR			50,75	8.869
ICICI BANK LTD-SPON ADR	7,83	14.045	11,55	9.830
IMS HEALTH HOLDINGS INC	25,47	14.330	25,64	1.262
INFORMATICA CORP			38,14	7.345
IPG PHOTONICS CORP	89,16	10.780	74,92	8.299
ITAU UNIBANCO H-SPON PRF ADR	6,51	7.652		
JPMORGAN CHASE & CO			62,58	15.057
LAZARD LTD-CL A	45,01	9.493	50,03	9.760
MAGNIT PJSC-SPON GDR REGS	40,22	5.388	45,40	5.643
MASTERCARD INC-CLASS A	97,36	16.186	86,16	16.330
MICROSOFT CORP	55,48	10.100	46,45	15.893
MONSANTO CO	98,52	7.716	119,47	14.998
NIKE INC -CL B	62,50	30.785	96,15	21.715
PAYPAL HOLDINGS INC	36,20	12.608		
PRAXAIR INC			129,56	6.139
PRICELINE GROUP INC/THE	1.274,95	18.656		
PROCTER & GAMBLE CO/THE			91,09	7.063
RALPH LAUREN CORP			185,16	6.495
RED HAT INC	82,81	8.818		
ROPER TECHNOLOGIES INC	189,79	22.947	156,35	17.318
SALESFORCE.COM INC	78,40	9.318		
SAP SE-SPONSORED ADR			69,65	7.458
SCHLUMBERGER LTD	69,75	23.096	85,41	16.819
SVB FINANCIAL GROUP	118,90	15.601	116,07	13.928
TENARIS SA-ADR	23,80	6.898		
TRIMBLE NAVIGATION LTD	21,45	5.585	26,54	6.386
VERISK ANALYTICS INC	76,88	18.432	64,05	7.173
WATERS CORP	134,58	9.615	112,72	7.422
WELLS FARGO & CO	54,36	15.311	54,82	14.101
YANDEX NV-A	15,72	9.460	17,96	3.990
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015</b>				
MTN GROUP LTD	13.289,00	6.151		
SASOL LTD	41.940,00	7.475	43.101,00	6.213
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>762.749</b>		<b>657.302</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
GLOBALE AKTIER AKK.**

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>AUD 503,59 pr. 31-12-2014</b>				
COCHLEAR LTD			77,70	13.539
<b>CHF 686,29 pr. 31-12-2015 (619,31 pr. 31-12-2014)</b>				
LONZA GROUP AG-REG	163,10	26.864	112,20	16.906
ROCHE HOLDING AG-GENUSSCHEIN	276,40	24.470	269,90	22.064
SONOVA HOLDING AG-REG	127,30	18.784	146,90	20.006
SWATCH GROUP AG/THE-BR			444,20	14.993
<b>EUR 746,26 pr. 31-12-2015 (744,64 pr. 31-12-2014)</b>				
AIR LIQUIDE SA	103,65	21.581	102,85	21.965
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTA	6,74	15.329		
DASSAULT SYSTEMES SA	73,77	21.819	50,54	30.045
ESSILOR INTERNATIONAL	115,05	21.035	92,68	17.046
GRIFOLS SA	42,63	10.753	33,12	8.336
INDUSTRIA DE DISEÑO TEXTIL			23,71	16.787
LINDE AG	133,90	13.290	154,20	15.581
L'OREAL	155,30	18.543	139,30	16.908
<b>GBP 1.012,54 pr. 31-12-2015</b>				
ABCAM PLC	665,00	6.497		
AGGREKO PLC			1.504,00	7.641
ROTORK PLC	182,70	13.501		
SHIRE PLC	4.698,00	16.982		
STANDARD CHARTERED PLC			963,00	13.870
WPP PLC	1.563,00	28.962	1.345,00	24.017
<b>HKD 88,64 pr. 31-12-2015 (79,35 pr. 31-12-2014)</b>				
AIA GROUP LTD	46,60	42.509	43,15	35.844
SANDS CHINA LTD			38,15	11.952
TENCENT HOLDINGS LTD	152,50	19.952		
<b>IDR 0.05 pr. 31-12-2015 (0.05 pr. 31-12-2014)</b>				
BANK CENTRAL ASIA TBK PT	13.300,00	15.824	13.125,00	15.906
<b>JPY 5.71 pr. 31-12-2015 (5.13 pr. 31-12-2014)</b>				
ABC-MART INC	6.650,00	10.725	5.830,00	22.532
FANUC CORP	21.080,00	18.900	19.945,00	24.159
KAKAKU.COM INC	2.394,00	14.551	1.741,00	9.511
KEYENCE CORP	67.080,00	21.069	53.810,00	26.238
M3 INC	2.522,00	44.515	2.023,00	14.858
MAKITA CORP	7.030,00	22.964		
MONOTARO CO LTD	3.375,00	21.510	2.451,00	6.189
STANLEY ELECTRIC CO LTD	2.672,00	19.442	2.620,00	17.524
UNICHARM CORP			2.912,00	23.794
<b>SEK 81,49 pr. 31-12-2015</b>				
ATLAS COPCO AB-A SHS	208,40	18.035		
ELEKTA AB-B SHS	72,10	24.905	79,70	26.784
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
3M CO	150,64	24.837	164,32	24.572
ABBOTT LABORATORIES	44,91	20.270	45,02	18.423
ABBVIE INC	59,24	22.953	65,44	23.236
ALPHABET INC-CL A	778,01	58.793		
AMAZON.COM INC	675,89	39.932		
AMERICA MOVIL-SPN ADR CL L	14,06	12.489	22,18	21.565
AMERICAN EXPRESS CO	69,55	27.617	93,04	20.612
ARM HOLDINGS PLC-SPONS ADR	45,24	16.410	46,30	23.306
BAIDU INC - SPON ADR	189,04	34.220		
BORGWARNER INC			54,95	20.424
BUNGE LTD			90,91	19.804
CITRIX SYSTEMS INC			63,80	21.240
COGNEX CORP	33,77	17.492		
COLGATE-PALMOLIVE CO	66,62	30.984	69,19	29.294
CTRIIP.COM INTERNATIONAL-ADR	46,33	24.316		
DAVITA HEALTHCARE PARTNERS I	69,71	33.666	75,74	33.325
EBAY INC			56,12	41.753
EMERSON ELECTRIC CO			61,73	21.919
EXXON MOBIL CORP	77,95	23.294	92,45	25.089
F5 NETWORKS INC	96,96	31.340	130,47	25.129
FACEBOOK INC-A	104,66	25.452		

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
GLOBALE AKTIER AKK.**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015 (615.38 pr. 31-12-2014)</b>				
FIRST REPUBLIC BANK/CA	66,06	41.570	52,12	29.892
GOOGLE INC-CL A			530,66	35.023
GRIFOLS SA-ADR	32,40	8.770	33,99	8.429
HDFC BANK LTD-ADR			50,75	20.674
ICICI BANK LTD-SPON ADR	7,83	32.850	11,55	22.922
IMS HEALTH HOLDINGS INC	25,47	33.210	25,64	2.941
INFORMATICA CORP			38,14	17.171
IPG PHOTONICS CORP	89,16	25.358	74,92	19.364
ITAU UNIBANCO H-SPON PRF ADR	6,51	17.952		
JPMORGAN CHASE & CO			62,58	35.121
LAZARD LTD-CL A	45,01	22.480	50,03	22.829
MAGNIT PJSC-SPON GDR REGS	40,22	12.765	45,40	13.159
MASTERCARD INC-CLASS A	97,36	38.158	86,16	38.069
MICROSOFT CORP	55,48	23.783	46,45	37.059
MONSANTO CO	98,52	18.139	119,47	34.973
NIKE INC -CL B	62,50	72.219	96,15	50.630
PAYPAL HOLDINGS INC	36,20	29.544		
PRAXAIR INC			129,56	14.447
PRICELINE GROUP INC/THE	1.274,95	43.749		
PROCTER & GAMBLE CO/THE			91,09	16.424
RALPH LAUREN CORP			185,16	15.040
RED HAT INC	82,81	20.764		
ROPER TECHNOLOGIES INC	189,79	53.717	156,35	40.376
SALESFORCE.COM INC	78,40	22.001		
SAP SE-SPONSORED ADR			69,65	17.354
SCHLUMBERGER LTD	69,75	54.290	85,41	39.262
SVB FINANCIAL GROUP	118,90	36.553	116,07	32.571
TENARIS SA-ADR	23,80	16.169		
TRIMBLE NAVIGATION LTD	21,45	13.262	26,54	14.944
VERISK ANALYTICS INC	76,88	43.150	64,05	16.870
WATERS CORP	134,58	22.836	112,72	17.411
WELLS FARGO & CO	54,36	35.813	54,82	32.908
YANDEX NV-A	15,72	21.620	17,96	9.317
<b>ZAR 44.33 pr. 31-12-2015</b>				
MTN GROUP LTD	13.289,00	14.588		
SASOL LTD	41.940,00	17.571	43.101,00	14.467
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>1.790.255</b>		<b>1.534.331</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA SMALL/MID CAP**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>CAD 494,55 pr. 31-12-2015 (531,30 pr. 31-12-2014)</b>				
DHX MEDIA LTD	8,47	8.101	9,71	7.460
GILDAN ACTIVEWEAR INC	39,34	7.802	65,70	9.076
IMPERIAL METALS CORP	6,66	942	9,98	4.184
MACDONALD DETTWILER & ASSOC	83,26	5.394		
PARAMOUNT RESOURCES LTD -A			28,12	4.258
STELLA-JONES INC	52,51	5.090		
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
ACADIA HEALTHCARE CO INC	62,46	9.097	61,21	17.176
ACTUA CORP	11,45	13.136	18,47	18.458
ADVISORY BOARD CO/THE	49,61	10.804		
AMN HEALTHCARE SERVICES INC	31,05	3.989		
BOFI HOLDING INC	21,05	15.213	77,81	15.035
BOINGO WIRELESS INC	6,62	1.032		
BOTTOMLINE TECHNOLOGIES (DE)			25,28	4.947
CARMIKE CINEMAS INC	22,94	7.155	26,27	10.459
CATAMARAN CORP			51,75	6.337
CHARLES RIVER LABORATORIES	80,39	9.444	63,64	3.485
CHEROKEE INC	17,25	4.136		
DREW INDUSTRIES INC	60,89	12.842	51,07	10.371
ENCORE CAPITAL GROUP INC	29,08	14.124	44,40	16.093
ENCORE WIRE CORP			37,33	5.605
ENDURANCE INTERNATIONAL GROU	10,93	5.143		
EURONET WORLDWIDE INC	72,43	3.732		
FRANKLIN COVEY CO	16,74	7.947	19,36	6.350
FXCM INC-A			16,57	9.463
GENESCO INC	56,83	4.919	76,62	8.346
GENTHERM INC	47,40	8.759	36,62	13.521
GP STRATEGIES CORP	25,11	8.522	33,93	13.238
GTT COMMUNICATIONS INC	17,06	5.555		
GULFPORT ENERGY CORP	24,57	4.422	41,74	8.862
HEALTHSTREAM INC	22,00	12.892	29,48	14.132
HEMISPHERE MEDIA GROUP INC	14,75	4.266		
HMS HOLDINGS CORP	12,34	13.216	21,14	10.420
IGI LABORATORIES INC			8,80	6.108
INCONTACT INC	9,54	5.518		
INOGEN INC	40,09	3.718		
ISHARES RUSSELL 2000 ETF			119,62	5.963
J2 GLOBAL INC	82,32	10.462		
KIRKLAND'S INC	14,50	3.755		
LIBERTY TAX INC	23,83	5.059	35,74	1.737
LIFEPOINT HEALTH INC	73,40	4.639		
MASONITE INTERNATIONAL CORP	61,23	7.151		
MASTEC INC			22,61	8.473
MATADOR RESOURCES CO	19,77	5.202	20,23	9.212
MAXIMUS INC	56,25	9.931	54,84	10.192
METHODE ELECTRONICS INC			36,51	7.392
MGP INGREDIENTS INC	25,95	2.371		
MONOTYPE IMAGING HOLDINGS IN			28,83	8.090
NATIONAL GENERAL HLDGS	21,86	7.253		
PRA GROUP INC			57,93	12.156
PREMIERE GLOBAL SERVICES INC			10,62	11.071
PRIMORIS SERVICES CORP	22,03	9.928	23,24	6.622
REX ENERGY CORP			5,10	276
ROYAL GOLD INC			62,70	6.212
SAFEGUARD SCIENTIFICS INC	14,51	5.173	19,82	6.818
SANCHEZ ENERGY CORP			9,29	206
SEQUENTIAL BRANDS GROUP INC	7,91	5.021	13,07	2.968
STREAMLINE HEALTH SOLUTIONS			4,33	2.041
SUPERIOR UNIFORM GROUP INC	16,98	2.648		
TELENAV INC	5,69	3.569		

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA SMALL/MID CAP**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b>				
TELIGENT INC	8,90	9.703		
VIRTUSA CORP	41,34	14.626	41,67	18.899
WEB.COM GROUP INC	20,01	7.835	18,99	9.045
WEBMD HEALTH CORP	48,30	6.736		
WNS HOLDINGS LTD-ADR	31,19	22.305	20,66	12.358
XPO LOGISTICS INC	27,25	10.315	40,88	13.836
AAC HOLDINGS INC	19,06	6.141		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>376.733</b>		<b>376.950</b>

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA SMALL/MID CAP AKK.**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>CAD 494,55 pr. 31-12-2015 (531,30 pr. 31-12-2014)</b>				
DHX MEDIA LTD	8,47	21.229	9,71	23.803
GILDAN ACTIVEWEAR INC	39,34	20.156	65,70	28.937
IMPERIAL METALS CORP	6,66	2.859	9,98	13.346
MACDONALD DETTWILER & ASSOC	83,26	12.888		
PARAMOUNT RESOURCES LTD -A			28,12	13.581
STELLA-JONES INC	52,51	13.582		
<b>USD 686,98 pr. 31-12-2015 (615,38 pr. 31-12-2014)</b>				
ACADIA HEALTHCARE CO INC	62,46	25.316	61,21	54.768
ACTUA CORP	11,45	37.111	18,47	58.876
ADVISORY BOARD CO/THE	49,61	30.503		
AMN HEALTHCARE SERVICES INC	31,05	11.092		
BOFI HOLDING INC	21,05	42.139	77,81	47.978
BOINGO WIRELESS INC	6,62	2.820		
BOTTOMLINE TECHNOLOGIES (DE)			25,28	16.335
CARMIKE CINEMAS INC	22,94	19.746	26,27	33.334
CATAMARAN CORP			51,75	20.254
CHARLES RIVER LABORATORIES	80,39	26.067	63,64	11.200
CHEROKEE INC	17,25	11.507		
DREW INDUSTRIES INC	60,89	35.096	51,07	33.030
ENCORE CAPITAL GROUP INC	29,08	39.315	44,40	51.312
ENCORE WIRE CORP			37,33	17.872
ENDURANCE INTERNATIONAL GROU	10,93	14.251		
EURONET WORLDWIDE INC	72,43	10.549		
FRANKLIN COVEY CO	16,74	21.252	19,36	20.265
FXCM INC-A			16,57	30.172
GENESCO INC	56,83	13.352	76,62	26.640
GENTHERM INC	47,40	24.780	36,62	43.425
GP STRATEGIES CORP	25,11	23.719	33,93	42.219
GTT COMMUNICATIONS INC	17,06	15.236		
GULFPORT ENERGY CORP	24,57	12.153	41,74	28.563
HEALTHSTREAM INC	22,00	35.744	29,48	45.099
HEMISPHERE MEDIA GROUP INC	14,75	12.210		
HMS HOLDINGS CORP	12,34	36.029	21,14	33.264
IGI LABORATORIES INC			8,80	19.614
INCONTACT INC	9,54	15.139		
INOGEN INC	40,09	10.383		
ISHARES RUSSELL 2000 ETF			119,62	17.151
J2 GLOBAL INC	82,32	29.577		
KIRKLAND'S INC	14,50	10.300		
LIBERTY TAX INC	23,83	13.097	35,74	5.564
LIFEPOINT HEALTH INC	73,40	13.110		
MASONITE INTERNATIONAL CORP	61,23	19.854		
MASTEC INC			22,61	27.062
MATADOR RESOURCES CO	19,77	14.573	20,23	29.679
MAXIMUS INC	56,25	27.823	54,84	32.499
METHODE ELECTRONICS INC			36,51	23.883
MGP INGREDIENTS INC	25,95	6.685		
MONOTYPE IMAGING HOLDINGS IN			28,83	26.293
NATIONAL GENERAL HLDGS	21,86	20.243		
PRA GROUP INC			57,93	38.714
PREMIERE GLOBAL SERVICES INC			10,62	35.323
PRIMORIS SERVICES CORP	22,03	26.500	23,24	21.123
REX ENERGY CORP			5,10	876
ROYAL GOLD INC			62,70	19.871
SAFEGUARD SCIENTIFICS INC	14,51	14.593	19,82	21.747
SANCHEZ ENERGY CORP			9,29	669
SEQUENTIAL BRANDS GROUP INC	7,91	13.694	13,07	9.483
STREAMLINE HEALTH SOLUTIONS			4,33	6.523
SUPERIOR UNIFORM GROUP INC	16,98	7.349		
TELENAV INC	5,69	9.843		

**INV.FOR. MULTI MANAGER INVEST  
USA SMALL/MID CAP AKK.**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
<b>Kapitalandele</b>				
<b>USD 686.98 pr. 31-12-2015</b>				
TELIGENT INC	8,90	26.780		
VIRTUSA CORP	41,34	40.015	41,67	60.671
WEB.COM GROUP INC	20,01	21.596	18,99	28.853
WEBMD HEALTH CORP	48,30	18.714		
WNS HOLDINGS LTD-ADR	31,19	61.431	20,66	39.412
XPO LOGISTICS INC	27,25	28.436	40,88	44.175
AAC HOLDINGS INC	19,06	16.957		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>1.037.392</b>		<b>1.203.455</b>