

ÅRSRAPPORT
2018

Årsrapport 2018

Investeringsforeningen C WorldWide

04	Forord
06	C WorldWide og samarbejdspartnere
12	C WorldWides interesser
14	Ledelsesberetning – Beretning for alle afdelinger
18	Ledelsesberetning – Risiko og risikostyring
20	Ledelsesberetning – Forventninger til aktiemarkederne i 2019
24	Ledelsespåtegning
25	Den uafhængige revisors revisionspåtegning
28	Anvendt regnskabspraksis
30	Nøgletal om risiko
32	Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier KL
37	Resultatopgørelse
37	Balance
38	Noter
44	Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL
49	Resultatopgørelse
49	Balance
50	Noter
54	Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier Etik KL
59	Resultatopgørelse
59	Balance
60	Noter
64	Ledelsesberetning – Afdeling Stabile Aktier KL
69	Resultatopgørelse
69	Balance
70	Noter
72	Ledelsesberetning – Afdeling Danmark KL
77	Resultatopgørelse
77	Balance
78	Noter
80	Ledelsesberetning – Afdeling Asien KL
85	Resultatopgørelse
85	Balance
86	Noter
90	Ledelsesberetning – Afdeling Emerging Markets KL
95	Resultatopgørelse
95	Balance
96	Noter
98	Ledelsesberetning – Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver

Forord

Kære investor

Negative afkast i 2018

Handelskrigen mellem USA og Kina samt strammere pengepolitik verden over førte til betydelige kursfald på aktiemarkedene i 2018. De globale aktiemarkeder faldt knap 5 pct., emerging markets-aktierne faldt 10 pct., mens de danske aktier faldt 7,5 pct. Paradoksalt var indtjeningsudviklingen i virksomhederne generelt god, men den tilspidsede handelskrig mellem Kina og USA, Brexit og en strammere pengepolitik fra verdens centralbanker – med den amerikanske centralbank i spidsen – ramte aktiemarkedene hårdt, særligt i fjerde kvartal. Generelt forårsagede de negative faktorer som ventet høj volatilitet på markederne. En dansk investor fik dog en smule medvind fra en stigning i dollaren på ca. 5 pct.

Vores afkast var generelt lavere end forventningerne ved indgangen til året, da vi ikke havde forventet negative aktiemarkeder i lyset af en fortsat fremgang i virksomhedernes indtjening. Afdeling Globale Aktier Etik KL levede op til målsætningen om merafkast i forhold til benchmark, men generelt var det et vanskeligt år med afkast lavere end benchmark i seks ud af syv afdelinger, som det fremgår af tabellen nedenfor. Dette er det modsatte scenarie af 2017, hvor seks ud af syv afdelinger gav højere afkast end benchmark. I 2018 blev prisfastsættelsen på flere af vores langsigtede og tematiske investeringer ramt af de stigende renter på trods af, at den fundamentale udvikling i selskaberne generelt set var god.

Bestyrelsen har i samarbejde med formueforvalteren evalueret afkastudviklingen de seneste tre til fem år. Overordnet set har afdelingerne ikke levet op til målsætningen om at skabe merafkast i forhold til benchmark. Som en aktiv investor er det dog samtidigt uundgåeligt, at der over tid vil komme perioder, hvor afkastet er lavere end benchmark. Det er ikke muligt at have en træfsikkerhed på 100 pct. Hvis man kigger på rullende 3-årsperioder gennem hele foreningens snart 30-årige levetid, har foreningens investeringsfilosofi og resultaterne vist en høj træfsikkerhed, hvor de fleste 3-årsperioder har givet højere afkast end benchmark. Bestyrelsen vil i 2019 fortsætte afkastdrøftelserne for at sikre, at vi lever op til medlemmernes forventninger om langsigtede merafkast i forhold til benchmark. Med en langsigtet investeringstilgang er det dog samtidigt vigtigt at holde fast i den langsigtede strategi. Hvis man laver for mange taktiske skift undervejs, risikerer man at blive ramt to gange, når markedet igen fokuserer på de langsigtede fundamentale faktorer.

Resultat 2018

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier KL A	-5,6%	-4,6%	-1,0%
Globale Aktier Akk. KL A	-5,4%	-4,6%	-0,8%
Globale Aktier Etik KL UDL	-0,6%	-4,6%	4,0%
Stabile Aktier KL	-1,6%	3,6%	-5,2%
Danmark KL	-11,4%	-7,5%	-3,9%
Asien KL A	-16,7%	-9,8%	-6,9%
Emerging Markets KL	-13,6%	-10,1%	-3,5%

Samfundsansvar

Samfundsansvarlige investeringer får større og større betydning. Dette er drevet af vores fælles forståelse og bekymring for verdens sundhedstilstand samt en række lovgivningsmæssige initiativer. I C WorldWide har en samfundsansvarlig investeringstilgang altid været en integreret del af vores langsigtede investeringsarbejde, idet en virksomhed, som ikke har en bæredygtig strategi, før eller siden vil løbe ind i finansielle problemer. Vi ser nu en naturlig udvikling, hvor ESG-faktorer (miljø, sociale forhold og ledelsesmæssig styring) får en mere eksplicit rolle, hvor vi samtidigt bliver mere aktive i forhold til at udøve indflydelse som medejere.

Vores porteføljeformere har ESG-faktorer som et konkret evalueringspunkt i forbindelse med nye investeringer og den løbende porteføljepleje. Til at understøtte analysearbejdet samarbejder vores formueforvalter med to eksterne analysefirmaer. En forståelse af ESG-faktorer er nødvendig for at sikre klarhed om såvel de langsigtede muligheder som de risici en virksomhed har. Omvendt investerer vi ikke alene ud fra ESG-faktorer, men at vi tager en integreret tilgang, således at optimering af investeringsafkast og samfundsansvar går hånd i hånd. Vi ser denne integration som en differentierende faktor i forhold til de passive fonde, som alene allokerer kapital ud fra selskabernes størrelse.

I 2018 tilsluttede vi os ”Anbefalingerne for aktivt Ejerskab” udarbejdet af Komitèen for god Selskabsledelse. I forhold til udøvelse af aktivt ejerskab har vi en tostrengt tilgang, hvor vi til at starte med er i dialog med selskaberne, hvorefter – hvis nødvendigt – vi kan udtrykke vores holdning via stemmeafgivelse på generalforsamlinger. Vi er både i direkte dialog med selskaberne og indirekte via partnerskaber. Den indirekte tilgang via partnerskaberne giver os adgang til en gennemprøvet proces og specialister med en stærk viden og et netværk af andre investorer. Gennem samarbejdet får vi en større gennemslagskraft over for selskaberne. Den direkte tilgang giver derimod mulighed for at tage fat på specifikke og nye ESG-spørgsmål samt mulighed for at indgå i en mere holistisk og strategisk dialog med selskaberne. Vores erfaring er, at selskaberne er blevet betydeligt mere seriøse omkring disse vigtige diskussioner.

I forhold til stemmeafgivelse har vores investeringsrådgiver indgået et samarbejde med analyseselskabet ISS, som hjælper med at overvåge og analysere konkrete problemstillinger på generalforsamlinger, så vi er bedst muligt rustet til at varetage foreningens stemmeinteresser. I 2018 var der i alt 203 generalforsamlinger blandt foreningens investeringer, og vi afgav stemme på 15 generalforsamlinger. På ca. halvdelen stemte vi imod ledelsen. Blandt de danske selskaber stemte vi på fire generalforsamlinger.

Bestyrelsen ser foreningens fokuserede og aktive investeringstilgang som skræddersyet til at sikre, at vores afkastmæssige ambitioner går hånd i hånd med behovet for at sikre en samfundsansvarlig tilgang og adfærd blandt vores investeringer. Du kan læse mere om vores håndtering af samfundsansvar i ledelsesberetningen på side 15.

Fusion af vores to administrationsselskaber

Vores administrationsselskab C WorldWide Fund Management A/S har siden udgangen af 2016 søgt en fusion med søsterselskabet C WorldWide Management S.A. i Luxembourg med henblik på at opnå et administrativt og ledelsesmæssigt samarbejde, der kan sikre et solidt administrationsgrundlag til at imødegå nye lovgivningsmæssige krav til forvaltning af investeringsfonde. De to selskaber har i 2018 fået de nødvendige forholdstilladelser, og selskaberne forventer, at fusionen vil blive effektueret i slutning af første halvår 2019. I praksis bliver foreningens nuværende administrationsselskab til en filial af selskabet i Luxembourg. Samtidigt med fusionen er det planlagt, at Henrik Brandt bliver filialdirektør og dermed ny fungerende direktør for foreningen. Henrik Brandt har mere end 25 års erfaring med aktieinvesteringer, hvor de seneste otte år har været som direktør for C WorldWides investeringsfonde i Luxembourg. Foreningen vil fortsat være underlagt Finanstilsynet, og undtaget direktørskiftet vil medlemmerne ikke opleve nogen ændringer i forhold til fusionen.

Bestyrelsen

Foreningens bestyrelse består i dag af fire medlemmer, og vi foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer i forhold til investeringsforeningens aktiviteter og risici, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende.

Bestyrelsen finder den nuværende sammensætning god og bestyrelsens fire medlemmer ønsker at genopstille i 2019. Samtidig er bestyrelsen også bevidst om fornyelse og den aktuelle aldersfordeling, hvorfor bestyrelsen løbende arbejder med evaluering af nye kandidater. For 2019 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med fire medlemmer.

Investorkonference og generalforsamling

Årets investorkonference afholdte vi 12. marts i Århus og 14. marts i København, med over 2.000 tilmeldte. De fremmødte medlemmer hørte temaspecialist Morten Springborg tale om, at den gamle verdensorden langsomt er ved at blive nedbrudt, hvor Kina har vist sig at være en undervurderet konkurrent, som presser USA's historiske lederskab. Porteføljeforvalter Aman Kalsi fortalte om, hvorfor vi ser Indien som en af de bedste investeringsmuligheder over de kommende 10 år, og adm. direktør Bo Knudsen afsluttede med den aktuelle markedssituation og vores syn på de bedste globale investeringsmuligheder.

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes i år tirsdag den 9. april på foreningens adresse. Generalforsamlingen henvender sig som de foregående år til dem med interesse for de formelle punkter på dagsordenen.



Vi opfordrer alle investorer, der ønsker en indkaldelse til generalforsamling, til at registrere sin e-mailadresse på cwv.dk/investorportal. E-mailadresser, der er noteret her, vil udelukkende blive brugt til indkaldelse til generalforsamling. Dog indkalder vi stadig pr. brev de investorer, der har vist interesse via fremmøde eller fuldmagt de seneste tre år, eller investorer, der specifikt har udtrykt ønske herom.

Igen i år udbetalte vi udbyttet i januar i stedet for at udbetale efter den ordinære generalforsamling. Vi foretog udlodningen den 29. januar 2019, og udbytteerne blev indsat på investorenes afkastkonto den 31. januar 2019. På den ordinære generalforsamling skal udlodningerne nu godkendes, som de endelige. De konkrete udlodninger fremgår af de enkelte afdelingsregnskaber samt på vores hjemmeside cwv.dk.

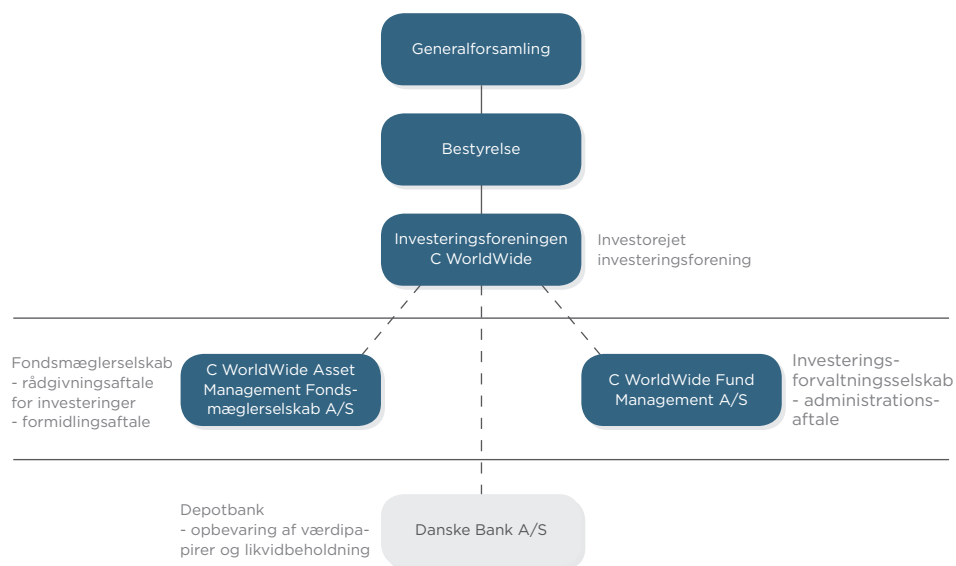
Afslutningsvis vil jeg gerne takke foreningens investorer for den fortsatte opbakning samt vores samarbejdspartner C WorldWide Fund Management A/S, som varetager den daglige ledelse af foreningen, og C WorldWide Asset Management Fondsmægler-selskab A/S, der rådgiver om vores investeringer, for samarbejdet i 2018.

Med ønsket om et godt investorrår til alle foreningens investorer.

Karsten Kielland

Formand

C WorldWide og samarbejdspartnere



Holdbare investeringer siden 1990

C WorldWide står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Ambitionen er at skabe langsigtede afkast, som ligger over gennemsnittet.

Den ambition har vi fulgt siden starten i 1990.

Vi tror, at stærke resultater skabes ved at identificere de bedste aktier blandt verdens børsnoterede virksomheder. Den søgen har været vores passion i over 25 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette giver overblik og motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier hører til blandt verdens bedste.

Vi har et stabilt og erfarent forvalterteam, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som har holdt fast i vores langsigtede værdier: Fokus, Stabilitet og Passion.

C WorldWides historie

Investeringsforeningen C WorldWide er en investorejet forening, som blev stiftet i juni 1990 – under navnet Carnegie WorldWide – med henblik på at give privatpersoner og andre mulighed for at få adgang til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S' (CWW AM) investeringsekspertise. Denne ekspertise var tidligere kun tilgængelig for institutionelle kunder og selskaber. Foreningens investeringsmæssige målsætning er at sikre investorerne en langsigtet, god og stabil formuevækst, som ligger over markedsgennemsnittet. Afdelingernes investeringsfokus er generelt på selskaber med langsigtede, gode vækstmuligheder og med en troværdig ledelse.

FOKUS

Vores erfaring viser, at en fokuseret investeringsmodel med nøje udvalgte aktier og få afdelinger giver de bedste resultater på langt sigt. Enkelheden i vores porteføljer skaber ro til at gå i dybden med hvert enkelt selskab for at sikre, at vækstpotentiale og risikoparametre er nøje afmålt.

STABILITET

Vi mener, at stabilitet og erfaring baner vejen for holdbare afkast. Vi har et af de mest erfarne og stabile forvalterteams med få ændringer gennem årene.

PASSION

Vi arbejder passioneret for resultater i verdensklasse. Vi bruger al vores energi på at identificere de bedste selskaber, og vi går aldrig på kompromis med vores langsigtede investeringsmodel.

Afdeling Globale Aktier KL blev introduceret ved stiftelsen og har således eksisteret i over 25 år. Siden blev afdeling Danmark KL oprettet i oktober 1998, mens søsterforeningen Carnegie Østeuropa i 2004 blev flyttet til foreningen som en selvstændig afdeling. I 2005 blev afdeling Europa oprettet, mens afdeling Asien KL blev oprettet i 2006.

Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver



” C WorldWide blev etableret i 1990 for at give privatpersoner adgang til investeringsekspertisen i C WorldWide Asset Management.

I 2009 blev foreningens to obligationsafdelinger fusioneret med tilsvarende afdelinger i Nykredit Invest, og i 2010 blev afdeling Emerging Growth fusioneret med afdeling Globale Aktier KL. I 2011 blev afdeling Globale Aktier Etik KL introduceret. Denne afdeling har samme investeringskoncept som afdeling Globale Aktier KL, men med en etisk screening af investeringerne.

I 2014 ændrede afdeling Europa navn og investeringsstrategi til afdeling Stabile Aktier KL, og afdeling Østeuropa ændrede navn og strategi til afdeling Emerging Markets KL.

I december 2015 lancerede vi afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL. Denne afdeling følger samme strategi som afdeling Globale Aktier KL, men skattemæssigt henvender den sig til selskabsbeskattede og pensionsmidler samt midler i virksomhedsordningen.

I februar 2017 ændrede investeringsforeningen navn fra Carnegie WorldWide til C WorldWide. Afdeling Globale Aktier Stabil KL ændrede navn til afdeling Stabile Aktier KL og afdeling Danske Aktier KL ændrede navn til afdeling Danmark KL.

I 2017 introducerede foreningen som følge af MiFID II andelsklasser for at understøtte samarbejdspartnere, der har kunder i porteføljeplejeordninger og rådgivningsaftaler. Der er efterfølgende blevet oprettet nye klasser i afdeling Globale Aktier KL, afdeling Globale Aktier Etik KL, afdeling Asien KL og afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL.

Generalforsamling

Generalforsamlingen er foreningens øverste myndighed. På generalforsamlingen vælges en bestyrelse til at varetage investorernes interesser. Foreningens ordinære generalforsamling afholdes hvert år inden udgangen af april måned i København. Generalforsamlingen indkaldes 2-4 uger forinden. Eventuelle forslag til dagsordenen fra investorerne skal være indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar. Foreningen udsender indkaldelse, dagsorden og årsrapporten til alle, som har udtrykt ønske om dette. Dagsorden, de fuldstændige forslag samt årsrapporten er tilgængelige på foreningens kontor og hjemmeside.

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

Bestyrelsen varetager foreningens interesser

Bestyrelsen skal ifølge foreningens vedtægter bestå af tre til fem medlemmer. Bestyrelsen består i dag af fire medlemmer: **Karsten Kielland, Jens Høiberg, Lars Aaen og Camilla Harder Hartvig.**

Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2018 har bestyrelsen afholdt i alt fire ordinære bestyrelsesmøder. Et af de årlige møder afholdes som et bestyrelsesseminar, hvor bestyrelsen sætter fokus på særlige emner. I år var fokus særligt på bestyrelsens evaluering af samarbejdspartnere. Direktionen for investeringsforvaltningsselskabet deltager på møderne, og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder, når drøftelserne vedrører investeringerne.

Bestyrelsen har valgt **Karsten Kielland** som formand. Han er til daglig advokat i Accura Advokatpartnerselskab. Karsten Kielland bruger en del af sin arbejdstid på netop bestyrelsesarbejde, og han tilfører dermed bestyrelsen en god erfaring vedrørende det praktiske bestyrelsesarbejde og juridiske problemstillinger. **Camilla Harder Hartvig** tilfører bestyrelsen kommerciel erfaring fra multinationale selskaber og erfaring med compliance fra den regulerede medicinalindustri. **Jens Høiberg** tilfører bestyrelsen ekspertise inden for obligationer og makroøkonomi, idet Jens Høiberg er makroøkonomisk rådgiver for pensionskasser og fonde i Europa og styrer endvidere selv porteføljer i europæiske statsobligationer. Han har blandt andet et doktorat i økonomi fra EUI, Firenze, Italien, der er EU's doktorale og post-doktorale forskningsinstitut. **Lars Aaen** tilfører bestyrelsen stor virksomhedserfaring fra tidligere direktørposter i bl.a. Inspiration og Synoptik.

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

Det er bestyrelsens ansvar at udarbejde retningslinjerne for foreningens væsentligste aktivitetsområder, foretage en løbende risikovurdering af foreningen samt fastlægge arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion. I overensstemmelse med lovgivningen har foreningens bestyrelse valgt at overdrage den daglige administration til C WorldWide Fund Management A/S (CWWFM). CWWFM er godkendt af Finanstilsynet til at administrere investeringsforeninger. Da al administration varetages af CWWFM, er der ingen ansatte eller direktion i foreningen. Derfor fungerer direktionen i CWWFM i praksis som direktion for foreningen. Dette vil sige, at CWWFM's direktør udadtil og i dialogen med foreningens bestyrelse fungerer som foreningens direktør.

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

Bestyrelsens arbejde i overskrifter

- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- sikre uafhængig styring af interessekonflikter
- foretage løbende risikovurdering
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- fastlægge strategi for udøvelse af stemmerettigheder
- evaluere foreningens produktudbud
- evaluere rådgiver, administrator og dennes direktion
- sikre at administrationen fungerer betryggende og er i overensstemmelse med lovgivningen
- udarbejde skriftlige retningslinier for direktionen i CWWFM
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver
- foreslå valg af revisor samt evaluering af denne

Bestyrelsen og foreningens administrator har tilsluttet sig Finans Danmarks Fund Governance anbefalinger.

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

Investeringsrådgiveren: C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Bestyrelsen har indgået en rådgivningsaftale med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWWAM), som besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Dette er nogle af nøgleværdierne, som sammen med en stor stabilitet i investeringsteamet er fundamentet for gode langsigtede investeringsresultater. Udover rådgivning af



Investeringsforeningen C WorldWide udfører CWWAM også porteføljestyrelse for udenlandske fonde og stiftelser, danske pensionskasser, livsforsikringselskaber, danske børsnoterede selskaber samt danske og udenlandske selskaber. CWWAM's overordnede investeringsmålsætning er en langsigtet, stabil formue-tilvækst under lav risiko.

Den daglige administration: C WorldWide Fund Management A/S

Bestyrelsen for C WorldWide har indgået en administrationsaftale med investeringsforvaltningsselskabet C WorldWide Fund Management A/S (CWWFM), således at dette selskab varetager alle daglige opgaver i foreningen. Der er derfor ingen ansatte i selve investeringsforeningen. Som omtalt har bestyrelsen for foreningen valgt CWWAM til at rådgive CWWFM om foreningens konkrete investeringer.

C WorldWide Fund Management A/S' opgaver i overskrifter

- administration og placering af foreningens formue
- førelse af bogholderi for hver afdeling
- daglig værdiopgørelse og løbende overvågning hen over dagen
- risikostyring
- udarbejde halvårs- og årsrapport
- udarbejde kvartalsorienteringer
- udarbejde prospekter samt Central Investorinformation
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- rapportering til foreningens bestyrelse
- forestå afholdelse af bestyrelsesmøder
- udvikling og vedligeholdelse af foreningens hjemmeside
- skriftlig og mundtlig kommunikation med investorerne
- rapportering og kontakt til Finanstilsynet og fondsbørsen

Omkostninger

Foreningen har udliciteret den daglige administration og investeringsrådgivning til CWWFM og CWWAM. Foreningen betaler en fast procentdel for disse ydelser – typisk 1,6% p.a. af formuen i de enkelte afdelinger (A-klasser), som dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som hhv. ”fast administrationshonorar” og ”fast rådgivnings- og formidlingshonorar” i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Depotbanken er uafhængig og sikrer særskilt opbevaring af foreningens midler

C WorldWide har indgået en depotbankaftale med Danske Bank A/S om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvide midler. Depotbanken er uafhængig, hvorved det sikres, at foreningens værdipapirer, likvide midler og andre aktiver opbevares særskilt fra eksempelvis administrator og rådgiver. Herved opnås et lukket kredsløb af foreningens aktiver. Depotbanken har derudover en forpligtelse til at tilse, at foreningens handel med værdipapirer foregår i henhold til lovgivningen om investeringsforeninger. Depotbanken har en række kontrolforpligtelser over for foreningen, bl.a. at kontrollere indre værdiberegninger samt emissions- og indløsningspriser. Derudover sikrer depotbanken gode lokale samarbejdspartnere på de markeder, foreningen investerer på, således at foreningen opnår en tryk opbevaring af foreningens værdipapirer. Endelig sørger depotbanken blandt andet for den fysiske afvikling af handleerne samt hjemsøgning af refunderbare udbytteskatter. Foreningen har indgået aftale med Danske Bank A/S om håndtering, udstedelse og indløsning af andele i de enkelte afdelinger over for værdipapircentralen.

Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere

Foreningen har som nævnt overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til CWWFM og CWWAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for dette arbejde. Denne betaling er 1,6% p.a. for de globale afdelinger (A-klasser) og 1,8% for afdeling Asien KL (klasse A) og Emerging Markets KL og dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis ”fast administrationshonorar” og ”fast rådgivnings og distributionshonorar” i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ Copenhagen, betaling til markedet maker samt få andre mindre poster. Alle andre omkostninger afholdes og bogføres som en konsekvens heraf hos administrationselskabet og investeringsrådgiveren.

Bestyrelsen foretager løbende en evaluering af foreningens samarbejdspartnere, og på det årlige seminar foretager bestyrelsen en samlet evaluering. Som en forberedelse til dette seminar har bestyrelsesformanden ligeledes en evalueringssamtale med direktionen i CWWFM.

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

Fakta om C WorldWide

Fem af C WorldWides afdelinger er udloddende i skattemæssig forstand (realisationsbeskattet), dvs. hver afdeling er skattefri, men til gengæld pligtig til at udbetale en del af årets afkast i den enkelte afdeling som udbytte til investorerne. Udbyttet fra C WorldWides afdelinger beskattes hos investorer.

Udbyttet fra disse aktieafdelinger omfatter renter og modtagne udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier udregnet efter fradrag af administrationsomkostninger. Afdeling Emerging Markets KL har dog et historisk tab, som kan modregnes i fremtidige gevinster. Størrelsen af dette historiske skattetab kan ses i noterne i regnskabet.

Afdeling Globale Aktier Etik KL er akkumulerende i skattemæssig forstand (lagerbeskattet). Afdelingen har to andelsklasser: Klasse Udloddende, som er forpligtet til at udlodde mindst 75 pct. af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Hvis afkastet i regnskabsåret har været negativt, kan klassen dog altid udlodde indvundne renteindtægter og udbytter. Klasse Akkumulerende udlodder ikke.

Afdeling Globale Aktier - Akkumulerende KL er akkumulerende i skattemæssig forstand (lagerbeskattet) og udbetaler ikke udbytte.

C WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet og omfattet af lov om investeringsforeninger m.v. Registreringsnummeret er FT 11057.

C WorldWide er medlem af Finans Danmark.

Informationer fra C WorldWide

Alle C WorldWides syv afdelinger (A-klasser) er børsnoterede og kursnoteres dagligt på NASDAQ Copenhagen.

Vi lægger vægt på åbenhed og gennemsigtighed, når det gælder dine investeringer hos os. Vi orienterer derfor med daglige nyheder om aktierne i foreningens portefølje og tilføjer løbende mere dybdegående historier om investeringerne.

Desuden deler vi jævnligt vores tanker om de vigtigste markeds- og investeringstrends i et overordnet perspektiv. På den måde får man som investor løbende indsigt i vores investeringsbeslutninger. Nogle gange fortæller vi f.eks. om, hvorfor vi har valgt at følge et langsigtet investeringstema, som endnu ikke er udbredt i aktiemarkedet. Andre gange fortæller vi om, hvorfor vi vælger ikke at følge en aktuel kortsigtet trend.

Disse informationer er tilgængelige på foreningens hjemmeside cww.dk. Som investor kan man også få disse tilsendt i et elektronisk nyhedsbrev.

Foreningen udgiver også en grundig kvartalsorientering, som automatisk udsendes til alle navnenoterede investorer. Denne giver et overblik over, hvordan kvartalet er forløbet: hvad er købt og solgt, sammensætningen af porteføljerne, og hvad foreningen forventer af fremtiden.

Årsrapporten indeholder en gennemgang af hele året samt forventningerne for det kommende år. Foreningen offentliggør også en halvårsrapport.

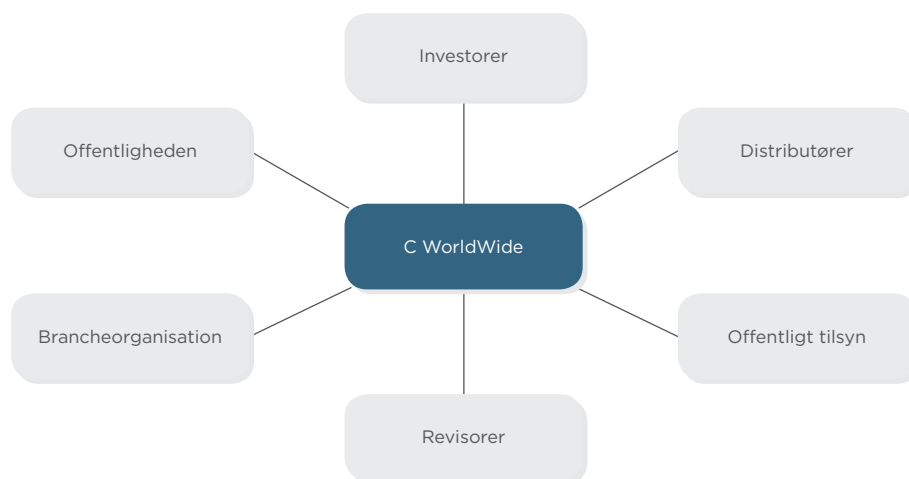
Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside cww.dk skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her.

Endeligt afholder vi løbende investormøder, hvor der er mulighed for at komme i dialog med vores porteføljeformidlere og høre om vores aktuelle tanker om udviklingen på aktiemarkedet.

Medlemsrettigheder

- Ethvert medlem af foreningen har mod forevisning af adgangskort ret til at deltage i generalforsamlingen. Adgangskort bestilles hos foreningen senest 3 hverdage inden generalforsamlingen på baggrund af fornøden dokumentation for medlemmets andele.
- Stemmeret kan kun udøves for de andele, som én uge forud for generalforsamlingen er noteret på medlemmets navn i foreningens bøger.
- De beføjelser, der udøves af foreningens generalforsamling, tilkommer en afdelings medlemmer for så vidt angår godkendelse af afdelingens årsrapport, ændring af vedtægternes regler for anbringelse af afdelingens formue, afdelingens opløsning, overflytning, afvikling, sammenlægning eller deling samt andre spørgsmål, som udelukkende vedrører afdelingen.
- Hvert medlem har én stemme for hver kr. 100 pålydende andele.
- Ethvert medlem har ret til at møde ved fuldmægtig efter reglerne i § 17 i foreningens vedtægter.
- Intet medlem kan afgive stemme for mere end 5% af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele (eller 5% af det samlede pålydende i alle afdelinger ved afstemning om fælles anliggender).
- Generalforsamlingen træffer beslutninger ved almindelig stemmeflerhed med undtagelse af de tilfælde, som er nævnt i § 18 i foreningens vedtægter.
- Ethvert medlem har stemmeret i forbindelse med valg af en repræsentant til investeringsforvaltningsselskabets bestyrelse. Proceduren herfor er fastsat i et valgregulativ, som kan læses på foreningens hjemmeside cww.dk.

C WorldWides interessenter



Investorer

Foreningen har ca. 14.000 navnenoterede investorer. Derudover er en række investorer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede antal investorer inklusive ikke-navnenoterede investorer er ca. 16.000.

Distributører

CWWAM har i dag indgået ca. 25 samarbejdsaftaler med pengeinstitutter og unit link-selskaber for at forbedre eksisterende og nye investorers indsigt i C WorldWide. Investorerne får herved et bedre beslutningsgrundlag for deres investeringsbeslutning. CWWAM kræver, at samarbejdspartneren yder en synlig informations- og markedsføringsindsats. Det er CWWAM, som betaler provision for rådgivningen til samarbejdspartneren. C WorldWide har ingen udgifter herved.

Distributører

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

WorldWide, således at investorerne opnår et bedre grundlag for deres investeringsbeslutning.

CWWAM har i dag indgået ca. 23 samarbejdsaftaler med primært pengeinstitutter og unit link-selskaber. Unit link-selskaber giver pensionsopparere adgang til selv at investere deres pensionsmidler i eksempelvis investeringsforeninger. Når CWWAM har indgået en aftale med et unit link-selskab, bliver det dermed muligt for pensionsoppareren at investere pensionsmidlerne i C WorldWide. Samarbejdsaftaler med pengeinstitutter betyder, at disse pengeinstitutter uddanner deres investeringsrådgivere i C WorldWides afdelinger, således at eksisterende og nye investorer kan få rådgivning om foreningens produkter i pengeinstitutternes filialer.

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

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

CWWAM foretager typisk en kvartalsvis evaluering af alle eksisterende samarbejdsaftaler, herunder af aktiviteter, volumen,

kommunikations- og markedsføringsupport samt vilkår for samarbejdet. Det er målsætningen at være i telefonisk kontakt med alle samarbejdspartnere hvert kvartal samt at mødes minimum én gang om året. Desuden er det CWWAM's målsætning at afholde et årligt investeringsseminar for alle samarbejdspartnere, hvor afdelingernes investeringspolitik og strategi gennemgås.

Offentligt tilsyn

C WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Finanstilsynet arbejder med lovgivningen for investeringsforeninger samt udfører kontrol af foreningerne. C WorldWide er registreret hos Finanstilsynet under FT 11057. På Finanstilsynets hjemmeside finansstilsynet.dk findes alle relevante love og vejledninger vedrørende investeringsforeninger.

Revisorer

Revisor reviderer årsregnskaberne samt foretager en række kontrolopgaver. Foreningens bestyrelse evaluerer årligt revisors uafhængighed og kompetence. Bestyrelsen definerer desuden overordnede rammer for revisors levering af ikke-revisionsydelse.

Revisorer

Foreningen har én revisor. Det er PricewaterhouseCoopers, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab. Revisoren reviderer årsregnskaberne samt foretager en række kontrolopgaver i løbet af året for at sikre, at foreningens administration er i overensstemmelse med lovgivningen.

Foreningens bestyrelse evaluerer årligt revisors uafhængighed og kompetence. Bestyrelsen definerer desuden overordnede rammer for revisors levering af ikke-revisionsydelse.

Brancheorganisation

C WorldWide er medlem af Finans Danmark. På deres hjemmeside FinansDanmark.dk findes en lang række nyttige oplysninger om investeringsforeningerne i Danmark, herunder sammenlignende afkaststatistikker.

Offentligheden

Det er foreningens holdning at fremtræde som en seriøs og kompetent investeringsforvalter. Derfor lægger foreningen stor vægt på åbenhed i kommunikationen med investorerne og den øvrige offentlighed. Foreningen udgiver en kvartalsorientering, en halvårsrapport samt en årsrapport, der indeholder en gennemgang af hele året samt udsigterne for det kommende år. Foreningens hjemmeside giver desuden et godt indblik i foreningen, og alle foreningens publikationer er tilgængelige her.



Beretning for alle afdelinger

Læsevejledning til beretning og regnskaber

Foreningen har i alt syv afdelinger, og hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året og giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi på afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Vi har valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, vores generelle markedsforventninger, foreningens videns-

ressourcer, redegørelse for samfundsansvar, usikkerhed ved indregning og måling samt generelle risici og foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Oplysninger om ledelses- og bestyrelsesforhold finder du i et separat afsnit sidst i årsrapporten.

Vi anbefaler, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et samlet og fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Resultater og udbytter 2018

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast efter omkostninger i procentpoint	Omkostningsprocent	Udbytte pr. andel
Globale Aktier KL A	-5,6%	-4,6%	-1,0%	1,7%	49,50 kr.
Globale Aktier Akkumulerende KL A	-5,4%	-4,6%	-0,8%	1,7%	- kr.
Globale Aktier Etik KL udl.	-0,6%	-4,6%	4,0%	1,7%	1,95 kr.
Stabile Aktier KL	-1,6%	3,6%	-5,2%	1,7%	9,90 kr.
Danmark KL	-11,4%	-7,5%	-3,9%	1,6%	42,50 kr.
Asien KL A	-16,7%	-9,8%	-6,9%	1,9%	1,90 kr.
Emerging Markets KL	-13,6%	-10,1%	-3,5%	2,0%	0,00 kr.

For afdeling Globale Aktier KI, Globale Aktier Akkumulerende KL, Globale Aktier Etik KL og Asien KL er vist den børsnoterede klasse. For de øvrige klasser henvises til afdelingssiderne.

Kursfald på aktiemarkedene i 2018

Handelskrigen mellem USA og Kina samt strammere pengepolitik verden over medførte betydelige kursfald på aktiemarkedene i 2018. De globale aktiemarkeder faldt knap 5 pct., emerging markedsaktierne faldt 10 pct., mens de danske aktier faldt 7,5 pct. Paradoksalt var indtjeningsudviklingen i virksomhederne generelt god, men den tilspidsede handelskrig mellem Kina og USA, Brexit og en strammere pengepolitik fra verdens centralbanker – med den amerikanske centralbank i spidsen – ramte aktiemarkedene hårdt, særligt i fjerde kvartal. Generelt forårsagede de negative faktorer som ventet høj volatilitet på markedene. En dansk investor fik dog en smule medvind fra en stigning i dollaren på ca. 5 pct.

Afkastudviklingen i afdelingerne var generelt lavere end vores forventninger ved indgangen til året, da vi ikke havde forventet negative aktiemarkeder i lyset af en fortsat fremgang i virksomhedernes indtjening. Det var et vanskeligt år for vores afdelinger med afkast lavere end benchmark i seks ud af syv afdelinger. Dette er det modsatte scenarie af 2017, hvor seks ud af syv afdelinger gav højere afkast end benchmark. I 2018 blev prisfestsættelsen på flere af vores langsigtede og tematiske investeringer ramt af de stigende renter på trods af, at den fundamentale udvikling i selskaberne generelt set var god.

Bestyrelsen betragter den negative udvikling i 2018 som ikke-tilfredsstillende, bortset fra afdeling Globale Aktier Etik KL, som skabte et merafkast i forhold til markedet. Bestyrelsen har i samarbejde med formueforvalteren evalueret resultaterne i 2018 og afkastudviklingen de seneste tre til fem år. Overordnet set er

Bestyrelsen betragter den negative udvikling i 2018 som ikke-tilfredsstillende. Afkastudviklingen i afdelingerne var generelt lavere end vores forventninger ved indgangen til året, da vi ikke havde forventet negative aktiemarkeder i lyset af en fortsat fremgang i virksomhedernes indtjening. Det var et svært år for vores afdelinger med afkast lavere end benchmark i seks ud af syv afdelinger. Afdeling Globale Aktier Etik KL skabte dog et merafkast i forhold til markedet.

konklusionen, at afdelingerne ikke har levet op til målsætningen om at skabe merafkast i forhold til benchmark. Som aktiv investor er det dog uundgåeligt, at der over tid kommer perioder, hvor afkastet er lavere end benchmark. Det er ikke muligt at have en træfsikkerhed på 100 pct. Hvis man ser på rullende 3-årsperioder gennem hele foreningens snart 30-årige levetid, har foreningens investeringsfilosofi og resultaterne vist en høj træfsikkerhed, hvor de fleste 3-årsperioder har givet højere afkast end benchmark.

Afdelingernes faktiske afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen på side 14. Der er oprettet andelsklasser i afdeling Globale Aktier KL, Globale Aktier Etik KL, Globale Aktier Akkumulerende KL og Asien KL. I oversigten er disse afdelinger vist med de børsnoterede klasser. For de øvrige klasser i disse afdelinger henvises til afdelingssiderne.

Du kan læse beretningen for de enkelte afdelinger under de enkelte afdelingsafsnit på siderne 32-97 i årsrapporten.

Femårsoplysninger

Nøgletal for de sidste fem år, herunder afdelingernes afkast, formueudvikling, udbytter og omkostninger fremgår under de enkelte afdelingsafsnit på siderne 32-97 i årsrapporten.

Vidensressourcer

Foreningens vidensressourcer er af afgørende betydning for de opnåede resultater samt de fremtidige afkast i foreningen. Som beskrevet i afsnittet ”C WorldWide og samarbejdspartnere” har foreningen indgået administrations- og rådgivningsaftaler med C WorldWide Fund Management A/S og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Disse formueforvaltere besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte portefølje-medarbejdere. Denne unikke kultur har skabt stor stabilitet i de investeringsteams, som rådgiver foreningen, og denne stabilitet er et vigtigt fundament for gode langsigtede investeringsresultater.

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har i alt 14 porteføljeformueforvaltere, som rådgiver foreningen. Derudover har C WorldWide Fund Management A/S én administrerende direktør, som har det overordnede ansvar for investeringerne. C WorldWide Asset Management-gruppen er en af de få uafhængige kapitalforvaltningsvirksomheder i Norden. Medarbejderne er medejere af gruppen sammen med den svenske investeringsfond Altor. Denne ejerstruktur styrker arbejdsrammerne for medarbejderne og er med til at sikre den høje motivation, som historisk har kendetegnet det stabile team af medarbejdere.

Redegørelse for samfundsansvar

For en investeringsvirksomhed er det vigtigt, at de virksomheder, vi investerer i, opfører sig ordentligt. Virksomhedernes etik og samfundsmæssige opførelse har altid været en parameter i vores vurdering af investeringsmuligheder. Vores målsætning er at opnå en stabil, langsigtet formuevækst til foreningens investorer, og vi ser, at en bæredygtig samfundsmæssig økonomi er en forudsætning for at opnå langsigtet positiv værditilvækst fra aktieinvesteringer. Vi kalder vores politik på dette område ”Investeringspolitik i et samfundsmæssigt perspektiv”, fordi det er en integreret del af vores investeringsproces. Du kan læse mere om vores investeringspolitik under ”Politik om samfundsansvar” på foreningens hjemmeside cww.dk.

Vi er en aktiv forvalter, som nøje udvælger hver enkelt aktie til en balanceret og fokuseret portefølje. Vi investerer i selskaber, hvor ledelsen og selskabet har en høj grad af integritet. Vi investerer med 3-5 års tidshorisont primært i større internationale kvalitetsselskaber, som analyseres grundigt af mange interessenter verden over. Disse analyser er med til at give os et detaljeret indblik i selskabets struktur, forretninger samt samfundsmæssige adfærd.

I udvælgelsen af investeringer indgår vores forventninger til selskabets langsigtede økonomiske potentiale samt adskillige andre parametre – deriblandt selskabets ageren i forhold til samfundsmæssig adfærd. For at sikre selskabets langsigtede potentiale analyserer vi hver enkelt selskab grundigt. Som en del af dette ser vi ESG-faktorer (miljø, sociale relationer og ledelsesmæssig styring) som helt afgørende faktorer at forholde sig til som langsigtet investor. Derfor er disse en integreret del af analysearbejdet. Det er det samlede indtryk af forretningsmodellen, økonomi, ledelse/strategi, ESG og andre selskabsspecifikke forhold, som ligger til grund for den enkelte investeringsbeslutning.

Foreningen investerer ikke i selskaber, der har direkte produktion af konventionsomfattede våben såsom klyngebomber og landminer.

Vores formueforvalter C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har indgået aftale med analysehusene Sustainalytics og GES om levering af ESG-analyser til evaluering af porteføljeselskabernes samfundsansvarlige adfærd.

Den store udfordring med politikker for samfundsansvar er, hvordan de omsættes til praksis. Mange virksomheder kan være under mistanke i enkeltstager, men ofte er det kun den ene part eller den ene side af historien, som præger billedet i medierne. Når vi vurderer en virksomhed i relation til samfundsansvar, er vores grundlæggende princip en helhedsbetragtning. Vi foretager derfor ikke en endelig afgørelse ud fra enkeltstager. En anden udfordring er, at der er store samfundsmæssige og kulturelle forskelle på, hvad der er acceptabelt, når vi sammenligner standarderne i de mere modne økonomier med

standarderne i udviklingsøkonomierne. I udviklingsøkonomierne laver vi bl.a. en risikovurdering i forhold til selskabets forretningsmæssige eksponering til ESG-faktorer sammenholdt med ledelsens indsats på disse områder. I praksis har vi indarbejdet foreningens investeringspolitik i fondsinstruksen til administrator og foreningens investeringsrådgiver.

I forhold til selskabernes samfundsmæssige adfærd vurderer analyse-selskabet GES en gang om året de selskaber, som foreningen har investeret i. Bestyrelsen drøfter herefter resultaterne af denne analyse med foreningens administrator og investeringsrådgiver, hvor alle investeringer evalueres. Hvis der er tegn på alvorlige overtrædelser, er vi i dialog med selskabet enten direkte eller gennem en rådgiver for derigennem at belyse virksomhedens rolle i den pågældende sag. Endelig kan bestyrelsen også træffe beslutning om eksklusion af et givent selskab.

Det ligger os på sinde at administrere foreningens politik om samfundsansvar på en måde, så samfundsansvar og rammerne for at skabe de bedste investeringsresultater går op i en højere enhed.

Foreningen har udarbejdet en Politik for aktivt ejerskab, som er tilgængelig på foreningens hjemmeside cww.dk. Politikken beskriver foreningens arbejde med aktivt ejerskab, herunder i relation til stemmeafgivelse, interessekonflikter m.v. I 2018 tilsluttede foreningen sig Anbefalingerne for aktivt Ejerskab udarbejdet af Komitéen for god Selskabsledelse. Anbefalingerne gælder alene for aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber, men som global investor har vi en ambition om at lade politikken gælde for alle foreningens investeringer. En fuld rapportering i forhold til anbefalingerne findes på foreningens hjemmeside. Vores investeringsrådgiver og administrator har indgået et samarbejde med analyseselskabet ISS, som hjælper med at overvåge og analysere konkrete problemstillinger på generalforsamlinger, så vi er bedst muligt rustet til at varetage foreningens stemmeinteresser.

Som langsigtet investor er det vigtigt at være i dialog med ledelsen i de selskaber, vi investerer i. Når vi mødes med ledelsen drøfter vi, hvis aktuelt, ESG-relaterede spørgsmål, omend vi sjældent får mulighed for en dybdegående drøftelse af disse emner. Derfor forsøger vi at holde dedikerede møder om ESG, og vores erfaring er, at flere og flere virksomheder er villige til at indgå i en konstruktiv ESG-dialog. Vi ser også disse møder som et godt supplement til engagementerne med GES, Sustainalytics og ISS.

Vi har således en dobbelt tilgang til engagementet med virksomhederne. Den indirekte tilgang via partnerskaberne giver os adgang til en gennemprøvet proces og specialister med en stærk viden og et netværk af andre investorer. Gennem samarbejdet får vi en større gennemslagskraft over for virksomhederne. Den direkte tilgang giver mulighed for at drøfte specifikke og nye ESG-spørgsmål samt at have en mere holistisk og strategisk dialog med virksomhederne.

I praksis må vi erkende, at det er vanskeligt at måle de faktiske resultater af foreningens arbejde med samfundsansvar, herunder reduktion af klimapåvirkningen, forbedring af arbejdstagerrettigheder og medarbejderforhold, respekt for menneskerettigheder, antikorruption og bestikkelse. Reelt har effekten nok været lille, omend vi som nævnt mærker stigende imødekommenhed fra virksomhederne. I forhold til risici på foreningens investeringer, hvis nogle af de ovennævnte områder udvikler sig negativt, vil det i visse tilfælde kunne påvirke investeringernes værdi negativt. Vi håndterer disse risici via løbende overvågning af selskaberne via samarbejdet med de eksterne analysevirksomheder. Vurderer vi, at et selskab ikke lever op til vores investeringspolitik, investerer vi ikke i selskabet. Hvis der sker en væsentlig ændring i vores vurdering af en investering – efter en eventuel dialog med selskabet – sælger vi den pågældende aktie.

Vi vurderer, at de selskaber, vi investerer i, har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, idet vi mener, at det modsatte kan skade aktiens værdi på lang sigt. De områder, vi, ud fra en helhedsbetragtning, blandt andet evaluerer, er socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korruption, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion. Foreningens investeringsrådgiver, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, har forpligtet sig til FN's principper for ansvarlige investeringer, hvilket bevirker, at rådgiveren har forpligtet sig til at tilskynde selskaberne til at udvise en samfundsansvarlig adfærd. Investeringsrådgiveren screener i samarbejde med de eksterne analysefirmaer alle foreningens investeringer i forhold til FN's Global Compact principper og OECD's retningslinjer for multinationale selskaber.

I 2018 var der i alt 203 generalforsamlinger blandt foreningens investeringer, og vi afgav stemme på 15 generalforsamlinger. På ca. halvdelen stemte vi imod ledelsen. Blandt de danske selskaber stemte vi på fire generalforsamlinger.

Måltal for det underrepræsenterede køn

Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen. Bestyrelsen har en målsætning om, at der som minimum er ét bestyrelsesmedlem fra det underrepræsenterede køn, hvis bestyrelsen består af 3-4 medlemmer. Består bestyrelsen af 5 medlemmer, er målsætningen, at minimum to bestyrelsesmedlemmer er fra det underrepræsenterede køn. Med den nuværende sammensætning af bestyrelsen er målsætningen opfyldt.

Usikkerhed ved indregning og måling

Ved opgørelse af afdelingernes værdi og årets resultater kan følgende områder fremhæves som kilder til usikkerhed:

Officielle børskurser

Værdiansættelsen af børsnoterede værdipapirer opgøres ud fra lukkekursen ultimo året eller, hvis en sådan ikke foreligger, anden officiel lukkekurs. Normalt er disse kurser entydige, men i visse lande er værdipapirer noteret på flere børser, hvilket kan give anledning til forskellige lukkekurser. Forskellene mellem disse lukkekurser vil dog normalt være minimale.

Værdiansættelsen af unoterede værdipapirer

Værdiansættelsen i afdelinger, som har investeringer i unoterede værdipapirer, vil være behæftet med usikkerhed, da værdiansættelsen af unoterede værdipapirer ikke har samme sikkerhed som likvide værdipapirer, der er noteret på en markedsplads. Ingen af afdelingerne har investeringer i unoterede værdipapirer.

Tilgodehavende udbytteskat

Afdelingerne Globale Aktier KL, Globale Aktier Akkumulerende KL, Stabile Aktier KL, Globale Aktier Etik KL og Emerging Markets KL har pr. balancedagen tilgodehavender fra refunderbare udbytteskatter i lande, hvor Danmark har indgået dobbelt-beskatningsaftaler. Disse aktiver er medtaget på balancen og vurderes at kunne hjem søges med høj sandsynlighed. Vi ser dog, at skattemyndighederne i udvalgte lande har indført nye dokumentationskrav for refusion. Dette kan være krav om dokumentation, som foreningen ikke med sikkerhed kan fremskaffe og kan betyde, at de aktuelle tilgodehavender ikke bliver refunderet til fulde. I visse tilfælde er den oprindelige værdi af disse aktiver derfor nedskrevet for at reflektere en eventuel usikkerhed i forbindelse med hjem søgningen.

Fund Governance

Brancheforeningen af Investeringsforeninger i Danmark, Investering Danmark under Finans Danmark har udarbejdet et sæt Fund Governance anbefalinger for god ledelse af en investeringsforening. Investeringsforeningen C WorldWide har tilsluttet sig disse anbefalinger, og overordnet set følger vi disse. Mange af disse anbefalinger er indarbejdet i bestyrelsens arbejde og kommer ligeledes til udtryk i denne årsrapport. Bestyrelsen har følgende kommentarer til enkelte punkter:

Det anbefales, at samtlige medlemmer af bestyrelsen er til stede på den ordinære generalforsamling. Bestyrelsen vil i forbindelse med hver enkelt generalforsamling vurdere, om det af omkostningsmæssige hensyn er hensigtsmæssigt, at alle medlemmer er til stede.

Det anbefales, at der sammen med indkaldelsen til generalforsamling, hvor valg til bestyrelsen er på dagsordenen, offentliggøres en beskrivelse af de opstillede kandidaters kompetencer med oplysning om kandidaternes øvrige ledelseshverv. Bestyrelsen vurderer dette behov fra gang til gang med særligt fokus på, når nye medlemmer indtræder. Bestyrelsens øvrige ledelseshverv er desuden angivet i årsrapporten, som behandles på generalforsamlingen.

Det anbefales at følge ”Anbefalinger for aktivt ejerskab” fra Komiteen for god Selskabsledelse. Bestyrelsen har tiltrådt disse anbefalinger i 2018.

Det anbefales, at bestyrelsen mindst én gang årligt mødes med revisionen uden direktionen. Dette har bestyrelsen historisk vurderet, at der ikke har været behov for. Bestyrelsen vil dog gøre dette efter behov.

Det anbefales at vedtage en politik, der beskriver brug af aktieudlån. Bestyrelsen har ikke vedtaget en sådan politik, da foreningen aldrig har anvendt aktieudlån og ej heller påtænker at gøre brug af dette.

Risiko og risikostyring

Som investor i Investeringsforeningen C WorldWide får du en løbende pleje af din opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal du som investor selv tage højde for – er valget af afdelinger. Som investor skal du være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis du som investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

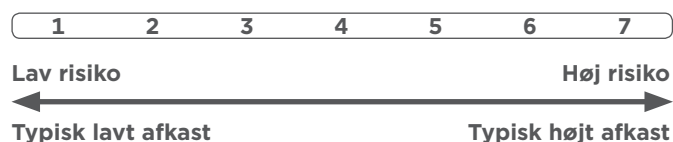
Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

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

Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden du beslutter dig for at investere, er det vigtigt, at du får fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra dine behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at du er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Du bør fastlægge din investeringsprofil i samråd med en rådgiver. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko du ønsker at løbe med dine investeringer, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker du en meget stabil udvikling i dine investeringer, bør du som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren - se nedenfor). Hvis du investerer med en kort tidshorizont, er aktieafdelinger, for de fleste investorer, sjældent velegnede.

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



En afdelings placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant, og placeringen kan

ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne og valutarisikoen. Disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer indenfor. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller samt lovgivningens krav om risikospredning.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning er baseret på vores forvalters forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. virksomhedernes indtjening, selskabsspecifikke risikofaktorer, konjunkturerne, renteutviklingen og politiske forhold. Ud fra disse forventninger udvælger vi porteføljernes investeringer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Det er foreningens generelle holdning, at risiko er vanskelig at kvantificere. Vi styrer derfor ikke investeringerne ud fra kvantitative risikomål og begrænsninger såsom tracking error. Tracking error er et matematisk mål for, hvor tæt afdelingernes afkast følger markedsudviklingen. Vi investerer i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at investere i et mindre antal aktier, som følges tæt.

Generelt anbefaler vi brede afdelinger, det vil sige afdelinger uden snævre geografiske afgrænsninger eller sektormæssige afgrænsninger. I disse afdelinger har vi størst mulig fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver bedre mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Målsætningen for afdelinger i C WorldWide er at opnå et langsigtet afkast, efter omkostninger, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. En langsigtet horisont er typisk tre år eller mere. Vi forsøger altså at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Vi har normalt som målsætning, at afdelingernes risikoniveau over længere perioder skal ligge på niveau med den risiko, som benchmark har. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan en afdeling i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, der ligger lavere eller højere end niveauet for benchmark.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for alle afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at holde afdelingens resultater op imod. Afdelingernes afkast er målt efter

fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger.

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Vi stræber efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt.

Bestyrelsen for foreningen gør jævnligt status på afkastene, og strategien på de enkelte afdelinger diskuteres med direktionen og investeringsrådgiveren på de ordinære bestyrelsesmøder.

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved den generalforsamlingsvalgte revisor. Her er der fokus på risici og kontroller. På IT-området lægger vi stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål, inden for fastsatte tidsfrister, at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henviser vi til de gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades på foreningens hjemmeside cww.dk.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande eller snævre områder

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

Eksposering mod udlandet

Investering i mere modne udenlandske aktiemarkeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande. Investering i udenlandske aktiemarkeder indebærer risiko for en kraftig reaktion på grund af selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

Valuta

Investeringer i udenlandske aktier giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdeling Danmark KL, som primært investerer i danske aktier, har ingen direkte valutarisiko. De øvrige afdelinger har generelt en høj direkte valutarisiko. Valutarisiko ved udenlandske aktieinvesteringer er dog mere kompliceret end den umiddelbare direkte risiko, da det enkelte

selskab kan have valutariske eksponeringer og valutasikringer, som modregner den umiddelbare valutarisiko, man som aktieinvestor har. Vi foretager bl.a. af denne grund kun sjældent valutakurssikringer af foreningens udenlandske aktieinvesteringer.

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. For eksempel kan forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold påvirke selskabernes indtjening. Vores afdelinger har generelt fokuserede porteføljer med typisk 25-35 investeringer i hver afdeling. Afdeling Stabile Aktier KL, afdeling Asien KL og afdeling Emerging Markets KL er dog undtagelser, hvor vi kan investere i op til hhv. 60, 70 og 100 selskaber. En afdelings værdi kan derfor variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. De enkelte selskaber kan gå konkurs, så investeringen i dem bliver tabt.

Emerging Markets

Begrebet "Emerging Markets" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ekskl. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta, eller de kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende. Særligt afdeling Emerging Markets KL og afdeling Asien KL investerer i emerging markets.

Særligt for afdeling Stabile Aktier KL

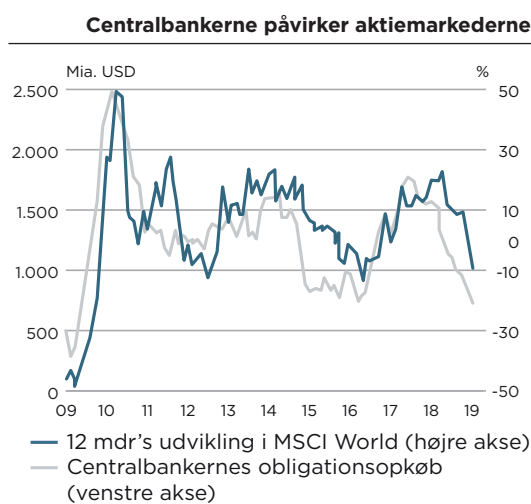
Risikomæssigt er det afdelingens målsætning, at investeringerne samlet set målt over en længere periode har en mere stabil udvikling end det globale aktiemarked. For at sikre fastholdelse af denne risikoprofil udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelse, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelse. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljainvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksposering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

Forventninger til aktiemarkedene i 2019

Handelskrigen mellem USA og Kina samt strammere pengepolitik verden over satte et negativt præg på aktiemarkedene i 2018, som ikke blev et positivt år for aktieinvestorerne. De globale aktiemarkeder faldt knap 5 pct., emerging markets-aktierne faldt 10 pct., mens de danske aktier faldt 7,5 pct. Paradoksalt set var indtjeningsudviklingen i virksomhederne generelt god, men den tilspidsede handelskrig mellem Kina og USA, Brexit og en strammere pengepolitik fra verdens centralbanker – med den amerikanske centralbank i spidsen – ramte aktiemarkedene hårdt, særligt i fjerde kvartal. Generelt forårsagede de negative faktorer som ventet høj volatilitet på markederne. En dansk investor fik dog en smule medvind fra en stigning i dollaren på ca. 5 pct.

En af de tydelige globale trends i disse år er Kinas voksende økonomiske og politiske magt. Den skaber vækstmuligheder, men også friktion – særligt i forholdet til verdens nuværende stormagt USA. USA har generelt lave importtariffer, men er i færd med at øge taksterne – især over for den kommende militære stormagt og store handelspartner Kina. Når verdens stormagter kæmper på den økonomiske front, har det uundgåeligt en effekt på den makroøkonomiske vækst. Det svarer til at køre bil med håndbremsen trukket – det sænker farten. Specielt når det sker i et miljø, hvor de afgørende amerikanske renter hæves, og centralbankerne ikke længere understøtter rentemarkederne med massive opkøb, som det fremgår af figur 1.

Figur 1



Kilde: Citi Research, 31. december 2018

Lavere prisfastsættelse skaber grobund for moderate afkast i 2019

Handelskrigen og den strammere pengepolitik vil fortsat skabe vanskelige markedsbetingelser for aktieåret 2019. Kursfaldene i 2018 betyder omvendt, at aktiemarkedene målt på P/E nu er 15-20 pct. billigere, da indtjeningsudviklingen i virksomhederne – særligt i USA – fortsat er positiv. En indtjeningskrone på aktiemarkedene er således nu 15-20 pct. billigere end for bare ét år siden.

” Det er ikke usandsynligt, at vi i løbet af første halvår 2019 vil se afslutningen på strammingerne i USA. Samtidigt er realrenterne i USA først lige blevet positive, hvorfor virksomhederne fortsat har gode incitamenter til at foretage investeringer. Alt i alt tror vi ikke, at vi vil opleve en recession i 2019.

Siden 1984 har vi oplevet seks tilfælde med større korrektioner på aktiemarkedene, som bl.a. i 2018, uden en efterfølgende økonomisk recession. Denne type korrektioner slutter typisk, når centralbankerne afslutter strammingerne. 2019 bliver formentligt et år med fortsatte renteforhøjelser og stramminger, men omvendt er det ikke usandsynligt, at vi i løbet af første halvår 2019 vil se afslutningen på strammingerne i USA. Samtidigt er realrenterne i USA – trods de mange renteforhøjelser – først lige blevet positive, hvorfor virksomhederne fortsat har gode incitamenter til at foretage investeringer, da væksten er højere end finansieringsomkostningerne. Alt i alt tror vi ikke, at vi vil opleve en recession i 2019.

En afklaring på disse fronter vil skabe grundlag for mere optimisme blandt investorerne. Alt i alt er vores hovedscenarie, at aktiemarkedene kan give et moderat positivt afkast i 2019 på 5-10 pct., dog vil der sandsynligvis være større kursudsving. I denne sammenhæng er det relevant at fremhæve den voldsomme koncentrationseffekt, hvor en stor del af afkastet på aktiemarkedet skabes på ganske få børsdage. Da det er vanskeligt at forudsige, præcist hvilke dage markederne stiger, anbefaler vi at have en langsigtet, men aktuelt også risikobalanceret investeringstilgang for at sikre eksponering til de få dage, hvor markedet stiger meget kraftigt. Med forventning om et marked præget af større udsving vil der netop i 2019 være flere dage med både gode og mindre gode afkast i vente.



Et af de største skift i aktiemarkedshistorien er de store flows til indeksfonde. Efter en lang periode med stigende aktiemarkeder har mange investorer valgt at være eksponeret til aktier via passiv investering. Indeksfonden kopierer aktiemarkedet ved at købe de aktier, der er i markedet i et bestemt forhold uden skelen til eventuelle fundamentale og etiske forhold. Vi er af den overbevisning, at dybdegående analysearbejde og et aktivt aktievalg er fundamentalt for, at markederne fungerer. Samtidigt er det vores erfaring, at man som investor får de bedste afkast ved at udvælge dygtige og erfarne rådgivere og forvaltere, som investerer langsigtet i nøje udvalgte selskaber med stærke konkurrencepositioner. Attraktive selskaber skal drives med målet om at blive en større og mere profitabel forretning 20, 30 og 40 år ud i fremtiden frem for at have fokus på de næste kvartaler. Attraktive selskaber har med andre ord en langtidsholdbar forretningsmodel. Det mere volatile aktiemiljø indeholder også flere muligheder for den aktive investor i forhold til at eksponere sig til unikke selskaber. Det er det fundament, vi bygger videre på i 2019.

” Vores hovedscenarie er, at aktiemarkederne kan give et moderat positivt afkast i 2019 på 5-10 pct., dog vil der sandsynligvis være større kursudsving.

Danmark

Vi forventer, at det danske aktieaktiemarked vil give et afkast på 0-10 pct. i 2019, men at markedet fortsat vil være meget volatilt. Selskabernes indtjening vil formentlig forbedres igen i 2019, men prisfastsættelsen er høj på mange selskaber, hvorfor der ikke er plads til fejltagelser i selskabernes eksekvering af strategien. Forudsat at den globale vækst ikke aftager væsentligt, ser vi, at de cykliske selskabers indtjening vil blive forbedret. Stigende renter vil kunne presse prisfastsættelsen på især de defensive aktier.

Asien og Emerging Markets

Investeringspotentialer i emerging markets er stort. Befolkningen udgør ca. 70 pct. af verdens befolkning, hvoraf omkring 50 pct. er under 30 år. Desuden kommer næsten 50 pct. af verdens patentansøgninger fra selskaber i emerging markets-lande til trods for, at kun ca. 7 pct. af verdens 500 største virksomheder er fra emerging markets. Derfor forventer vi, at et stigende antal virksomheder i emerging markets bliver mere relevante på globalt plan i de kommende år og årtier – særligt inden for teknologisektoren.

Vi befinder os i en periode med en række betydningsfulde risikofaktorer, herunder geopolitiske spændinger mellem USA og Kina, global økonomisk afmatning og strammere global likviditet. Disse usikkerheder er betydelige, men er i væsentlig grad indregnet i priserne på aktiemarkederne i udviklingsøkonomierne. Med andre ord anser vi den aktuelle værdiansættelse på emerging markets-aktier som attraktiv for en langsigtet investor. I Asien er den nuværende værdiansættelse målt på kurs/indre værdi ca. 1,4 i den lave ende i en historisk sammenligning. Specielt ser en række sektorer i Kina særdeles billige ud i et historisk perspektiv, det gælder blandt andet forsikrings- og ejendomsselskaber.

Vi fastholder vores langsigtede positive syn på særligt Asiens strukturelle vækstmuligheder, primært fordi en række grundlæggende faktorer er uforandrede – herunder regionens positive demografi, professionalismen i de asiatiske virksomheder, ændringen i forbrugsmønstre osv. Også de relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at den kapital- og infrastrukturudbygning, som er påbegyndt, vil fortsætte. Derudover vil udviklingen af et moderne Asien sandsynligvis strække sig over flere årtier, hvis geopolitiske stridigheder, naturkatastrofer og alvorlige sygdoms-epidemier undgås.

” Næsten 50 pct. af verdens patentansøgninger kommer fra selskaber i emerging markets-lande til trods for, at kun ca. 7 pct. af verdens 500 største virksomheder er fra emerging markets. Derfor forventer vi, at et stigende antal virksomheder i emerging markets bliver mere relevante på globalt plan i de kommende år og årtier – særligt inden for teknologisektoren.

Det er vores forventning, at de geopolitiske spændinger mellem USA og Kina vil vare en del år. Ikke desto mindre forventer vi en afklarende handelsaftale på kortere sigt. Vi forventer også forskellige tiltag fra den kinesiske regering for at stimulere økonomien. Der er en form for underliggende social kontrakt mellem regeringen og befolkningen: regeringen arbejder for at sikre en bedre levestandard for den brede befolkning mod befolkningens stiltiende accept af det kommunistiske styre. I forhold til strammere likviditet på globalt plan er spørgsmålet, hvor meget en gældstung verden kan håndtere, før verdens centralbanker på ny skruer op for likviditetshannen.

Hvis de negative faktorer ikke får for stor indflydelse i 2019, er det vores forventning, at det bliver et positivt afkastår for emerging markets-aktier.

Udvikling i indeks i DKK

		2018	2017	2016
Indeks inkl. geninvesteret nettoudbytte				
MSCI All Country World Index	USD	4,6%	9,0%	10,7%
MSCI Min. Volatility World Index	USD	3,6%	3,7%	10,2%
MSCI Europe	USD	-10,4%	10,4%	2,2%
Danmark: Copenhagen Cap.	DKK	-7,5%	16,8%	3,2%
MSCI Fjernøsten ex. Japan	USD	-10,7%	25,0%	9,0%
MSCI Asia All Country ex. Japan	USD	-9,8%	24,6%	8,2%
MSCI Emerging markets	USD	-10,1%	20,7%	14,1%
Indeks ekskl. udbytte				
Nordamerika				
USA: Dow Jones	USD	-0,6%	10,0%	16,4%
USA: S&P 500	USD	-1,3%	5,0%	12,4%
USA: Nasdaq	USD	1,2%	12,8%	10,3%
Fjernøsten				
Japan: Nikkei	JPY	-5,0%	8,5%	6,3%
Japan: Topix	JPY	-11,1%	9,0%	3,9%
Hong Kong: Hang Seng	HKD	-9,2%	18,6%	3,0%
Singapore: Strait Times	SGD	-6,9%	12,3%	0,7%
Thailand: SET	THB	-6,0%	9,8%	23,7%
Nord- og Centraleuropa				
England: FTSE 100	GBP	-13,3%	3,6%	-1,6%
Frankrig: CAC40	EUR	-10,7%	9,4%	4,5%
Tyskland: DAX	EUR	-18,1%	12,7%	6,5%
Schweitz: Zürich SBV	CHF	-4,8%	10,0%	-0,4%
Sydeuropa				
Spanien: Madrid	EUR	-14,8%	7,7%	-2,6%
Italien: Milano	EUR	-16,1%	15,6%	-8,0%
Grækenland: Athen	EUR	-23,4%	24,8%	1,6%
Skandinavien				
Sverige: Affärsvarden	SEK	-10,6%	3,6%	0,7%
Norge: Oslo	NOK	-1,1%	9,8%	24,3%
Finland: HEX	EUR	-7,8%	6,5%	3,2%

Ledespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018.

Årsregnskaberne er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018.

Siderne med ledelsesberetningerne indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingerne kan påvirkes af.

Ledelsesberetningerne dækker siderne 4-5, 14-23, 32-36, 44-48, 54-58, 64-68, 72-76, 80-84, 90-94 samt 98-100 i årsrapporten.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 15. marts 2019

Som investeringsforvaltningsselskab:

C WorldWide Fund Management A/S



Morten Sterregaard-Feltsen
Direktør

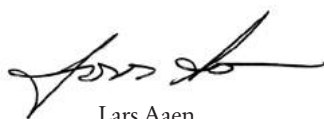
I bestyrelsen for Investeringsforeningen C WorldWide:



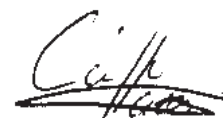
Karsten Kielland
Formand



Jens Høiberg



Lars Aaen



Camilla Harder Hartvig

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til medlemmerne i Investeringsforeningen C WorldWide:

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Hvad har vi revideret

Investeringsforeningen C WorldWide's årsregnskab for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2018 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit *Revisors ansvar for revisionen af regnskabet*. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler. Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk. 1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

Valg

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen C WorldWide den 23. april juni 2012 for regnskabsåret 2012. Vi er valgt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 7 år frem til og med regnskabsåret 2018.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2018. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Centralt forhold ved revisionen

Værdiansættelse af finansielle instrumenter til dagsværdi

Finansielle instrumenter værdiansættes til dagsværdi.

Finansielle instrumenter (aktier og obligationer), som handles på et aktivt marked (niveau 1), værdiansættes til markedspriser ved brug af

noterede børskurser. Vi fokuserede på værdiansættelsen af finansielle instrumenter, fordi disse udgør langt hovedparten af alle afdelingernes balancesummer.

Der henvises i øvrigt til noterne om finansielle instrumenter i de enkelte afdelingers regnskaber.

Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen

Investeringsforeningen C WorldWide anvender et i branchen gennemprøvet porteføljesystem og modtager løbende oplysninger fra anerkendt kursleverandør om aktuelle markedsdata (kurser m.v.). Vi vurderede design og testede den operationelle effektivitet af relevante interne kontroller, herunder interne kontroller for indhentning af ovennævnte markedsdata, ligesom markedsdata på stikprøvebasis er kontrolleret til eksterne kilder.

Samlet set fandt vi, at de anvendte dagsværdier i al væsentlighed er i overensstemmelse med underliggende dokumentation.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

I tilknytning til vores revision af regnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistent med regnskabet eller vores viden opnået ved revisionen eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation. Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for regnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde regnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af regnskabet er ledelsen ansvarlig for at vurdere foreningens og de enkelte afdelingers evne til at fortsætte driften; at oplyse om forhold vedrørende fortsat drift, hvor dette er relevant; samt at udarbejde regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift, medmindre ledelsen enten har til hensigt at likvidere foreningen eller afdelinger i foreningen, indstille driften eller ikke har andet realistisk alternativ end at gøre dette.

Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdekke væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejl-informationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som brugerne træffer på grundlag af regnskabet.

Som led i en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, foretager vi faglige vurderinger og opretholder professionel skepsis under revisionen. Herudover:

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende,

samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens og de enkelte afdelingers evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i regnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen eller de enkelte afdelinger ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Vi kommunikerer med den øverste ledelse om blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af regnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

Hellerup, den 15. marts 2019

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 77 12 31



Per Rolf Larssen
Statsautoriseret revisor
mne-nr 24822



Henrik Hornbæk
Statsautoriseret revisor
mne-nr 32802



Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til 2017. Af væsentligste regnskabsprincipper kan nævnes:

Resultatopgørelsen

Resultatopgørelsen består af indregnede indtægter og omkostninger, som er periodiseret. I resultatopgørelsen indregnes alle indtægter i takt med, at de indtjenes, og alle omkostninger i takt med, at de afholdes. Alle værdireguleringer, afskrivninger, nedskrivninger og tilbageførsler af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen, indregnes i resultatopgørelsen.

Renter og udbytter

Renter omfatter realiserede og periodiserede renter af kontantindeståender. Udbytter omfatter årets bruttoudbytter.

Kursgevinster og tab

I resultatopgørelsen indregnes realiserede og urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver. Realiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdi ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem kursværdien på balancedagen og kursværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Handelsomkostninger er ikke indregnet i salgs- og anskaffelsværdier. Ændringer i markedsværdien af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af værdien af aktiver, indgår i resultatopgørelsen under "afledte finansielle instrumenter".

Handelsomkostninger

Omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter indgår under denne post og omfatter alle direkte handelsomkostninger.

Administrationsomkostninger

Hver afdeling afholder sine egne omkostninger. Foreningen har overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til C WorldWide Fund Management A/S henholdsvis C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen i de enkelte afdelinger for dette arbejde. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivnings- og formidlingshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskab. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ Copenhagen, betaling til market maker samt andre mindre poster.

Ved fællesomkostninger forstås de omkostninger, som ikke kan henføres til de enkelte afdelinger, herunder bl.a. honorar til bestyrelse, revision, betaling til market maker og generalforsamling. Fællesomkostninger ved foreningens virksomhed i et regnskabsår deles mellem afdelingerne i henhold til den nuværende formulering i vedtægterne under hensyntagen til både afdelingernes investerings- og administrationsmæssige ressourceforbrug i løbet af året og til deres

formue. Såfremt en afdeling ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer den en forholdsmæssig andel af fællesomkostningerne.

Skat

Her indgår udenlandske udbytteskatter, som ikke kan refunderes.

Udbytte

Alle foreningens afdelinger, bortset fra afdeling Globale Aktier – Akkumulerende KL og afdeling Globale Aktier Etik Klasse Akkumulerende, er udloddende. For disse afdelinger betales udbytte, der opfylder kravene til minimumsindkomst i ligningslovens §16 C. Der betales derfor ikke skat i afdelingerne, idet skattepligten påhviler modtageren af udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter (tilgodehavende udbytteskat indgår først, når betalingen modtages)
- realiserede nettokursgevinster på valutakonti
- realiserede nettokursgevinster på aktier
- erhvervede skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- fradrag for administrationsomkostninger.

Udbytteprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udbytte i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. I overensstemmelse med ligningslovens §16 C nedrundes den beregnede udbytteprocent til nærmeste 0,1 procent. I forbindelse med emissioner og indløsninger i regnskabsåret beregnes en udlodningsregulering, der sikrer, at udbytteprocenten ikke påvirkes af ændringer i de cirkulerende investeringsforeningsandele. Udlodningsreguleringen indgår ligeledes i beløbet til rådighed for udbytte. Beløbet "Til rådighed for udbytte" er opgjort i henhold til ligningslovens §16 C. I noterne vises opgørelsen heraf. Beløbet til rådighed for udbytte er ikke identisk med årets nettoresultat, idet det er forskellige opgørelsesmetoder.

Afdeling Globale Aktier Etik KL betragtes skattemæssigt som akkumulerende. I følge prospektet for afdelingen skal denne afdelings andelsklasse Udloddende mindst udlodde 75 pct. af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Det udloddede beløb må ikke overstige det regnskabsmæssige nettoresultat for et givent år opgjort ved regnskabsårets afslutning. Dog må årets indvundne renteindtægter og udbytter altid udloddes, selvom årets resultat måtte være negativt, hvilket er nyt i forhold til tidligere år.

Balancen

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og investorernes formue, der udgør forskellen mellem disse aktiver og andre forpligtelser. Ved passiver forstås summen af investorernes formue og andre indregnede forpligtelser. Et aktiv er indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt. En forpligtelse er indregnet i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Ved

indregning og måling af aktiver og forpligtelser er der taget hensyn til oplysninger, der er fremkommet efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

Valuta

Afdelingernes funktionelle valuta er danske kroner. Regnskaberne præsenteres ligeledes i danske kroner. Transaktioner, der er gennemført i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta, omregnes til den funktionelle valuta efter valutakursen på transaktionsdagen. Monetære poster i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta omregnes til den funktionelle valuta efter 16.00 GMT kursen for valutaen på balancedagen. Valutakursforskelle opstået ved afhændelse eller afvikling af forpligtelser eller omregning efter ovenstående indregnes i resultatopgørelsen.

Likvide midler

Likvide midler udgøres af afdelingernes kontante indeståender hos depotsekskabet eller andre kreditinstitutter.

Kapitalandele

Kapitalandele indregnes i balancen, når afdelingerne underlægges det finansielle instruments kontraktmæssige bestemmelser. Kapitalandele, der er solgt eller på anden måde overdraget til anden part, ophører med at være indregnet i balancen. Ved køb og salg af kapitalandele på sædvanlige markedsbetingelser indregner afdelingerne køb og salg i balancen på handelstidspunktet. Kapitalandele indregnes på tidspunktet for første indregning til dagsværdi og måles løbende til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes ud fra lukkekursen på balancedagen, eller, hvis en sådan ikke foreligger, en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil.

Dagsværdien af unoterede kapitalandele samt børsnoterede aktier, hvis officielle børskurs må antages ikke at afspejle instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, måles ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger.

Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Positiv nettodagsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettodagsværdi under passiver.

Andre aktiver

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

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

gæld”, såfremt mellemværendet er med samme modpart, og aktivet og passivet afregnes samme dag.

Anden gæld

”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” består af gæld vedrørende uafviklede handler med finansielle instrumenter. Der foretages modregning mellem ”Mellemværende vedrørende handelsafvikling” under ”Andre aktiver” og ”Anden gæld”, såfremt mellemværendet er med samme modpart, og aktivet og passivet afregnes samme dag.

Investorenes formue

”Investorenes formue” er den formue, som tilhører investorerne. I noterne er årets ændringer i investorenes formue og cirkulerende andele specificeret.

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

”Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning” består af forskellen mellem det faktiske udloddede beløb efter generalforsamlingen og udbyttet beregnet den 31. december året før.

”Emissioner”, ”Emissionstillæg”, ”Indløsninger” og ”Indløsningsfradrag” er de midler, afdelingen har fået via emissioner og udbetalt via indløsninger.

”Regulering af udbytte ved emissioner og indløsning” er en udlodningsmæssig regulering af udbytteopgørelsen i forbindelse med emissioner og indløsninger i overensstemmelse med ligningsloven §16 C.

”Overført til udbytte fra sidste år” er den del af udbyttet fra sidste år, som ikke blev udloddet til investorerne.

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

”Foreslået udbytte” er det samlede beløb, som foreslås udloddet til investorerne beregnet på de cirkulerende andele pr. 31. december.

”Overført fra resultatopgørelsen” er det beløb, som henlægges til formuen.

Andelsklasser

Er en afdeling opdelt i flere andelsklasser, er noteoplysninger, herunder fem årsmødetal, specificeret på de enkelte klasser, i det omfang oplysningerne er forskellige for de enkelte klasser.

Nøgletal

De angivne nøgletal er opgjort i overensstemmelse med retningslinier fra Finanstilsynet og Finans Danmark.

Nøgletal om risiko

Nøgletal om risiko - målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Afdeling Globale Aktier KL A	10,2	12,0	11,0	11,6
Benchmark ¹⁾	9,6	11,0	10,0	11,3
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL A	9,9	-	-	-
Benchmark ⁶⁾	9,6	-	-	-
Afdeling Emerging Markets KL	12,3	-	-	-
Benchmark ²⁾	11,0	-	-	-
Afdeling Danmark KL	12,3	12,3	12,6	15,8
Benchmark ³⁾	11,2	11,8	11,7	14,6
Afdeling Stabile Aktier KL	8,7	-	-	-
Benchmark ⁴⁾	7,5	-	-	-
Afdeling Asien KL A	14,7	15,7	14,9	17,0
Benchmark ⁵⁾	11,8	13,6	13,0	15,1
Afdeling Globale Aktier Etik KL Udlokkende	10,0	11,7	10,6	-
Benchmark ⁶⁾	9,6	11,0	10,0	-

Sharpe Ratio opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Afdeling Globale Aktier KL A	0,1	0,7	0,9	0,8
Benchmark ¹⁾	0,5	0,7	1,0	0,9
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL A	0,2	-	-	-
Benchmark ⁶⁾	0,5	-	-	-
Afdeling Emerging Markets KL	0,5	-	-	-
Benchmark ²⁾	0,7	-	-	-
Afdeling Danmark KL	0,0	0,7	1,1	0,9
Benchmark ³⁾	0,4	0,9	1,3	0,9
Afdeling Stabile Aktier KL	0,3	-	-	-
Benchmark ⁴⁾	0,8	-	-	-
Afdeling Asien KL A	0,4	0,6	0,8	0,7
Benchmark ⁵⁾	0,6	0,6	0,6	0,7
Afdeling Globale Aktier Etik KL Udlokkende	0,2	0,8	1,0	-
Benchmark ⁶⁾	0,5	0,7	1,0	-

- 1) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive nettoudbytter i danske kroner. Frem til og med 31. december 2009 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.
- 2) Benchmark er MSCI Emerging Markets indeks inklusive nettoudbytter i danske kroner.
- 3) Benchmark er NASDAQ Cph. Capindekset inklusive i danske kroner.
- 4) Benchmark er MSCI Globale lavvolatilitets aktieindeks inklusive nettoudbytter i danske kroner.
- 5) Benchmark er MSCI All Country Asienindeks, eksklusivt Japan inklusive nettoudbytter i danske kroner.
- 6) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive nettoudbytter i danske kroner.

Standardafvigelse og Sharpe Ratio er ikke beregnet for perioder under tre år, da det kræver en vis mængde data at beregne volatilitet og Sharpe Ratios. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra Finans Danmark. Klasserne i afdeling Globale Aktier KL (B, C, E), afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL (E), afdeling Globale Aktier Etik KL (Akkumulerende) og afdeling Asien KL (C) har eksisteret mindre end 3 år, hvorfor standardafvigelse og Sharpe Ratio ikke er angivet.

Standardafvigelse, der også kaldes volatilitet, er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større standardafvigelse desto større udsving i det historiske afkast. Nøgletallet er beregnet med (n-1) frihedsgrader. Afdeling Globale Aktier KL A har målt over de seneste 10 år haft en standardafvigelse på 11,6 pct. p.a., hvilket betyder, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 11,6 pct.

Nøgletallet Sharpe Ratio er opfundet af den amerikanske nobelprismodtager William F. Sharpe i 1966. Sharpe Ratio måler en investerings afkast i forhold til dens risiko. Nøgletallet er beregnet med (n-1) frihedsgrader. Dermed kan nøgletallet Sharpe Ratio bruges til at sammenligne investeringer med forskellige risikoeksponeringer. Jo større Sharpe Ratio desto bedre.

Nøgletal om grad af aktiv forvaltning - active share og tracking error

Opgjort pr. 31.12.2018	Active share	Tracking error*
Afdeling Globale Aktier KL	90,4	4,0
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL	90,5	4,6
Afdeling Globale Aktier Etik KL	91,5	4,1
Afdeling Stabile Aktier KL	90,1	3,8
Afdeling Danmark KL	37,0	3,4
Afdeling Asien KL	73,5	5,2
Afdeling Emerging Markets KL	84,7	5,3

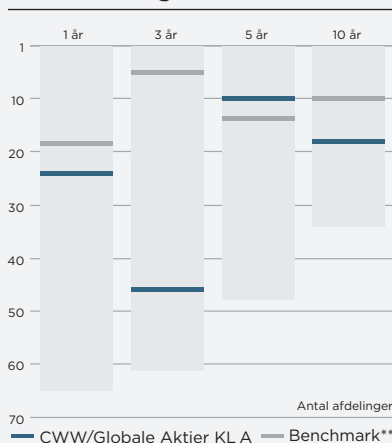
* Tracking error er beregnet på de børsnoterede Klasser for en treårig periode.

Nøgletallene active share og tracking error er to udtryk for, hvor aktiv en afdelings investeringsstrategi er i forhold til afdelingens benchmark. Klasserne i afdeling Globale Aktier KL (B, C, E), afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL (E), afdeling Globale Aktier Etik KL (Akkumulerende) og afdeling Asien KL (C) har eksisteret mindre end 3 år, hvorfor Tracking Error ikke er angivet.

Active share er et udtryk for hvor stort sammenfald, der er mellem afdelingens investeringer og benchmark. Nøgletallet kan være mellem 0 og 100. Hvis active share er højt, er det udtryk for en aktiv forvaltning, altså at der er et lille sammenfald med investeringerne i benchmark. Generelt vurderer vi, at en afdeling med active share over 60 følger en meget aktiv strategi.

Tracking error er matematisk standardafvigelsen på det relative afkast mellem en afdeling og benchmark. I denne opgørelse er det udregnet annualiseret på baggrund af udviklingen de seneste tre år. Tracking error er et udtryk for, hvordan afdelingens afkast ventes at variere fra benchmark. En afdeling, der eksempelvis har en tracking error på 3, vil med ca. to tredjedele sandsynlighed præstere et afkast, som er +/- 3 pct. målt i forhold til afkastet på benchmark. En aktiv investeringsstrategi vil ofte have en tracking error over 3-4.

Konklusionen på de aktuelle nøgletal er, at afdelingerne med undtagelse af afdeling Danmark KL følger en meget aktiv investeringsstrategi. Det snævre investeringsunivers på det danske aktiemarked sammenholdt med placeringsreglerne i lov om investeringsforeninger m.v. gør det svært for afdeling Danmark KL at føre en mere aktiv strategi end den aktuelle.

Afkastudvikling (start indeks 100)**Placering i I.D.'s afkaststatistik**

Søjlen viser antal afdelinger i den aktuelle I.D.-kategori (Investing Danmark). De farvede markeringer viser den konkrete placering rangordnet efter afkast.

Globale Aktier KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder kontinuerligt målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudsige fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens de øvrige klasser er unoterede. Klasserne er udbyttebetalende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 30. juni 1990. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode DK0010157965, klasse B DK0060841336, klasse C DK0060841419 og klasse E DK0060916872.

Risikoprofil m.v.

Afdelingens bedre afkast end markedets siden begyndelsen for mere end 28 år siden er opnået samtidigt med, at afdelingens absolutte risiko stort set har været på niveau med markedets. Afdelingens absolutte risiko, angivet ved den historiske standardafvigelse for levetiden, opgøres til 15,5 pct. p.a. beregnet pr. 31. december 2018. I samme periode kan standardafvigelsen på verdensindekset opgøres til 15,0 pct. p.a. Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til 8,2 pct. p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i merafkastet i forhold til markedets afkast. Dette er i overensstemmelse med afdelingens investeringsfilosofi om at købe en portefølje af aktier, som foreningen har stærke forventninger til, frem for en aktieportefølje, der blot ligner et indeks. Risikostyringen kan således betegnes som at have fokus på det absolutte frem for det relative element. Konklusionen er ligeledes, at den risiko, afdelingen har taget gennem tiden, historisk set er blevet belønnet.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, der ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko. På risikoindikatoren er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” på side 18.

Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnseksperitise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen i 2018

2018 bød på den usædvanlige udvikling, at det amerikanske aktiemarked oplevede faldende kurser samtidigt med, at selskabernes indtjeningsudvikling steg markant. Dette betød faldende prisfastsættelser, og de cykliske sektorer blev hårdest ramt. Europa og Asien blev endnu hårdere ramt end USA som konsekvens af svagere økonomisk vækst, politisk usikkerhed omkring Brexit og effekten af handelsrestriktionerne mellem USA og Kina. Kursfaldene kan tolkes således, at investorerne indregner en kraftig opbremsning i væksten og en højere sandsynlighed for recession i 2019/2020.

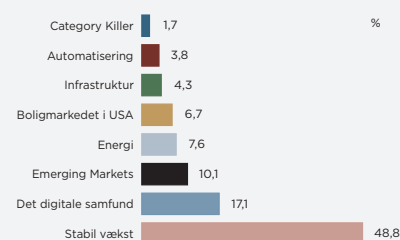
Kursfaldene på aktiemarkedene medførte, at afdeling Globale Aktiers indre værdi (klasse A) faldt 5,6 pct. i 2018, hvilket var lidt dårligere end det generelle aktiemarked, der faldt 4,6 pct. Afdelingens afkast var lavere end vores forventninger om et moderat afkast på 5-10 pct. ved starten af året. Indtjeningen i virksomhederne steg generelt som ventet, men kombinationen af en strammere pengepolitik i specielt USA og handelskrigen mellem Kina og USA gav lavere prisfastsættelse på aktier og derved kursfald på aktiemarkedene.

Henover året leverede Visa, Amazon og Thermo Fisher gode afkast, mens afdelingen omvendt fik kurstab på investeringerne i bl.a. British American Tobacco (BAT), Philip Morris samt i Bayer.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at klasse A udbetaler 49,50 kr., klasse B udbetaler 52,60 kr., klasse C udbetaler 55,40 kr. og klasse E udbetaler 56,80 kr. pr. andel i udbytte. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 29. januar 2019 og blev indsat på medlemmernes konti 31. januar 2019. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Temaoversigt pr. 31.12.2018



Investeringerne i 2018

Afdelingens portefølje består af 25-35 unikke selskaber. Dette er stabile vækstaktier suppleret af aktier eksponeret mod forskellige væksttemaer.

Da vi er i den sene fase af et langvarigt økonomisk opsving, blev porteføljen i løbet af 2018 gjort mindre konjunkturfølsom, og vi nedjusterede andelen af cykliske selskaber til fordel for mere stabile vækstaktier. På denne baggrund solgte vi bl.a. Softbank, som har en høj gældsætning, teknologiselskabet Taiwan Semiconductor (TSMC), som er følsom over for investeringscyklussen og Citigroup for at mindske eksponeringen til finanssektoren. Derudover solgte vi tre selskaber, som oplever stigende konkurrence: online-bookingselskabet Priceline, dækproducenten Bridgestone samt tobaksselskabet Philip Morris.

Blandt de stabile vækstaktier investerede vi i Coca-Cola, der har et bredt sortiment af drikkevarer, som ventes at vokse stabilt med omkring 4 pct. årligt. Ikke mindst investerede vi i Unilever, som fremstiller nogle af verdens bedst kendte husholdningsmærker fx Dove, Knorr, Lipton og Procter & Gamble, som er i gang med en større produktionalisering, samt mobilmaselskabet American Tower, som nyder godt af væksten i brugen af mobildata. Herudover investerede vi i energiselskabet ExxonMobil, som i kraft af tidligere investeringer er godt positioneret til at vinde markedsandele, samt Naspers, der har en ledende og hurtigt voksende position i emerging markets inden for sociale medier, e-handel, betalinger m.m.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2018 og forventninger til 2019" samt "Risiko og risikostyring" kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til effekterne af en strammere global pengepolitik efter mange år med meget lempelig politik, herunder en mulig recession i verdens førende økonomi, USA. Risikoen for recession vurderer vi dog som lav til moderat i 2019, men højere renter kan presse prisfestsættelsen på aktiemarkederne. En eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina er også en aktuel risikofaktor, her kan stigende protektionisme særligt skabe problemer for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Vi befinder os i den længstvarende aktieoptur nogensinde, og selvom opgangen ikke udfases af alderdom, er det sandsynligt, at der vil indtræffe større eller mindre korrektioner fremover.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Vores investeringsstil er stadig den samme. Vi plejer en portefølje af 25-30 unikke aktier, som, vi mener, vil gøre det godt på langt sigt. Den amerikanske økonomi virker stadig solid, og opgangen er bredt baseret, ligesom den faldende oliepris vil gavne emerging markets og dæmpe frykten for kraftigt stigende renter i USA. Stabile vækstselskaber med solide pengestrømme og balancer, som vi i 2018 øgede med ca. 10 procentpoint, udgør nu knap 50 pct. af porteføljen. Disse selskaber har stærke markedspositioner samt balancer og vokser generelt hurtigere end den globale økonomi. Vi tror, at disse selskaber vil generere gode langsigtede afkast og bidrage til en relativ lav risiko i porteføljen. Omvendt er porteføljens eksponering til cykliske selskaber tilsvarende blevet reduceret. Afdelingens største investeringstema er ”Det digitale samfund” med 19 pct., mens ”Emerging Markets” og ”Energi” hver udgør 8 pct.

At vælge de rigtige aktier og temaer er afgørende for det fremtidige afkast, men at vælge fra er også vigtigt for afkastet. Afdelingen har således kun få investeringer inden for strukturelt udfordrede sektorer som energi, råvarer, telekommunikation og offentlige værker.

Aktieporteføljen pr. 31.12.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	ExxonMobil	Royal Dutch Shell				7,6	6,2
Råvarer	Ecolab		CRH			5,3	5,0
Industri og service			Atlas Copco Legrand Siemens			5,8	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Sony		12,3	10,4
Forbrugsgoder - defensive	Coca-Cola Procter & Gamble	British American Tobacco	Nestlé Unilever			13,9	8,4
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			9,2	12,1
Finans	First Republic Bank Wells Fargo & Co			AIA Group	HDFC Ping An Insurance	20,8	17,2
Informationsteknologi	Visa			Keyence		12,6	14,8
Kommunikationstjenester	Alphabet Facebook				Naspers	8,0	9,0
Koncessioneret service						0,0	3,4
Ejendomme	American Tower			Sun Hung Kai		4,5	3,2
Total	47,9	7,7	18,1	13,8	12,5	100,0	-
Benchmark*	57,4	5,1	14,2	11,5	11,8	-	100,0

* Benchmark er MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Forventninger til afkastet i 2019

En af de klare globale trends i disse år er Kinas voksende økonomiske og politiske magt. Magten skaber vækstmuligheder, men også friktion – særligt i forholdet til verdens nuværende stormagt, USA. USA har generelt lave importtariffer, men er i færd med at øge taksterne – især over for den kommende militære stormagt og store handelspartner, Kina. Når verdens stormagter kæmper på den økonomiske front, har det uundgåeligt en effekt på den makroøkonomiske vækst. Handelskrigen mellem USA og Kina samt den strammere pengepolitik verden over satte således sit præg på aktiemarkedene i 2018. Omvendt præsterede virksomhederne fortsat indtjeningsvækst, så resultatet er, at en indtjeningskrone nu er 15-20 pct. billigere end for blot ét år siden.

Siden 1984 har vi oplevet seks tilfælde med større korrektioner på aktiemarkedene ligesom den i 2018 uden en efterfølgende økonomisk recession. Sådanne korrektioner slutter typisk, når centralbankerne afslutter stramningerne. 2019 bliver formentligt et år med fortsatte renteforhøjelser og stramninger, men omvendt er det ikke usandsynligt, at vi i løbet af første halvår 2019 vil se afslutningen på stramningerne i USA. Samtidigt er realrenterne i USA – trods de mange renteforhøjelser – først lige blevet positive, hvorfor virksomhederne fortsat har gode incitamenter til at foretage investeringer, da væksten er højere end finansieringsomkostningerne. Alt i alt tror vi derfor ikke, at der er sandsynlighed for en recession i 2019.

Vi er i den sene fase af en snart tiårig opgang på aktiemarkedene, og strammere pengepolitik samt højere renter giver modvind til aktiemarkedene. Men uden recession og fortsat fremgang i indtjeningsudviklingen tror vi, at der er basis for et moderat positivt aktieafkast i 2019 i størrelsesorden 5-10 pct. Vi anbefaler en tålmodig, men også risikobalanceret tilgang i det nuværende miljø.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

Resultatopgørelse Balance

Globale Aktier KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	490	192
2 Renteudgifter	-124	-40
3 Udbytter	69.699	64.043
I alt renter og udbytter	70.065	64.195
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	-134.893	530.586
Valutakonti	-5.953	-2.837
Handelsomkostninger	-6.380	-8.223
I alt kursgevinster og -tab	-147.226	519.526
I alt indtægter		
	-77.161	583.721
5 Administrationsomkostninger	-57.922	-62.265
Resultat før skat		
	-135.083	521.456
6 Skat	-7.924	-4.632
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-143.007	516.824

Globale Aktier KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	11.572	53.947
I alt likvide midler	11.572	53.947
7 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	89.371	117.838
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.021.491	3.727.181
I alt kapitalandele	3.110.862	3.845.019
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	2.537	4.157
Aktuelle skatteaktiver	5.694	8.567
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	113
I alt andre aktiver	8.231	12.837
AKTIVER I ALT		
	3.130.665	3.911.803
PASSIVER		
Investorerens formue		
	3.122.817	3.905.878
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	5.139	5.925
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.709	-
I alt anden gæld	7.848	5.925
PASSIVER I ALT		
	3.130.665	3.911.803

Globale Aktier KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-143.007	516.824	-119.585	698.940	821.602
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	3.122.817	3.905.878	4.594.311	4.868.098	4.021.624

1) Formue før afsat udbytte for året.

Noter til resultatopgørelse

Globale Aktier KL

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	490	192
I alt renteindtægter	490	192
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-124	-40
I alt renteudgifter	-124	-40
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	2.565	2.746
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	67.134	61.297
I alt udbytter	69.699	64.043
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-10.926	26.249
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-123.967	504.337
I alt kursgevinster og -tab	-134.893	530.586
Valutakonti	-5.953	-2.837
I alt valutakonti	-5.953	-2.837
Bruttohandelsomkostninger	-9.317	-11.210
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.937	2.987
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-6.380	-8.223
I alt kursgevinster og -tab	-147.226	519.526
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	1.727	1.596
Fast administrationshonorar	5.481	8.798
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	49.363	50.113
Øvrige omkostninger	91	135
I alt afdelingsdirekte omkostninger	56.662	60.642
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	347	404
Honorar til revisorer	162	156
Andre omkostninger ifm. formuepleje	342	512
Øvrige omkostninger	409	551
I alt andel af fællesomkostninger	1.260	1.623
I alt administrationsomkostninger	57.922	62.265

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde	314	260
Revisionshonorar	314	260

I forbindelse med indførelse af MiFID II medio 2017 blev honorarmodellen ændret, således at administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 6 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

Noter til balance

Globale Aktier KL

	2018	2017
NOTE 7		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 35 i årsrapporten.

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Globale Aktier KL

	2018	2017	2016	2015	2014
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	1.187.478	776.030	2.162.286	1.285.539	745.652
Kursværdi af salg af værdipapirer	1.786.743	1.988.246	2.214.367	1.219.296	1.226.475
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	2.974.221	2.764.276	4.376.653	2.504.835	1.972.127

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,20	0,15	0,33	0,18	0,19
--	------	------	------	------	------

Nøgletal: Se side 30 og 31.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Klasse A

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.	-146.940	506.046	-199.585	698.940	821.602
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	2.903.361	3.487.324	4.594.311	4.868.098	4.021.624
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	447.030	447.855	631.851	577.833	530.493
Indre værdi	649,48	778,67	727,12	842,48	758,09
Officiel kurs	646,80	779,90	727,50	854,30	760,00
Udbytte pr. andel	49,50	96,40	44,50	77,00	47,10
Årets afkast i procent	-5,6	13,7	-4,0	17,1	24,5
Årets vækst på benchmark ²⁾ i procent	-4,6	9,0	10,7	9,0	18,4
Sharpe ratio	0,1	0,7	0,9	1,4	2,1
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,6	1,6	1,6
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,0 (+0,01 % indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-109.211	526.347	Overført udbytte fra sidste år	171	533
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-37.729	-20.301	Renter og udbytter	61.000	62.294
Klassens resultat	-146.940	506.046	Ikke refunderbar udbytteskat	-6.859	-4.566
Formuebevægelser			Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	4.003	-5.499
Udbytteregulering	-24.071	-44.491	Udbytteregulering, indkomst	-26.413	-44.712
Overført fra sidste år	171	533	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	-23.900	-43.958	Aktier	245.703	483.571
			Valutakonti	-4.901	-2.760
Til disposition	-170.840	462.088	I alt indkomst	272.704	488.861
Forslået udbytte	-221.280	-431.732	Administrationsomkostninger		
Overført til næste år	-14	-171	Administrationsomkostninger *)	-53.752	-57.179
OVERFØRT TIL FORMUEN	-392.134	30.185	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	2.342	221
Investorerne formue i 1.000 DKK			I alt til administrationsomkostninger	-51.410	-56.958
Investorerne formue (primo)	3.487.324	4.594.311	i alt til rådighed for udbytte	221.294	431.903
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-431.732	-281.173	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	482	48.260	Foreslået udbytte	221.280	431.732
Emissioner i året	194.191	83.634	Overført til næste år	14	171
Indløsninger i året	-200.355	-1.465.151		221.294	431.903
Emissionstillæg	189	107	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Indløsningsfradrag	202	1.290	Udbyttet på 49,50 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	24.071	44.491			
Overført til udbytte fra sidste år	-171	-533			
Overført til udbytte næste år	14	171			
Foreslået udbytte	221.280	431.732			
Overført fra resultatopgørelsen	-392.134	30.185			
I alt Investorerne formue	2.903.361	3.487.324			
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)					
Cirkulerende andele primo året	447.855	631.851			
Emissioner i året	27.839	11.116			
Indløsninger i året	-28.664	-195.112			
Cirkulerende andele ultimo året	447.030	447.855			

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Klasse B

Nøgletal	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-243	368
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	3.750	12.046
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	575	1.544
Indre værdi	652,07	780,19
Udbytte pr. andel	52,60	98,00
Årets afkast i procent	-5,2	4,9
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-4,6	5,8
Sharpe ratio	-	-
Omkostningsprocent	1,3	1,3
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,01 % indirekte handelsomkostninger) 1,6	

Klassen blev introduceret den 29. juni 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-167	408	Overført udbytte fra sidste år	1	2
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-76	-40	Renter og udbytter	186	61
Klassens resultat	-243	368	Ikke refunderbar udbytteskat	-21	-2
Formuebevægelser			Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	22	130
Udbytteregulering	13	-160	Udbytteregulering, indkomst	-34	-154
Overført fra sidste år	1	2	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	14	-158	Aktier	317	1.670
			Valutakonti	-88	-19
Til disposition	-229	210	I alt indkomst	383	1.688
Forslået udbytte	-303	-1.513	Administrationsomkostninger		
Overført til næste år	-	-1	Administrationsomkostninger *)	-127	-168
OVERFØRT TIL FORMUEN	-532	-1.304	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	47	-6
Investorerne formue i 1.000 DKK			I alt til administrationsomkostninger	-80	-174
Investorerne formue (primo)	12.046	-	i alt til rådighed for udbytte	303	1.514
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-1.513	-	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	26	-	Foreslået udbytte	303	1.513
Emissioner i året	343	11.673	Overført til næste år	-	1
Indløsninger i året	-6.927	-	303	1.514	
Emissionstillæg	-	5	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Indløsningsfradrag	18	-	Udbyttet på 52,60 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-13	160			
Overført til udbytte fra sidste år	-1	-2			
Overført til udbytte næste år	-	1			
Foreslået udbytte	303	1.513			
Overført fra resultatopgørelsen	-532	-1.304			
I alt Investorerne formue	3.750	12.046			
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)					
Cirkulerende andele primo året	1.544	-			
Emissioner i året	43	1.544			
Indløsninger i året	-1.012	-			
Cirkulerende andele ultimo året	575	1.544			

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Klasse C

Nøgletal	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	4.176	10.410
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	215.699	406.500
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	32.951	51.999
Indre værdi	654,61	781,74
Udbytte pr. andel	55,40	99,70
Årets afkast i procent	-4,8	5,1
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-4,6	5,8
Sharpe ratio	-	-
Omkostningsprocent	0,9	0,9
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,01 % indirekte handelsomkostninger) 1,2	

Klassen blev introduceret den 29. juni 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	5.929	11.032	Overført udbytte fra sidste år	37	62
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-1.753	-622	Renter og udbytter	8.879	1.841
Klassens resultat	4.176	10.410	Ikke refunderbar udbytteskat	-1.043	-64
Formuebevægelser			Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	-1.820	4.043
Udbytteregulering	-1.015	-5.356	Udbytteregulering, indkomst	-1.961	-5.209
Overført fra sidste år	37	62	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	-978	-5.294	Aktier	18.238	56.329
			Valutakonti	-963	-58
Til disposition	3.198	5.116	I alt indkomst	21.367	56.944
Forslået udbytte	-18.255	-51.843	Administrationsomkostninger		
Overført til næste år	-15	-37	Administrationsomkostninger *)	-4.043	-4.917
OVERFØRT TIL FORMUEN	-15.072	-46.764	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	946	-147
Investorerne formue i 1.000 DKK			I alt til administrationsomkostninger	-3.097	-5.064
Investorerne formue (primo)	406.500	-	i alt til rådighed for udbytte	18.270	51.880
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-51.843	-	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-455	-	Foreslået udbytte	18.255	51.843
Emissioner i året	259.740	401.987	Overført til næste år	15	37
Indløsninger i året	-403.179	-6.061	18.270	51.880	
Emissionstillæg	334	155			
Indløsningsfradrag	426	9			
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	1.015	5.356			
Overført til udbytte fra sidste år	-37	-62			
Overført til udbytte næste år	15	37			
Foreslået udbytte	18.255	51.843			
Overført fra resultatopgørelsen	-15.072	-46.764			
I alt Investorerne formue	215.699	406.500			
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)					
Cirkulerende andele primo året	51.999	-			
Emissioner i året	37.627	52.803			
Indløsninger i året	-56.675	-804			
Cirkulerende andele ultimo året	32.951	51.999			

*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 55,40 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Klasse E

Nøgletal	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-	-
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	7	8
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1	1
Indre værdi	653,20	779,68
Udbytte pr. andel	56,80	100,80
Årets afkast i procent	-4,6	0,3
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-4,6	1,5
Sharpe ratio	-	-
Omkostningsprocent	0,7	0,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,01 % indirekte handelsomkostninger) 0,9	

Klassen blev introduceret den 17. november 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-	-	Overført udbytte fra sidste år	-	-
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-	Renter og udbytter	-	-
Klassens resultat	-	-	Ikke refunderbar udbytteskat	-	-
Formuebevægelser			Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-	-
Udbytteregulering	-	-	Udbytteregulering, indkomst	-	-
Overført fra sidste år	-	-	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	-	-	Aktier	1	1
			Valutakonti	-	-
			I alt indkomst	1	1
Til disposition	-	-	Administrationsomkostninger		
Forslået udbytte	-1	-1	Administrationsomkostninger *)	-	-
Overført til næste år	-	-	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-	-
OVERFØRT TIL FORMUEN	-1	-1	I alt til administrationsomkostninger	-	-
Investorerne formue i 1.000 DKK			i alt til rådighed for udbytte	1	1
Investorerne formue (primus)	8	-			
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-1	-	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-	-	Foreslået udbytte	1	1
Emissioner i året	-	8	Overført til næste år	-	-
Indløsninger i året	-	-		1	1
Emissionstillæg	-	-			
Indløsningsfradrag	-	-			
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-	-			
Overført til udbytte fra sidste år	-	-			
Overført til udbytte næste år	-	-			
Foreslået udbytte	1	1			
Overført fra resultatopgørelsen	-1	-1			
I alt Investorerne formue	7	8			
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)					
Cirkulerende andele primo året	1	-			
Emissioner i året	-	1			
Indløsninger i året	-	-			
Cirkulerende andele ultimo året	1	1			

*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 56,80 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Afkastudvikling (start indeks 100)

Globale Aktier

Akkumulerende KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder kontinuerligt målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudse fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens klasse E er noteret. Klasserne er akkumulerende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 9. december 2015. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode DK0060655702, mens klasse E har DK0060917094

Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko. På risikoindekset er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” på side 18.

Risiko er vanskeligt at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af

risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen i 2018

2018 bød på den usædvanlige udvikling, at det amerikanske aktiemarked oplevede faldende kurser samtidigt med, at selskabernes indtjeningsudvikling steg markant. Dette betød faldende prisfastsættelser, og de cykliske sektorer blev hårdt ramt. Europa og Asien blev hårdere ramt end USA som konsekvens af svagere økonomisk vækst, politisk usikkerhed omkring Brexit og effekten af handelsrestriktionerne mellem USA og Kina. Kursfaldene kan tolkes således, at investorerne indregner en kraftig opbremsning i væksten og en højere sandsynlighed for recession i 2019/2020.

Kursfaldene på aktiemarkedene medførte, at afdelingens indre værdi (klasse A) faldt 5,4 pct. i 2018, hvilket var lidt dårligere end det generelle aktiemarked, der faldt 4,6 pct. Afdelingens afkast var lavere end vores forventninger om et moderat afkast på 5-10 pct. ved starten af året. Indtjeningen i virksomhederne steg generelt som ventet, men kombinationen af en strammere pengepolitik i specielt USA og handelskrigen mellem Kina og USA gav lavere prisfastsættelse på aktier og derved kursfald på aktiemarkedene.

Henover året leverede Visa, Amazon og Thermo Fisher meget tilfredsstillende afkast, mens afdelingen omvendt fik kurstab på investeringerne i bl.a. British American Tobacco (BAT) og Philip Morris samt i Bayer.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Investeringerne i 2018

Afdelingens portefølje består af 25-35 unikke selskaber. Porteføljen består af et fundament af stabile vækstaktier suppleret af aktier eksponeret mod forskellige væksttemaer.

Da vi er i den sene fase af et langvarigt økonomisk opsving, blev porteføljen i løbet af 2018 gjort mindre konjunkturfølsom, og vi nedbragte andelen af cykliske selskaber til fordel for mere stabile vækstaktier. På denne baggrund solgte vi bl.a. Softbank, som har en høj gældsætning, teknologiselskabet Taiwan Semiconductor (TSMC), som er følsom over for investeringscyklussen og Citigroup for at mindske eksponeringen til finanssektoren. Derudover solgte vi tre selskaber, som oplever stigende konkurrence: online-bookingselskabet Priceline, dækproducenten Bridgestone samt tobaksselskabet Philip Morris.

Blandt de stabile vækstaktier investerede vi i Coca-Cola, der har et bredt sortiment af drikkevarer, som ventes at vokse stabilt med omkring 4 pct. årligt. Ikke mindst investerede vi i Unilever, som fremstiller nogle af verdens bedst kendte husholdningsmærker fx Dove, Knorr og Lipton. Ligeledes investerede vi i Procter & Gamble, som er i gang med en større produktionsrationalisering, samt mobilnetværksoperatøren American Tower, som nyder godt af væksten i brugen af mobildata. Herudover investerede vi i energiselskabet ExxonMobil, som i kraft af tidligere investeringer er godt positioneret til at vinde markedsandele samt Naspers, der har en ledende og hurtigt voksende position i emerging markets inden for sociale medier, e-handel, betalinger m.m.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2018 og forventninger til 2019" samt "Risiko og risikostyring" kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici og om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til effekterne af en strammere global pengepolitik efter mange år med meget lempelig politik, herunder en mulig recession i verdens førende økonomi, USA. Risikoen for recession vurderer vi dog som lav til moderat i 2019, men højere renter kan presse prisfastsættelsen på aktiemarkederne. En eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina er også en aktuel risikofaktor, her kan stigende protektionisme særligt skabe problemer for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Vi befinder os i den længstvarende aktieoptur nogensinde, og selvom opgangen ikke udfases af alderdom, er det sandsynligt, at der vil indtræffe større eller mindre korrektioner fremover.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Vores investeringsstil er stadig den samme. Vi plejer en portefølje af 25-30 unikke aktier, som vi mener vil gøre det godt på langt sigt. Den amerikanske økonomi virker stadig solid, og opgangen er bredt baseret, ligesom den faldende oliepris vil gavne emerging markets og dæmpe frygten for kraftigt stigende renter i USA. Stabile vækstselskaber med solide pengestrømme og balancer, som vi i 2018 øgede med ca. 10 procentpoint, udgør nu knap 50 pct. af porteføljen. Disse selskaber har stærke markedspositioner samt balancer og vokser generelt hurtigere end den globale økonomi. Vi tror, at disse selskaber vil generere gode langsigtede afkast og bidrage til en relativ lav risiko i porteføljen. Omvendt er porteføljens eksponering til cykliske selskaber tilsvarende blevet reduceret. Afdelingens største investeringstema er ”Det digitale samfund” med 19 pct., mens ”Emerging Markets” og ”Energi” hver udgør 8 pct.

At vælge de rigtige aktier og temaer er afgørende for det fremtidige afkast, men at vælge fra er også vigtigt for afkastet. Afdelingen har således kun få investeringer inden for strukturelt udfordrede sektorer som energi, råvarer, telekommunikation og offentlige værker.

Aktieporteføljen pr. 31.12.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	ExxonMobil	Royal Dutch Shell				7,6	6,2
Råvarer	Ecolab		CRH			5,3	5,0
Industri og service			Atlas Copco Legrand Siemens			5,8	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Sony		12,3	10,4
Forbrugsgoder - defensive	Coca-Cola Procter & Gamble	British American Tobacco	Nestlé Unilever			13,9	8,4
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			9,2	12,1
Finans	First Republic Bank Wells Fargo & Co			AIA Group	HDFC Ping An Insurance	20,8	17,2
Informationsteknologi	Visa			Keyence		12,6	14,8
Kommunikationstjenester	Alphabet Facebook				Naspers	8,0	9,0
Koncessioneret service						0,0	3,4
Ejendomme	American Tower			Sun Hung Kai		4,5	3,2
Total	47,9	7,7	18,1	13,8	12,5	100,0	-
Benchmark*	57,4	5,1	14,2	11,5	11,8	-	100,0

* Benchmark er MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Forventninger til afkastet i 2019

En af de klare globale trends i disse år er Kinas voksende økonomiske og politiske magt. Den skaber vækstmuligheder, men også friktion – særligt i forholdet til verdens nuværende stormagt USA. USA har generelt lave importtariffer, men er i færd med at øge taksterne – især over for den kommende militære stormagt og store handelspartner Kina. Når verdens stormagter kæmper på den økonomiske front, har det uundgåeligt en effekt på den makroøkonomiske vækst. Handelskrigen mellem USA og Kina samt den strammere pengepolitik verden over satte således sit præg på aktiemarkedene i 2018. Omvendt præsterede virksomhederne fortsat indtjeningsvækst, så resultatet er, at en indtjeningskrone nu er 15-20 pct. billigere end for ét år siden.

Siden 1984 har vi oplevet seks tilfælde med større korrektioner på aktiemarkedene ligesom den i 2018 uden en efterfølgende økonomisk recession. Sådanne korrektioner slutter typisk, når centralbankerne afslutter stramninger. 2019 bliver formentlig et år med fortsatte renteforhøjelser og stramninger, men omvendt er det ikke usandsynligt, at vi i løbet af første halvår 2019 vil se afslutningen på stramningerne i USA. Samtidig er realrenterne i USA – trods de mange renteforhøjelser – først lige blevet positive, hvorfor virksomhederne fortsat har gode incitamenter til at foretage investeringer, da væksten er højere end finansieringsomkostningerne. Alt i alt tror vi derfor ikke, at der er sandsynlighed for recession i 2019.

Vi er i den sene fase af en snart tiårig opgang på aktiemarkedene. Strammere pengepolitik og højere renter giver modvind til aktiemarkedene, men uden en recession og fortsat fremgang i indtjeningsudviklingen tror vi, at der er basis for et moderat positivt aktieafkast i 2019 i størrelsesordenen 5-10 pct. Vi anbefaler en tålmodig men også risikobalanceret tilgang i det nuværende miljø.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

Resultatopgørelse Balance

Globale Aktier Akkumulerende KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	43	13
2 Renteudgifter	-20	-12
3 Udbytter	4.983	3.012
I alt renter og udbytter	5.006	3.013
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	-15.511	25.813
Valutakonti	-19	-222
Handelsomkostninger	-297	-290
I alt kursgevinster og -tab	-15.827	25.301
I alt indtægter		
	-10.821	28.314
5 Administrationsomkostninger	-4.568	-3.266
Resultat før skat		
	-15.389	25.048
6 Skat	-534	-302
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-15.923	24.746

Globale Aktier Akkumulerende KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	2.684	7.869
I alt likvide midler	2.684	7.869
7 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	7.617	6.982
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	255.379	215.484
I alt kapitalandele	262.996	222.466
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	212	234
Aktuelle skatteaktiver	204	106
I alt andre aktiver	416	340
AKTIVER I ALT		
	266.096	230.675
PASSIVER		
Investorerens formue	265.672	226.510
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	424	344
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	3.821
I alt anden gæld	424	4.165
PASSIVER I ALT		
	266.096	230.675

Globale Aktier Akkumulerende KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-15.923	24.746	353
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	265.672	226.510	157.099

Afdelingen blev introduceret den 9. december 2015, og alle angivne nøgletal fra 2016 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

Noter til resultatopgørelse

Globale Aktier Akkumulerende KL

	2018	2017
	1.000 kr.	1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	43	13
I alt renteindtægter	43	13
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-20	-12
I alt renteudgifter	-20	-12
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	183	139
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.800	2.873
I alt udbytter	4.983	3.012
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-771	1.475
Noterede aktier fra udenlandske selskaber-14.740	24.338	
I alt kursgevinster og -tab	-15.511	25.813
Valutakonti		
	-19	-222
I alt valutakonti	-19	-222
Bruttohandelsomkostninger	-547	-804
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	250	514
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-297	-290
I alt kursgevinster og -tab	-15.827	25.301
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	159	154
Fast administrationshonorar	404	431
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	3.905	2.593
Øvrige omkostninger	11	12
I alt afdelingsdirekte omkostninger	4.479	3.190
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	22	27
Honorar til revisorer	14	7
Andre omkostninger ifm. formuepleje	25	27
Øvrige omkostninger	28	15
I alt andel af fællesomkostninger	89	76
I alt administrationsomkostninger	4.568	3.266

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018	2017
	1.000 kr.	1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	314	260

I forbindelse med indførelsen af MiFID II medio 2017 blev honorar-modellen ændret, således at administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 6 **Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

Noter til balance

Globale Aktier Akkumulerende KL

	2018	2017
NOTE 7		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 47 i årsrapporten.

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Globale Aktier Akkumulerende KL

	2018	2017	09.12.2015 - 31.12.2016
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	108.231	119.991	206.284
Kursværdi af salg af værdipapirer	52.191	76.133	54.090
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	160.422	196.124	260.374
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.			
Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0.14	0,09	0.28

Nøgletal: Se side 30 og 31.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Akkumulerende Klasse A

Nøgletal	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-15.923	24.746	353
Formue (1.000 kr.)	265.671	226.509	157.099
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	251.826	203.176	161.805
Indre værdi	105,50	111,48	97,09
Officiel kurs	105,40	113,00	96,65
Årets afkast i procent	-5,4	14,8	-2,9
Årets afkast på benchmark ¹⁾ i procent	-4,6	9,0	11,7
Sharpe ratio	0,2	-	-
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,7
AOP (Årlige omkostninger i %) (+0,01 % indirekte handelsomkostninger)	1,9		

Afdelingen blev introduceret den 10. december 2015, og alle angivne nøgletal fra 2016 er fra denne dato.

1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-12.711	25.936
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-3.212	-1.190
Klassens resultat	-15.923	24.746
Investorerne formue		
Investorerne formue (primo)	226.509	157.099
Emissioner i året	69.159	102.246
Indløsninger i året	-14.157	-57.800
Emissionstillæg	74	153
Indløsningsfradrag	9	65
Overført fra resultatopgørelsen	-15.923	24.746
I alt Investorerne formue	265.671	226.509
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)	2018	2017
Cirkulerende andele primo året	203.176	161.805
Emissioner i året	61.700	96.871
Indløsninger i året	-13.050	-55.500
Cirkulerende Andele ultimo året	251.826	203.176

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Akkumulerende Klasse E

Nøgletal	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-	-
Formue (1.000 kr.)	1	1
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1	1
Indre værdi	106,71	111,63
Årets afkast i procent	-4,4	0,5
Årets afkast på benchmark ¹⁾ i procent	-4,6	1,5
Sharpe ratio	-	-
Omkostningsprocent	0,7	0,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,01 % indirekte handelsomkostninger) 0,9	

Afdelingen blev introduceret den 17. november 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato.

1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-	-
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-
Klassens resultat	-	-
Investorerne formue i 1.000 DKK		
Investorerne formue (primo)	1	-
Emissioner i året	-	1
Indløsninger i året	-	-
Emissionstillæg	-	-
Indløsningsfradrag	-	-
Overført fra resultatopgørelsen	-	-
I alt Investorerne formue	1	1
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)		
Cirkulerende andele primo året	1	-
Emissioner i året	-	1
Indløsninger i året	-	-
Cirkulerende andele ultimo året	1	1



Afkastudvikling (start indeks 100)



Globale Aktier Etik KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast via investeringer, som vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd. Ambitionen er at skabe et afkast, som er bedre end verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen vil investere i selskaber, som vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd. Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig andel af deres aktiviteter inden for produktion, distribution og salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Et eksternt analysefirma bistår foreningen i overvågningen af selskabernes samfundsansvarlige adfærd.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder kontinuerligt målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudsige fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Der er oprettet to andelsklasser, klasse Udloddende (fondskode DK0060287217) og klasse Akkumulerende (fondskode DK0061114089). Klasse Udloddende er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, og afdelingen udbetaler et årligt udbytte, mens klasse Akkumulerende er unoteret. Privates frie midler beskattes efter lagerprincippet. Afdelingen (klasse Udloddende) blev introduceret i marts 2011, mens klasse Akkumulerende blev introduceret i december 2018. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere

eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkeds risiko. På risikoindikatoren er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” på side 18. Risiko er vanskeligt at kvantificere, hvorfor afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen i 2018

2018 bød på den usædvanlige udvikling, at det amerikanske aktiemarked oplevede faldende kurser samtidigt med, at selskabernes indtjeningsudvikling steg markant. Dette betød faldende prisfastsættelser, og de cykliske sektorer blev hårdt ramt. Europa og Asien blev hårdere ramt end USA, som konsekvens af svagere økonomisk vækst, politisk usikkerhed omkring Brexit og effekten af handelsrestriktionerne mellem USA og Kina. Kursfaldene kan tolkes således, at investorerne indregner en kraftig opbremsning i væksten og en højere sandsynlighed for recession i 2019/2020.

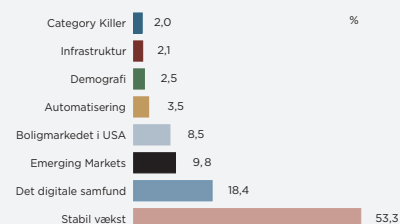
Kursfaldene på aktiemarkedene medførte, at afdelingens indre værdi (klasse Udloddende) faldt 0,6 pct. i 2018, hvilket dog var noget bedre end det generelle aktiemarked, der faldt 4,6 pct. Afdelingens absolutte afkast var lavere end vores forventninger om et moderat afkast på 5-10 pct. ved starten af året. Indtjeningen i virksomhederne steg generelt som ventet, men kombinationen af en strammere pengepolitik i specielt USA og handelskrigen mellem Kina og USA gav lavere prisfastsættelser på aktier og derved kursfald på aktiemarkedene. Omvendt er det relative afkast med et merafkast på 4 procentpoint tilfredsstillende.

Henover året leverede Visa, Amazon, Thermo Fisher og Procter & Gamble meget tilfredsstillende afkast, mens afdelingen omvendt fik kurstab på investeringerne i bl.a. Facebook, Legrand samt i Bayer. Generelt nød afdelingen godt af ikke at være eksponeret til tobakssektoren, som oplevede store kursfald i 2018.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at klasse Udloddende udbetaler 1,95 kr. pr. andel i udbytte. Dette opfylder betingelserne i afdelingens prospekt om, at klasse Udloddende kan udlodde årets indvundne renteindtægter og udbytter, selvom det regnskabsmæssige resultat var negativt. Udbyttet fragik således klassens indre værdi 29. januar 2019 og blev indsat på medlemmernes konto 31. januar 2019. Dette udbytte beskattes som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Temaoversigt pr. 31.12.2018



Investeringerne i 2018

Afdelingens portefølje består af 25-35 unikke selskaber. Porteføljen består af et fundament af stabile vækstaktier suppleret af aktier eksponeret mod forskellige væksttemaer. Da vi er i den sene fase af et langvarigt økonomisk opsving, blev porteføljen i løbet af 2018 gjort mindre konjunkturfølsom, hvorfor vi nedbragte andelen af cykliske selskaber til fordel for mere stabile vækstaktier. På denne baggrund solgte vi bl.a. Softbank, som har en høj gældsætning, teknologiselskabet Taiwan Semiconductor (TSMC), som er følsom over for investeringscyklussen og Citigroup for at mindske eksponeringen til finanssektoren. Derudover solgte vi tre selskaber, bookingselskabet Priceline, dækproducenten Bridgestone, entreprenørvirksomheden Skanska samt Shimano som laver cykelkomponenter.

Blandt de stabile vækstaktier investerede vi i Coca-Cola, der har et bredt sortiment af drikkevarer, som ventes at vokse stabilt med omkring 4 pct. årligt. Ikke mindst investerede vi i Unilever, som fremstiller nogle af verdens bedst kendte husholdningsmærker fx. Dove, Knorr og Lipton. Ligeledes investerede vi også i Procter & Gamble, som er i gang med en større produktionalisering, samt mobilmast-selskabet American Tower, der nyder godt af støt stigende mobildata. Herudover investerede vi blandt andet i det britiske selskab Ferguson, som er en af verdens førende distributører af VVS- og varmemprodukter, det japanske teknologiselskab Hoya, der bl.a. producerer kontaktlinser, brilleglas og kameralinser, internetselskabet Naspers og franske Legrand, som laver elektriske komponenter til bygninger.

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstelskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspositionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstelskaber investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder, bl.a. inden for teknologiområdet. Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke investerer i selskaber, der har en væsentlig del af deres salg inden for tobak, alkohol, hasardspil, pornografi og våben samt teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2018 og forventninger til 2019” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici og om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til effekterne af en strammere global pengepolitik efter mange år med meget lempelig politik, herunder en mulig recession i verdens førende økonomi, USA. Risikoen for recession vurderer vi dog som lav til moderat i 2019, men højere renter kan presse prisfaste på aktiemarkederne. En eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina er også en aktuel risikofaktor, her kan stigende protektionisme særligt skabe problemer for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Vi befinder os i den længstvarende aktieoptur nogensinde, og selvom opgangen ikke udfases af alderdom, er det sandsynligt, at der vil indtræffe større eller mindre korrektioner fremover.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Vores investeringsstil er at pleje en portefølje af 25-30 unikke aktier, som vi mener vil gøre det godt på langt sigt. Den amerikanske økonomi virker stadig solid, og opgangen er bredt baseret, ligesom den faldende oliepris vil gavne emerging markets og dæmpe frygten for kraftigt stigende renter i USA. Stabile vækstselskaber med solide pengestrømme og balancer, som vi i 2018 øgede med ca. 10 procentpoint, udgør nu ca. 53 pct. af porteføljen. Disse selskaber har stærke markedspositioner samt balancer og vokser generelt hurtigere end den globale økonomi. Vi tror, at disse selskaber vil generere gode langsigtede afkast og bidrage til en relativ lav risiko i porteføljen. Omvendt er porteføljens eksponering til cykliske selskaber tilsvarende blevet reduceret. Afdelingens største investeringstema er ”Det digitale samfund” med 18 pct., mens ”Emerging Markets” og ”Boligmarkedet i USA” udgør hhv. 10 pct. og 9 pct.

Afdelingens etiske profil betyder, at afdelingen i modsætning til søsterafdelingen Globale Aktier KL ikke har investeret i tobaksselskabet British American Tobacco, energiselskaberne ExxonMobil og Royal Dutch Shell samt Siemens. I stedet har vi valgt at investere i Ferguson og Hoya.

At vælge de rigtige aktier og temaer er selvfølgelig afgørende for det fremtidige afkast, men det er også meget vigtigt for afkastet at vælge fra. Afdelingen har således kun få investeringer inden for strukturelt udfordrede sektorer som energi, råvarer, telekommunikation og offentlige værker.

Aktieporteføljen pr. 31.12.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	6,2
Råvarer	Ecolab		CRH			6,9	5,0
Industri og service		Ferguson	Atlas Copco Legrand			5,6	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Sony		12,8	10,4
Forbrugsgoder - defensive	Coca-Cola Co. Procter & Gamble		Nestlé Unilever			17,2	8,4
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk	Hoya		13,8	12,1
Finans	First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Bank Ping An Insurance	20,2	17,2
Informations-teknologi	Visa			Keyence		11,1	14,8
Kommunikationstjenester	Alphabet Facebook				Naspers	8,3	9,0
Koncessioneret service						0,0	3,4
Ejendomme	American Tower			Sun Hung Kai		4,1	3,2
Total	49,1	1,9	20,6	16,3	12,1	100,0	-
Benchmark*	57,5	5,1	14,2	11,3	11,8	-	100,0

* Benchmark er MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Forventninger til afkastet i 2019

En af de klare globale trends i disse år er Kinas voksende økonomiske og politiske magt. Den skaber vækstmuligheder, men også friktion – særligt i forholdet til verdens nuværende stormagt, USA. USA har generelt lave importtariffer, men er i færd med at øge taksterne – især over for den kommende militære stormagt og store handelspartner, Kina. Når verdens stormagter kæmper på den økonomiske front, har det uundgåeligt en effekt på den makroøkonomiske vækst. Handelskrigen mellem USA og Kina samt den strammere pengepolitik verden over satte således sit præg på aktiemarkedene i 2018. Omvendt præsterede virksomhederne fortsat indtjeningsvækst, så resultatet er, at en indtjeningskrone nu er 15-20 pct. billigere end for ét år siden.

Siden 1984 – har vi oplevet seks tilfælde med større korrektioner på aktiemarkedene ligesom den i 2018 uden en efterfølgende økonomisk recession. Sådanne korrektioner slutter typisk, når centralbankerne afslutter stramninger. 2019 bliver formentlig et år med fortsatte renteforhøjelser og stramninger, men omvendt er det ikke usandsynligt, at vi i løbet af første halvår 2019 vil se afslutningen på stramningerne i USA. Samtidig er realrenterne i USA – trods de mange renteforhøjelser – først lige blevet positive, hvorfor virksomhederne fortsat har gode incitamenter til at foretage investeringer, da væksten er højere end finansieringsomkostningerne. Alt i alt tror vi derfor ikke, at der er sandsynlighed for en recession i 2019.

Vi er i den sene fase af en snart tiårig opgang på aktiemarkedene. Strammere pengepolitik og højere renter giver modvind til aktiemarkedene, men uden en recession og fortsat fremgang i indtjeningsudviklingen tror vi, at der er basis for et moderat positivt aktieafkast i 2019 i størrelsesordenen 5-10 pct. Vi anbefaler en tålmodig men også risikobalanceret tilgang i det nuværende miljø.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

Resultatopgørelse

Balance

Globale Aktier Etik KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	69	41
2 Renteudgifter	-36	-13
3 Udbytter	9.830	7.241
I alt renter og udbytter	9.863	7.269
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	-2.022	63.159
Valutakonti	-183	-627
Handelsomkostninger	-697	-784
I alt kursgevinster og -tab	-2.902	61.748
I alt indtægter		
	6.961	69.017
5 Administrationsomkostninger	-9.687	-8.485
Resultat før skat		
	-2.726	60.532
6 Skat	-1.310	-934
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-4.036	59.598

Globale Aktier Etik KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	9.870	6.749
I alt likvide midler	9.870	6.749
7 Kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	21.536	22.552
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	521.063	485.511
I alt kapitalandele	542.599	508.063
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	146	210
Aktuelle skatteaktiver	933	835
I alt andre aktiver	1.079	1.045
AKTIVER I ALT		
	553.548	515.857
PASSIVER		
Investorerne formue	551.888	514.366
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	1.660	1.491
I alt anden gæld	1.660	1.491
PASSIVER I ALT		
	553.548	515.857

Globale Aktier Etik KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-4.036	59.598	-34.970	70.437	79.430
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	551.888	514.366	448.366	515.628	394.342

1) Formue før afsat udbytte for året.

Noter til resultatopgørelse

Globale Aktier Etik KL

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	69	41
I alt renteindtægter	69	41
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-36	-13
I alt renteudgifter	-36	-13
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	589	337
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.241	6.904
I alt udbytter	9.830	7.241
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-2.660	4.522
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	638	58.637
I alt kursgevinster og -tab	-2.022	63.159
Valutakonti		
I alt valutakonti	-183	-627
Bruttohandelsomkostninger	-1.034	-1.090
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	337	306
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-697	-784
I alt kursgevinster og -tab	-2.902	61.748
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	235	171
Fast administrationshonorar	867	1.078
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	8.384	7.032
Øvrige omkostninger	18	19
I alt afdelingsdirekte omkostninger	9.504	8.300
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	58	42
Honorar til revisorer	27	16
Andre omkostninger ifm. formuepleje	43	67
Øvrige omkostninger	55	60
I alt andel af fællesomkostninger	183	185
I alt administrationsomkostninger	9.687	8.485

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	314	260

Administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 6

Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

Noter til balance

Globale Aktier Etik KL

	2018	2017
NOTE 7		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 57 i årsrapporten.

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Globale Aktier Etik KL

	2018	2017	2016	2015	2014
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	174.608	115.007	153.338	184.516	128.004
Kursværdi af salg af værdipapirer	138.051	109.779	190.942	135.733	91.330
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	312.659	224.786	344.280	320.249	219.334

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

Omsætningshastighed	0,13	0,14	0,28	0,21	0,13
----------------------------	------	------	------	------	------

(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)

Nøgletal: Se side 30 og 31.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Etik Klasse udloddende

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	12.354	59.598	-34.970	70.437	79.430
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	145.641	514.366	448.366	515.628	394.342
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	131.021	420.600	416.060	379.178	293.285
Indre værdi	111,16	122,29	107,76	135,99	134,46
Officiel kurs	110,45	122,20	109,50	137,90	135,50
Udbytte pr. andel	1,95	11,00	0,00	18,50	24,00
Årets afkast i procent	-0,6	13,5	-6,6	18,4	26,4
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-4,6	9,0	10,7	9,0	18,4
Sharpe ratio	0,2	0,6	0,9	1,6	2,4
Omkostningsprocent	1,7	1,8	1,8	1,8	1,9
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	1,9 (+0,01 % indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017	Foreslået udbytte	
			2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Andel af resultat af fællesporteføljen	18.865	68.083	Foreslået udbytte (1,95 kr. pr. andel)	
Klassespecifikke administrations- omkostninger	-6.511	-8.485	2.603	46.266
Klassens resultat	12.354	59.598		
Formuebevægelser				
Forslået udbytte	-2.603	-46.266		
OVERFØRT TIL FORMUEN	9.751	13.332		
Investorerne formue i 1.000 DKK				
Investorerne formue (primo)	514.366	448.366		
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-46.266	-		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-143	-		
Emissioner i året	125.810	49.005		
Indløsninger i året	-460.604	-42.730		
Emissionstillæg	89	73		
Indløsningsfradrag	35	54		
Foreslået udbytte	2.603	46.266		
Overført fra resultatopgørelsen	9.751	13.332		
I alt Investorerne formue	145.641	514.366		
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)				
Cirkulerende andele primo året	420.600	416.060		
Emissioner i året	108.891	40.507		
Indløsninger i året	-398.470	-35.967		
Cirkulerende andele ultimo året	131.021	420.600		

Andelsklasse udloddende er udbyttegivende og udbetaler et årligt udbytte svarende til mindst til 75% af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Det udloddede beløb må dog ikke overstige det regnskabsmæssige nettoresultat for et givent år opgjort ved regnskabsårets afslutning. Hvis afkastet i regnskabsåret målt på indre værdi har været negativ, må årets indvundne renteindtægter og udbytter dog altid udloddes.

Bestyrelsen foreslår, at andelsklassen udlodder 1,95 pr. andel for regnskabsåret 2018, hele udbyttet er kapitalindkomst.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Globale Aktier Etik klasse Akkumulerende

Nøgletal	13.12.2018 - 31.12.2018
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-16.389
Formue (1.000 kr.)	406.248
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	365.470
Indre værdi	111,16
Årets afkast i procent	-4,1
Årets afkast på benchmark ¹⁾ i procent	-4,9
Sharpe ratio	-
Omkostningsprocent	1,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,04 % indirekte handelsomkostninger) 1,9

Klassen blev introduceret den 13. december 2018, og alle angivne nøgletal fra 2018 er fra denne dato.

1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country - indeks, inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	13.12.2018 - 31.12.2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	-16.177
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-212
Klassens resultat	-16.389
OVERFØRT TIL FORMUEN	-16.389
Investorerens formue i 1.000 DKK	
Investorerens formue (primo)	-
Emissioner i året	422.637
Indløsninger i året	-
Overført fra resultatopgørelsen	-16.389
I alt Investorerens formue	406.248
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)	
Cirkulerende andele primo året	-
Emissioner i året	365.470
Indløsninger i året	-
Cirkulerende andele ultimo året	365.470



Afkastudvikling (start indeks 100)



Stabile Aktier KL

Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkedene i 2018 og forventninger til 2019" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

Målsætningen er på langt sigt at skabe et højere afkast end MSCI's globale indeks for stabile aktier og samtidig holde en risiko, der er lavere end risikoen på det globale aktiemarked. Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer, som forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle aktiemarked. Porteføljen består af 40-60 selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen investerer hovedsageligt i selskaber, der tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving. I udvælgelsesprocessen fokuserer vi på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling. Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige en del fra sammenligningsgrundlaget, hvormed afkastet kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget. Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 23. maj 2005. Pr. 30. september 2014 skiftede afdelingen investeringsunivers fra Europa til globale stabile aktier. Benchmark er MSCI All Minimum Volatility inkl. geninvesterede nettoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010312529.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som målt på standardafvigelsen forventes at ligge under niveauet for det generelle aktiemarkeds risiko. Udsvingene i den indre værdi set over en længere periode forventes således at ligge under niveauet for en normal bred aktieafdeling som eksempelvis afdeling Globale Aktier KL. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere perioder have et risikoniveau, som ligger højere end det generelle aktiemarkeds risiko. På risikoindekatoren er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit "Risiko og risikostyring" på side 18.

For at sikre fastholdelse af risikoprofilen udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelser, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelser. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljainvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere

stabil kursudvikling end det generelle marked. For at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksponering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen og investeringerne i 2018

I 2018 fortsatte den positive udvikling i verdensøkonomien, hvilket gav et godt fundament for virksomhedernes indtjening. I USA fik virksomhederne tilmed en stor skattelettelse, hvilket samlet set gav en indtjeningsfremgang i USA på over 20 pct. De positive vinde i verdensøkonomien har fået arbejdsløsheden til at falde mod historisk lave niveauer i bl.a. USA, Japan, Storbritannien og Tyskland, hvilket har medført stigende lønninger. Den positive økonomiske udvikling har yderligere medført, at den amerikanske centralbank i 2018 har hævet den korte rente fire gange til 2,5 pct. og er begyndt at tilbagerulle den kvantitative pengetilførsel ved at mindske centralbankens balance. I Europa er den europæiske centralbanks korte rente forblevet stabil på -0,4 pct., men også her vil man i 2019 stoppe forøgelsen af balancen. Den pengepolitiske opstramning har presset aktiemarkedet, særligt sidste del af 2018.

Afdeling Stabile Aktier KL fik i 2018 et negativt afkast på 1,6 pct., mens benchmark steg 3,6 pct. Afdelingens afkast var lavere end vores moderat positive forventninger ved indgangen til 2018, hvilket hovedsageligt kan tilskrives den pengepolitiske opstramning, der generelt gav faldende aktiemarkeder sidst på året og nogle mindre gode aktievalg i afdelingen. Det relative afkast var positivt påvirket af vores aktievalg inden for ejendomme, IT og forbrugsgoder, mens aktievalget inden for finanssektoren, konsumentvarer og sundhedsaktier bidrog negativt.

Årets største stigning kom fra det franske outsourcing serviceselskab Teleperformance, der steg med ca. 40 pct. i den periode, vi ejede selskabet. Teleperformance viste en stærk organisk vækst samtidig med, at deres seneste opkøb viste gode takter. Det amerikanske medicinalselskab Pfizer steg over 30 pct. oven på gode solide regnskaber, og Pfizer ser nu ud til at have lagt de største patentudløb bag sig og har en lovende udviklingsportefølje af nye produkter.

Årets største skuffelse var Danske Bank, der faldt med mere end 40 pct. efter bankens involvering i en af de største hvidvaskningsskandaler, hvor kriminelle potentielt har brugt banken til at hvidvaske. Banken har siden fyret de ansvarlige og opbygget en væsentlig compliance-afdeling, så lignende hændelser ikke bør kunne ske igen. Vi har solgt aktien, da der er stor usikkerhed omkring en kommende strafudmåling, hvilket har gjort aktien meget volatil, hvorfor den ikke længere passer ind i afdelingens investeringsstrategi.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 9,90 kr. pr. andel i udbytte. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 29. januar 2019 og blev indsat på medlemmernes konto 31. januar 2019. Hele udbyttet beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2018 og forventninger til 2019” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Der er en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til effekterne af en strammere global pengepolitik efter mange år med en meget lempelig politik, herunder en mulig recession i verdens førende økonomi, USA. Recessionsrisikoen vurderer vi dog som lav til moderat i 2019, men højere renter kan presse prisfaste på aktiemarkederne. En eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina er også en aktuelt risikofaktor, hvor stigende protektionisme særligt kan skabe problemer for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Vi befinder os i den længstvarende aktieoptur nogensinde, hvorfor det er sandsynligt, at der vil indtræffe større eller mindre korrektioner fremover.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Afdelingen har investeret i selskaber med gode konkurrencemæssige positioner og stabile forretningsmodeller. Selskaberne opererer såvel lokalt som globalt. Lokale selskaber er eksempelvis afdelingens investeringer i det tyske ejendomsselskab Deutsche Wohnen og det kinesiske fødevarselskab Dali Foods. Mere globale aktører er eksempelvis det amerikanske betalingskortselskab Visa og den britiske producent af husholdningsprodukter Reckitt Benckiser.

Ved indgangen til 2019 har vi store investeringer inden for konsumentvarer, sundhedspleje og ejendomme, mens vi kun har få investeringer inden for materialer, energi og industri. Hovedparten af investeringerne er relateret til USA, hvorfor udviklingen i dollarkursen kan påvirke afdelingens udvikling væsentligt. I det seneste år er dollaren eksempelvis styrket med ca. 4,5 pct., og det har positivt påvirket de ca. to tredjedele af porteføljen, der er noteret i dollar eller valutaer, der følger dollaren.

Den samlede risiko i porteføljen ved udgangen af 2018 målt på forventede kursudsving ift. det globale aktiemarked (beta) er 0,83. Dvs. en risikoreduktion på ca. 17 pct. i forhold til det globale aktiemarked. Vi har en målsætning om at have en overordnet risiko i porteføljen, der er på niveau med benchmark (MSCI AC Minimum Volatility), som historisk har været 25-30 pct. lavere end det globale aktiemarked. I 2018 er volatiliteten på aktiemarkedet generelt steget, hvilket har betydet, at den målte risikoreduktion i afdelingen er større end i 2017, hvor den var ca. 10 pct., men fortsat lidt mindre end det historiske gennemsnit. Vi forventer en højere volatilitet på aktiemarkedet i 2019, og dermed må der forventes en større målbar risikoreduktion.

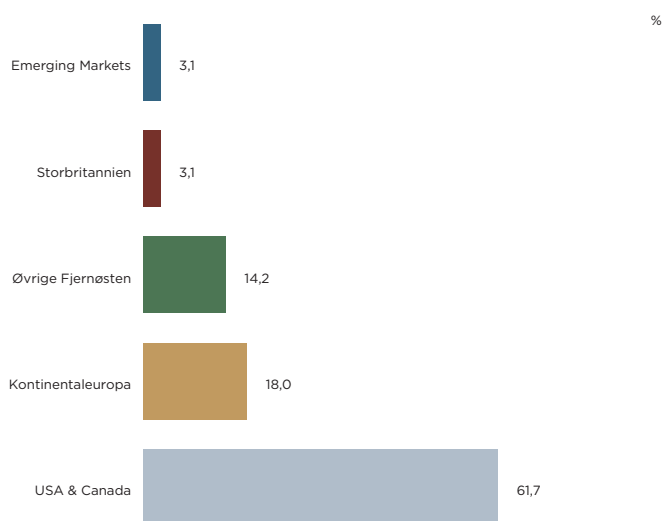
På trods af den historisk lavere risiko har den langsigtede investor i stabile aktier historisk opnået et højere afkast end på det globale aktiemarked. Vi stræber efter at finde en bred vifte af forskelligartede selskaber, der samlet set udgør en robust portefølje, som kan mindske kursudsvingene over for uforudsete hændelser.

Forventninger til afkastet i 2019

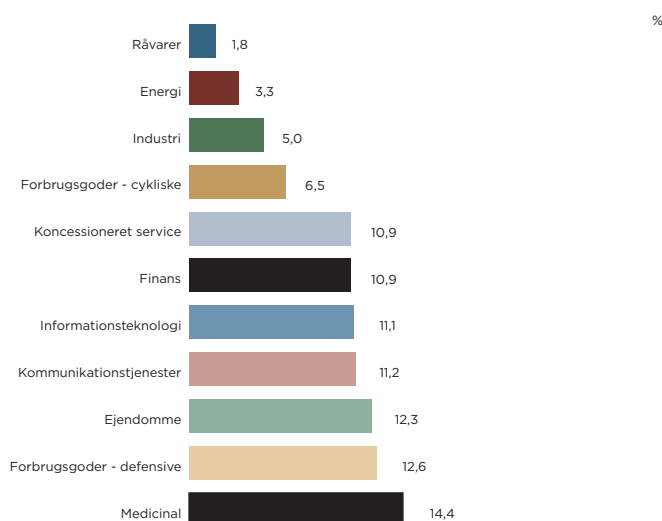
En af de klare globale trends i disse år er Kinas voksende økonomiske og politiske magt. Den skaber vækstmuligheder, men også friktion – særligt i forholdet til verdens nuværende stormagt, USA. USA har generelt lave importtariffer, men er i færd med at øge taksterne – især over for den kommende militære stormagt og store handelspartner Kina. Når verdens stormagter kæmper på den økonomiske front, har det uundgåeligt en effekt på den makroøkonomiske vækst. Handelskrigen mellem USA og Kina samt den strammere pengepolitik verden over satte således sit præg på aktiemarkedene i 2018. Omvendt præsterede virksomhederne fortsat indtjeningsvækst, så resultatet er, at en indtjeningskrone nu er 15-20 pct. billigere end for ét år siden.

Siden 1984 har vi oplevet seks tilfælde med større korrektioner på aktiemarkedene som den i 2018 uden en efterfølgende økonomisk recession. Sådanne korrektioner slutter typisk, når centralbankerne holder op med at stramme. 2019 bliver formentligt et år med fortsatte renteforhøjelser og stramninger, men omvendt er det ikke usandsynligt, at vi i løbet af første halvår 2019 vil se afslutningen på stramningerne i USA. Samtidigt er realrenterne i USA – trods de mange renteforhøjelser – først lige blevet positive, hvorfor virksomhederne fortsat har gode incitamenter til at foretage investeringer, da væksten er højere end finansieringsomkostningerne. Alt i alt tror vi derfor ikke, at der er sandsynlighed for en recession 2019.

Geografisk fordeling pr. 31.12.18



Sektorfordeling pr. 31.12.18



Vi er i den sene fase af en snart tiårig opgang på aktiemarkederne. Strammere pengepolitik og højere renter giver modvind til aktiemarkederne, men uden en recession og fortsat fremgang i indtjeningsudviklingen tror vi, at der er basis for et moderat positivt aktieafkast i 2019 i størrelsesorden 5-10 pct. Afdeling Stabile Aktier investerer i selskaber med stabil indtjening, som er mindre sårbare over for den økonomiske udvikling, hvilket giver en risikobalanceret eksponering mod aktiemarkedet. Vi tilpasser løbende porteføljen med en strategi om at finde den rette kombination af kvalitetsselskaber med stabile forretningsmodeller, der kan købes til en attraktiv pris uden at påføre porteføljen unødigt risiko.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

Resultatopgørelse Balance

Stabile Aktier KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	29	31
2 Renteudgifter	-9	-8
3 Udbytter	5.530	5.127
I alt renter og udbytter	5.550	5.150
Kursgevinster og -tab		
4 Kapitalandele	-3.973	12.056
Valutakonti	285	-965
Handelsomkostninger	-474	-1.214
I alt kursgevinster og -tab	-4.162	9.877
I alt indtægter		
	1.388	15.027
5 Administrationsomkostninger	-2.977	-3.345
Resultat før skat		
	-1.589	11.682
6 Skat	-351	-478
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-1.940	11.204
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	-1.318	-1.386
Overført fra sidste år	58	92
I alt formuebevægelser	-1.260	-1.294
Til disposition		
	-3.200	9.910
7 Til rådighed for udbytte	11.594	12.320
Foreslået udbytte (9,90 kr. pr andel)	-11.497	-12.262
Overført til udbytte næste år	-97	-58
OVERFØRT TIL FORMUEN		
	-14.794	-2.410

Stabile Aktier KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-1.940	11.204	6.362	10.465	7.240
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	156.716	194.859	215.461	214.278	76.900
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	116.126	133.285	154.653	144.332	58.673
Indre værdi	134,95	146,20	139,32	148,46	131,06
Officiel kurs	132,90	145,90	140,00	150,90	133,30
Udbytte pr. andel	9,90	9,20	0,70	13,00	1,10
Årets afkast i procent	-1,6	5,5	3,3	14,1	11,9
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	3,6	3,7	10,2	14,7	16,2
Sharpe ratio	0,3	0,7	0,8	0,9	1,0
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,6	1,7	1,8
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,1 (+0,05 % indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Globale lavvolatitetsaktieindeks inklusive udbytter i danske kroner. Frem til og med 30. september 2014 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.

Noter til resultatopgørelse

Stabile Aktier KL

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	29	31
I alt renteindtægter	29	31
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-9	-8
I alt renteudgifter	-9	-8
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	320	-
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.210	5.127
I alt udbytter	5.530	5.127
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-3.315	-67
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-658	12.123
I alt kursgevinster og -tab	-3.973	12.056
Valutakonti		
	285	-965
I alt valutakonti	285	-965
Bruttohandelsomkostninger	-571	-1.451
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	97	237
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-474	-1.214
I alt kursgevinster og -tab	-4.162	9.877
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	136	145
Fast administrationshonorar	259	452
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	2.504	2.631
Øvrige omkostninger	9	15
I alt afdelingsdirekte omkostninger	2.908	3.243
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	17	19
Honorar til revisorer	8	8
Andre omkostninger ifm. formuepleje	19	27
Øvrige omkostninger	25	48
I alt andel af fællesomkostninger	69	102
I alt administrationsomkostninger	2.977	3.345

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	314	260

Administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 6 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 7		
Til rådighed for udbytte		
Overført til udbytte fra sidste år	58	92
Renter og udbytter	5.550	5.150
Ikke refunderbar udbytteskat	-351	-478
Udbyttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-19	-13
Udbytteregulering, indkomst	-1.511	-1.434
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	10.366	13.265
Valutakonti	285	-965
I alt indkomst	14.378	15.617

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-2.977	-3.345
Udbytteregulering, administrationsomkostninger	193	48
I alt administrationsomkostninger *)	-2.784	-3.297

I alt til rådighed for udbytte	11.594	12.320
--------------------------------	--------	--------

Heraf:

Foreslået udbytte	11.497	12.262
Overført til udbytte næste år	97	58
	11.594	12.320

*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 9,90 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Noter til balance

Stabile Aktier KL

	2018	2017
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 67 i årsrapporten.

	2018		2017	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorerne formue				
Investorerne formue (primo)	133.285	194.859	154.653	215.461
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-12.262		-1.083
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		65		111
Emissioner i året	4.841	6.687	10.432	14.677
Indløsninger i året	-22.000	-30.720	-31.800	-45.601
Emissionstillæg		3		30
Indløsningsfradrag		24		60
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		1.318		1.386
Overført til udbytte fra sidste år		-58		-92
Overført til udbytte næste år		97		58
Foreslået udbytte		11.497		12.262
Overført fra resultatopgørelsen		-14.794		-2.410
I alt Investorerne formue	116.126	156.716	133.285	194.859

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Stabile Aktier KL

	2018	2017	2016	2015	2014
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	117.112	136.955	151.892	227.192	76.951
Kursværdi af salg af værdipapirer	148.232	167.094	156.107	104.358	71.098
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	265.344	304.049	307.999	331.550	148.049

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

Omsætningshastighed	0,63	0,60	0,49	0,57	0,96
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

Nøgletal: Se side 30 og 31.



Danmark KL

Afkastudvikling (start indeks 100)



Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på Nasdaq Copenhagen Cap-indekset og samtidigt holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på det danske aktiemarked. Afdelingen investerer kun i danske aktier, der kan handles på Nasdaq Copenhagen. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige fra sammenligningsgrundlaget, og at afkastet derfor kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget.

De langsigtede globale trends, som kan overføres på danske forhold, udgør en hjørnesten i afdelingens investeringsfilosofi. Afdelingen tilstræber at investere i og beholde selskaber, som over en længere årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen adskiller sig samtidig fra de fleste andre investeringsforeninger ved kun at eje mellem 20 og 30 aktier, som omhyggeligt er udvalgt efter en kvalitativ vurdering af hvert enkelt selskab.

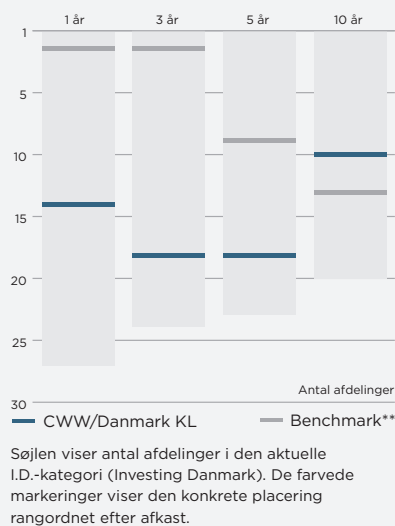
Den stigende volatilitet på de finansielle markeder, og de deraf større udsving i enkelte selskabers/sectorers vurdering, har nødvendiggjort en modificering af det langsigtede investeringskoncept i retning af en større forandringsvillighed/omsætnings hastighed i porteføljen i forhold til tidligere for derigennem at kunne afbøde nogle af de store udsving i afkast og performance, som volatiliteten ellers måtte forventes at afstedkomme. Grundlæggende ændrer dette dog ikke ved det langsigtede investeringskoncept i afdelingen. De centrale grundholdninger i relation til investeringskonceptet er:

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

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på Nasdaq Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 23. december 1998. Benchmark er Nasdaq Copenhagen Cap indeks inkl. geninvesterede bruttoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010249655.

Placering i I.D.'s afkaststatistik



Risikoprofil m.v.

Historisk har risikoen ved investering i danske aktier (målt ved standardafvigelsen på afkastene) ikke været mindre end investering på de globale aktiemarkeder. Afdelingen investerer typisk i 20-30 af de større danske selskaber, hvorved der sikres en god risikospredning. Som ved enhver aktieinvestering kan det dog være forbundet med høj risiko at investere i afdelingen på kort sigt. På trods af spredningen af investeringerne må man som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt.

Der kan være løbende udsving på aktiemarkedet på grund af den økonomiske udvikling og særlige begivenheder – som f.eks. politiske og lovgivningsmæssige ændringer i de lande, hvor virksomhederne er aktive. De følgende risici kan være af væsentlig betydning for afdelingen og kan give anledning til yderligere tab: devalueringer i de lande, hvor selskaber opererer, politiske indgreb og andre pludselige udsving. Herudover er der en likviditetsrisiko. Normalt investerer afdelingen hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslivligheden negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med risikoen på det danske aktiemarked. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoen på det danske aktiemarked. Risiko er vanskelig at kvantificere, hvorfor foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ingen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

På risikoindikatoren er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” på side 18. Du skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående vidensekspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen i 2018

Det danske aktiemarked gav i 2018 et afkast på -7,5 pct. Dette skyldes primært en stigende nervøsitæt især i andet halvår omkring Feds afvikling af de sidste mange års obligationsopkøb samt den stigende risiko for en eskalerende amerikansk/kinesisk handelskrig.

Afdeling Danmark KL gav et negativt afkast på 11,4 pct., hvilket var lavere end det danske aktiemarked. Afdelingens og markedets afkast var lavere end forventet, som bekræftet i årsrapporten for 2017, hvor vi havde forventninger om et moderat positivt afkast på op til 10 pct. Den negative udvikling skyldes især den strammere pengepolitik i USA og den afledte effekt på risikopræmierne på aktiemarkederne.

Et aktiemarked præget af likviditetsstramninger og stigende politisk usikkerhed giver volatilitet og uforudsigelighed, hvilket kan være svært at navigere i. Markedet var i første halvår positivt og drevet af momentum, mens andet halvår udviklede sig negativt grundet en markant stigende risikoaversion blandt investorerne.

De negative bidrag kom primært fra Ørsted, Sydbank, Jyske Bank, G4S og Danske Bank, mens de positive bidrag kom fra Pandora, GN Store Nord, Vestas, William Demant og SimCorp.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 42,50 kr. pr. andel i udbytte. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 29. januar 2019, og blev indsat på medlemmernes konti 31. januar 2019. Udbyttet beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Investeringerne i 2018

Der er kun sket mindre ændringer i porteføljens struktur i løbet af 2018. Porteføljen er således overvægtet i cykliske aktier og undervægtet i defensive aktier. Porteføljens overvægt i cykliske aktier er dog koncentreret i cykliske industriselskaber og banker.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på Nasdaq Copenhagen, har den en forretningsmæssig risikosom følge af udviklingen på dette marked. Risikoen består af en generel markedsrisiko samt en aktierisiko på den enkelte virksomhed. I årsrapportens afsnit ”Investeringsmarkederne i 2018 og forventninger til 2019” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse mere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Det danske aktiemarked er i global sammenhæng et lille og relativt illikvidt aktiemarked. Derfor kan markedet i ekstreme situationer falde eller stige mere, end de underliggende fundamentale forhold rent faktisk berettiger til. Dette skyldes, at de udenlandske investorer kapitalbevægelser ud eller ind af aktiemarkedet er for store til, at de indenlandske aktører kan matche det inden for en kort periode.

Det danske aktiemarked er i stigende grad følsomt over for en skuffende indtjeningsudvikling i selskaberne, da visse dele af markedet efter flere år med pæne kursstigninger er prisfestsat i den høje ende. Ligeledes er særligt stigende renter i USA en risikofaktor, der kan ramme de højt prisfestsatte defensive aktier. Udviklingen i de cykliske aktier vil være påvirket af udviklingen i verdensøkonomien.

Det danske aktiemarked er aktuelt drevet af mere globale begivenheder, som en strammere pengepolitik i USA, herunder afslutningen på opkøb af statsobligationer, risikoen for handelskrig mellem USA og Kina samt frygten for en eventuel global recession. Mange af de såkaldte højkvalitetsaktier er, til trods for kursfald i andet halvår 2018, fortsat dyrere end deres indtjeningsvækst berettiger.

Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Porteføljen er overordnet bygget op omkring en række solide selskaber med gode indtjeneringer og gennemprøvede forretningsmodeller, der skal skabe en solid udvikling i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der søger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling samt tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabernes værdi i takt med, at selskaberne udvikler sig.

Porteføljen er overvægtet i de cykliske sektorer/aktier, da vi fortsat tror på en moderat økonomisk fremgang, som disse selskaber generelt vil få gavn af. Ligeledes er de cykliske aktier fortsat billigt prisfastsatte såvel absolut som relativt til de defensive aktier. Porteføljen er primært overvægtet i de industri-cykliske aktier, men også de finansielt-cykliske aktier (banker) er overvægtet i porteføljen. De defensive aktier er undervægtet, hvilket også er en funktion af, at mange af disse selskaber er højt prisfastsat og derfor ikke har et stort afkastpotentiale.

Aktieporteføljen pr. 31.12.2018

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi	Ørsted			2,8	0,0
Råvarer		Chr. Hansen Holding Novozymes		6,3	9,2
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk DSV FLSmidth G4S ISS Nilfisk NKT Rockwool Intl. Vestas Wind Systems			34,6	24,9
Forbrugsgoder - cykliske	North Media TCM			1,4	2,3
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg		5,4	7,2
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		22,3	30,6
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Ringkjøbing Landbobank Sydbank Topdanmark Tryg	23,1	13,5
Informationsteknologi	Netcompany SimCorp			4,1	2,1
Telekommunikation				0,0	0,0
Koncessioneret service				0,0	9,6
Ejendomsselskaber				-	0,6
Total	42,9	34,0	23,1	100,0	100,0

* Benchmark er OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK.

Forventninger til afkastet i 2019

Vi forventer, at det danske aktieaktiemarked vil give et afkast på 0-10 pct. i 2019, men at markedet vil fortsætte med at være meget volatilt. Selskabernes indtjening vil formentlig forbedres igen i 2019, men prisfastsættelsen er høj på mange selskaber, hvorfor der ikke er plads til fejltagelser i selskabernes eksekvering af strategien.

Forudsat at den globale vækst ikke aftager væsentligt, ser vi, at de cykliske selskabers indtjening vil blive forbedret. Vi forventer dog også, at den amerikanske rente vil stige i 2019, hvilket vil kunne presse prisfastsættelsen på især de defensive aktier.

Vores målsætning er gennem aktiv aktieudvælgelse at kunne skabe et merafkast i porteføljen. Antallet af aktier med et stort kurspotentiale er dog begrænset, hvorfor vi forventer, at en større del af et muligt merafkast vil ske i kraft af et aktivt fravalg af selskaber, som vi tror, vil gøre det dårligere end markedet.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

Resultatopgørelse Balance

Danmark KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteudgifter	-144	-67
2 Udbytter	16.384	23.128
I alt renter og udbytter	16.240	23.061
3 Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-80.377	106.435
Handelsomkostninger	-958	-1.116
I alt kursgevinster og -tab	-81.335	105.319
I alt indtægter	-65.095	128.380
4 Administrationsomkostninger		
	-11.002	-14.971
Resultat før skat	-76.097	113.409
5 Skat		
	-137	-170
ÅRETS NETTORESULTAT	-76.234	113.239
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	-4.824	-26.299
Overført fra sidste år	184	325
I alt formuebevægelser	-4.640	-25.974
Til disposition	-80.874	87.265
6 Til rådighed for udbytte		
	118.250	161.969
Foreslået udbytte (42,50 kr. pr. andel)	-117.988	-161.785
Overført til udbytte næste år	-262	-184
OVERFØRT TIL FORMUEN	-199.124	-74.704

Danmark KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-76.234	113.239	-3.475	304.871	119.755
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	598.541	872.361	1.176.135	1.220.304	703.810
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	277.619	293.620	407.733	379.858	267.186
Indre værdi	215,60	297,10	288,46	321,25	263,42
Officiel kurs	216,30	297,70	289,00	322,50	265,20
Udbytte pr. andel	42,50	55,10	23,70	30,70	28,10
Årets afkast i procent	-11,4	11,6	-0,1	33,2	18,8
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-7,5	16,8	3,2	30,8	17,2
Sharpe ratio	0,0	1,1	1,3	2,3	2,1
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	1,8 (+0,01 % indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er NASDAQ Cph. Cap indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Noter til resultatopgørelse

Danmark KL

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-144	-67
I alt renteudgifter	-144	-67
NOTE 2		
Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	14.257	21.151
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.127	1.977
I alt udbytter	16.384	23.128
NOTE 3		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra danske selskaber	-68.915	104.998
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-11.462	1.437
I alt kursgevinster og -tab	-80.377	106.435
Bruttohandelsomkostninger	-1.106	-1.667
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	148	551
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-958	-1.116
I alt kursgevinster og -tab	-81.335	105.319
NOTE 4		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	134	188
Fast administrationshonorar	1.060	2.164
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	9.537	12.171
Øvrige omkostninger	24	33
I alt afdelingsdirekte omkostninger	10.755	14.556
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	66	103
Honorar til revisorer	32	40
Andre omkostninger ifm. formuepleje	80	132
Øvrige omkostninger	69	140
I alt andel af fællesomkostninger	247	415
I alt administrationsomkostninger	11.002	14.971

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	314	260

I forbindelse med indførelsen af MiFID II medio 2017 blev honorarmodellen ændret, således at administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 5 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 6		
Til rådighed for udbytte		
Overført til udbytte fra sidste år	184	325
Renter og udbytte	16.240	23.061
Ikke refunderbar udbytteskat	-137	-170
Kursgevinst aktier til udbytte	117.789	180.023
Udbytteregulering, indkomst	-5.194	-26.997
I alt indkomst	128.882	176.242

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-11.002	-14.971
Udbytteregulering, administrationsomkostninger	370	698
I alt administrationsomkostninger *)	-10.632	-14.273
I alt til rådighed for udbytte	118.250	161.969

Heraf:		
Foreslået udbytte	117.988	161.785
Overført til udbytte næste år	262	184
	118.250	161.969

*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 42,50 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Noter til balance

Danmark KL

	2018	2017
NOTE 7		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens sektor- og vækstmæssige fordelinger findes på side 75 i årsrapporten.

	2018		2017	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 8				
Investorerens formue				
Investorerens formue (primo)	293.620	872.361	407.733	1.176.135
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-161.785		-96.633
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		330		22.609
Emissioner i året	17.149	42.999	15.274	43.722
Indløsninger i året	-33.150	-79.197	-129.387	-386.883
Emissionstillæg		15		163
Indløsningsfradrag		52		9
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		4.824		26.299
Overført til udbytte fra sidste år		-184		-325
Overført til udbytte næste år		262		184
Foreslået udbytte		117.988		161.785
Overført fra resultatopgørelsen		-199.124		-74.704
I alt Investorerens formue	277.619	598.541	293.620	872.361

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Danmark KL

	2018	2017	2016	2015	2014
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	140.177	120.080	226.290	497.380	91.747
Kursværdi af salg af værdipapirer	327.350	553.380	220.263	286.285	175.559
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	467.527	673.460	446.553	783.665	267.306

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

Omsætningshastighed	0,14	0,10	0,07	0,17	0,05
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

Nøgletal: Se side 30 og 31.

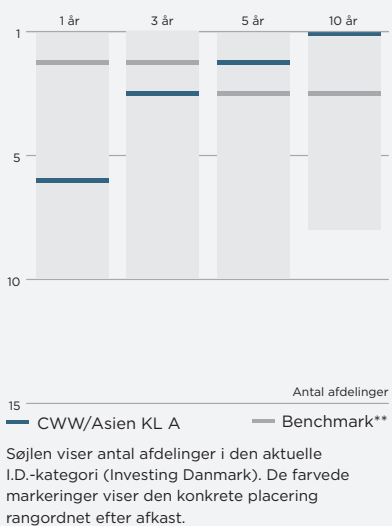


Asien KL

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i I.D.'s afkaststatistik



Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside cww.dk.

Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet for asiatiske aktier, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på aktiemarkederne i Asien. Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier eller aktiebaserede værdipapirer i Asien eksklusivt Japan, eller aktier eller aktiebaserede værdipapirer, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til de asiatiske markeder. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget. Investeringspolitikken er fokuseret på at investere i en portefølje af langsigtede attraktive aktier.

Afdelingen vil typisk investere i et begrænset antal selskaber på omkring 35-70, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. For bedre at kunne udnytte mulighederne i mindre selskaber investerer vi ofte i flere forskellige aktier inden for samme investeringstema. De enkelte selskaber i afdelingen er udvalgt ud fra deres fundamentale eksponering til de underliggende strukturelle forhold, der driver væksten i Asien.

Afdelingen investerer bredt i Asien eksklusivt Japan og om nødvendigt i selskaber uden for Asien, hvor et væsentligt bidrag af indtjeningen er afledt af de asiatiske økonomier. Vi søger generelt efter investeringer på tværs – uden geografiske såvel som sektormæssige begrænsninger – og sammensætningen af porteføljen kan divergere markant fra benchmark. Udgangspunktet for søgeprocessen af selskaber er et mindre antal investeringstemaer, som udspringer af den strukturelle vækst i Asien, og som har et risikokorrigeret vækstpotentiale, som er væsentligt højere end den gennemsnitlige vækst i regionen. Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens klasse C er noteret. Klasserne er udbyttebetalende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 7. december 2006. Benchmark er MSCI Asien eksklusivt Japan inklusive geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode DK0060057644 og klasse C har DK0060841682.

Risikoprofil m.v.

Generelt er de asiatiske aktiemarkeder kendetegnet ved særlige risici for de enkelte hovedregioner, som udvikler sig forskelligt. Inden for hovedregionerne kan der også være indbyrdes forskelle. Derfor er risikospredningen et vigtigt element for sammensætningen af selskaberne i afdelingen. Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som

også kan være præget af en svingende udvikling som følge af politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder og den økonomiske udvikling. I nogle lande kan der forekomme begrænsninger på valutahandlen. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen på kort sigt. På trods af spredning af investeringerne fra flere lande må man som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. De følgende risici kan være af væsentlig betydning for afdelingen og kan give anledning til yderligere tab: eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og andre pludselige udsving. Herudover er der en likviditetsrisiko. Afdelingen investerer hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslikviditeten negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på markedsniveauet for de asiatiske aktiemarkeder. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for de asiatiske aktiemarkeder. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ingen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

På risikoindekatoren er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” på side 18. Du skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen i 2018

Afdelingen gav i 2018 et negativt afkast på 16,7 pct., hvor benchmark (MSCI Asien ex. Japan) faldt 9,8 pct. Dette afkast må betegnes som ikke-tilfredsstillende, om end afdelingen set over en længere tidsperiode (+5 år) har skabt merafkast i forhold til benchmark. Resultatet i 2018 var lavere end vores moderat positive forventninger ved årets begyndelse, hvilket skyldes en række modvinde for regionen. En stigende amerikansk dollar, stigende oliepris (det meste af året) og stigende renter har været en negativ cocktail for regionen. Handelskrigen mellem USA og Kina har ligeledes påvirket investorenes risikovillighed. Disse hændelser har specielt ramt teknologiaktier og kinesiske aktier hårdt, og vores overvægt heri har været den primære årsag til det utilfredsstillende afkast.

De lidt svagere væksttal fra Kina er dog i højere grad påvirkede af regeringens tiltag til at nedbringe låntagning. Handelskrigen har i mindre grad påvirket dette, dog kan vi se, at selskaberne er begyndt at nedbringe varelagre.

Den manglende risikovillighed har bragt værdifastsættelsen kraftigt ned. Særligt handler sektorer som forsikrings- og ejendomsaktier i Kina på historiske lave niveauer. Regionen som helhed (målt ved MSCI Asien ex. Japan) handlede i slutningen af året på ca. 1,4x (kurs/indre værdi) – ved tidligere kriser har bunden været på 1,2x. De negative faktorer er med andre ord – i vores øjne – indkalkuleret i nuværende priser.

Afdelingen har fortsat relativt stort fokus på ejendoms- og teknologiaktier. På landeniveau er de største overvægte i Indonesien, Indien og Kina/Hong Kong.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at klasse A udbetaler 1,90 kr. pr. andel i udbytte, mens klasse C udbetaler 3,30 kr. pr. andel. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 29. januar 2019 og blev indsat på medlemmernes konto 31. januar 2019. Hele udbyttet beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Investeringerne i 2018

Investeringernes karakter ændrede sig ikke væsentligt i 2018, hvorfor omsætningshastigheden i 2018 også var 0 pct. Dette betyder, at de få porteføljeomlægninger er blevet finansieret via emissioner og indløsninger i afdelingen. Den største ændring i årets løb er en fortsat øgning af finansaktier fra en undervægt på ca. 8 pct. for godt et år siden til nu en overvægt på ca. 2 pct. Årsagen til opkøb af finansaktier skyldes, at vi ser yderligere renteforhøjelser og forventer, at udviklingen i dårlige lån langsomt vil forbedres. Dertil kommer en begyndende stigning i udlånsvæksten kombineret med en relativ attraktiv værdifastsættelse.

Trenden med fokus på bedre komponenter inden for smartphones – særligt kameraer – er fortsat i løbet af 2018. Disse aktier har dog haft det meget svært i 2018 på grund af investorernes aftagende risikovillighed. Vi forventer fortsat, at denne tendens med opgradering af kameraer vil fortsætte i 2019, og ligeledes vil trenden mod selvkørende biler være positiv.

Konsolidering af ejendomsudviklere i Kina og den imponerende salgsvækst er også fortsat i 2018. Dette forventer vi ligeledes vil fortsætte i 2019 – en udvikling, som historisk har skabt store kursstigninger til flere af afdelingens investeringer inden for dette område. Vi er specielt positive pga. den aktuelt lave værdifastsættelse inden for sektoren.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen i disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko for den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Investeringer i Asien er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korrupsion er en aktuell risikofaktor, ligesom risikoen for nationaliseringer. Historisk er disse faktorer, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner i forhold til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være svingende og blive negativt påvirket af økonomiske samt politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

På markedsniveau er de asiatiske aktiemarkeder påvirkede af udviklingen i resten af verden, særligt den økonomiske udvikling i USA og Europa. Udviklingen i internationale renter, valutaer og råvarer spiller også en stor rolle. I 2018 oplevede vi, at både den amerikanske dollar og olie (det meste af året) steg i værdi, og begge dele har haft en negativ effekt på markederne i Asien. Ligeledes har pengepolitiske stramninger og stigende renter haft negativ effekt. Politik spiller ofte en stor rolle, og i 2018 var det specielt handelskrigen mellem USA og Kina, der skabte nervøsiteten

blandt investorerne. Bekymringen fra sidste år om en opbremsning af globaliseringen holdt desværre stik, hvilket har påvirket hele regionen og særligt kinesiske aktier.

En anden risikofaktor er den politiske risiko. Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomierne med diverse politikker og reformer. Her er der i øjeblikket særligt fokus på Kina, Indien og Indonesien. Kina har forsøgt at nedbringe gearingen, hvilket har påvirket væksten negativt. Vi mener, at det i højere grad er dette end handelskrigen, der har påvirket vækstudviklingen. I Indonesien og Indien er der stort fokus på politiske tiltag, idet begge lande går til valg i første halvår 2019. I Kina ser det ud til, at reformprocessen fortsætter. Historisk har Kina generelt været dygtig til at styre økonomien, men der er en risiko for politiske fejlbeslutninger. En større politisk fejl anser vi for at være en af de mest akutte risici i disse tre lande.

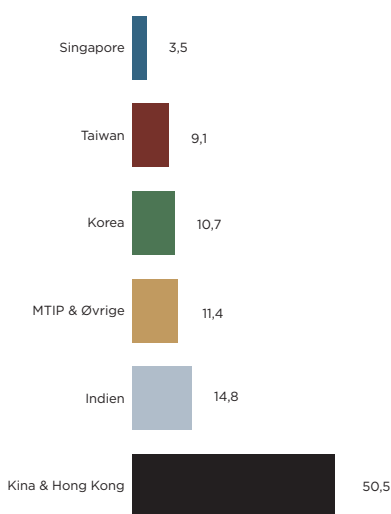
En yderligere risikofaktor er høj udenlandsk gældssætning i en række selskaber i Asien. Hvis de amerikanske renter fortsætter med at stige, vil det påvirke disse selskaber. I værste fald kan det resultere i en dominoeffekt og påvirke hele markedet negativt.

Endelig er Asien en region med en række uløste geopolitiske spørgsmål. Hvis en eller flere af disse latente risici udløses, må det forventes at have stor negativ indvirkning på aktiemarkedene i regionen. Konkret er der usikkerhed omkring Nordkorea, situationen i Mellemøsten og den relaterede flygtningekrise, som kan skabe global ustabilitet og bl.a. også påvirke udviklingen i olieprisen.

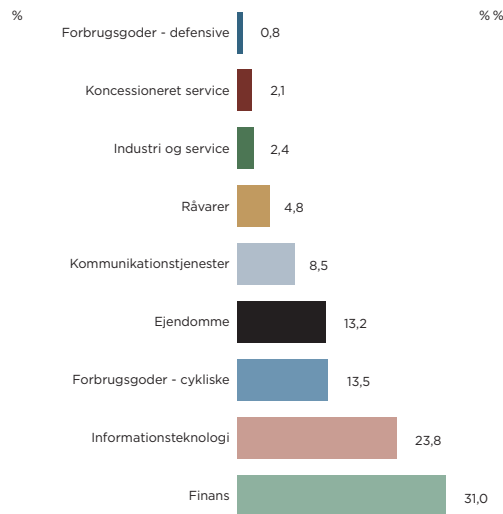
Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Vi tror, at vores vigtigste temaer fortsat har positive udsigter. De vigtigste overordnede tendenser i porteføljen ved indgangen til 2019 er fortsat ”Den asiatiske forbruger” og ”Infrastruktur”, hvor førstnævnte primært er underopdelt i de tre mindre temaer; ”Ingen kinesisk ejendomsboble”, ”Ejendomsselskaber i Sydøstasien”, ”Banker” og ”Billige smartphones”. Temaet ”Infrastruktur”

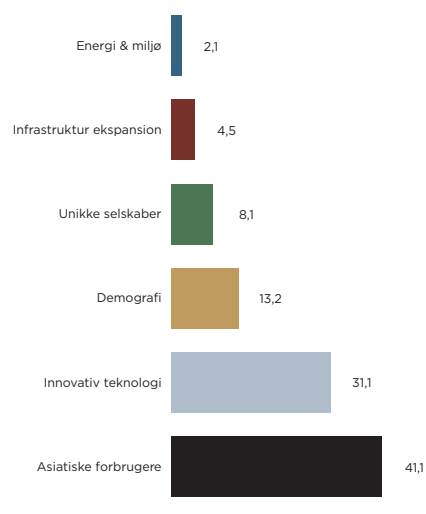
Geografisk fordeling pr. 31.12.18



Sektorfordeling pr. 31.12.18



Tematisk fordeling pr. 31.12.18



opfanges primært via temaet ”Miljø” samt via selskaber, der nyder godt af øgede investeringer, herunder cement- og malingselskaber. Desuden er vi i gang med at opbygge en passende eksponering mod ”Øget teknologi i biler”. De tre overordnede temaer udgør direkte og indirekte ca. halvdelen af porteføljen og er kendetegnet ved, at de bagvedliggende selskaber kun i mindre grad er afhængige af globale tendenser.

Til trods for at antallet af solgte smartphones ikke stiger som hidtil, fortsætter trenden med bedre komponenter (f.eks. bedre og flere kameralinser). Vi forventer, at dette vil vedblive en rum tid endnu.

Porteføljen er overvægtet i Indien, Kina og nogle af ASEAN-landene. Vækstudsigterne i disse lande er i langt højere grad indenlandsk drevet med forbrug og investeringer som de væsentligste drivkræfter. Lande som Korea, Taiwan, Singapore og Hong Kong er i højere grad eksponerede mod den globale økonomiske vækst, hvorfor porteføljen i mindre grad er eksponeret til disse lande.

Forventninger til afkastet i 2019

De globale økonomiske vækstudsigter ser mindre positive ud for 2019. Væksten påvirkes negativt af stigende renter og handelskrigen. Men den nuværende værdifastsættelse med en kurs/indre værdi på ca. 1,4 tager også højde for mange af disse usikkerhedsfaktorer. Specielt ser en række sektorer i Kina særdeles billige ud i et historisk perspektiv. Det gælder blandt andet forsikrings- og ejendomsselskaber. Der vil i en periode, fortsat være en stor usikkerhed i markedet, hvilket kan skabe store kursudsving i såvel op- som nedadgående retning.

På en fundamental baggrund og under normale omstændigheder peger de fleste faktorer på, at Asien bør kunne levere et afkast, der er på niveau med eller højere end verdensindekset. Prisfastsættelsen efter det seneste års kraftige kursfald er som tidligere nævnt – i vores øjne – attraktiv. Regionen handler også til en stor rabat i forhold til de udviklede aktiemarkeder. Dette, kombineret med at mange analytikere allerede har nedjusteret deres forventning til indtjeningsvækst betragteligt, gør, at vi fortsat er positive på kursudviklingen for 2019. Vores vurdering er derfor, at prisfastsættelsen er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.

Vi fastholder vores langsigtede positive syn på Asiens strukturelle vækstmuligheder, primært fordi en række grundlæggende faktorer er uforandrede – herunder regionens positive demografi, professionalismen i de asiatiske virksomheder, ændringen i forbrugsmønstre osv. Også de relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at den kapital- og infrastrukturudbygning, som er påbegyndt, vil fortsætte. Derudover vil udviklingen af et moderne Asien sandsynligvis strække sig over flere årtier, hvis geopolitiske stridigheder, naturkatastrofer og alvorlige sygdomsepidemier kan undgås.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For 2019 er det vores forventning og målsætning, at afdelingen kan opnå et moderat positivt afkast på 5-10 pct., hvilket er bedre end indekset for de asiatiske markeder. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end dette – bl.a. som følge af den betydelige usikkerhed, der aktuelt præger de globale aktiemarkeder.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet ”Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici”.

Resultatopgørelse Balance

Asien KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	246	80
2 Renteudgifter	-114	-59
3 Udbytter	31.442	18.972
I alt renter og udbytter	31.574	18.993
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-275.721	303.059
Valutakonti	-1.982	-1.125
Handelsomkostninger	-827	-3.156
I alt kursgevinster og -tab	-278.530	298.778
I alt indtægter		
	-246.956	317.771
5 Administrationsomkostninger	-26.822	-18.391
Resultat før skat		
	-273.778	299.380
6 Skat	-2.609	-1.914
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-276.387	297.466

Asien KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	25.594	48.110
I alt likvide midler	25.594	48.110
7 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.413.885	1.245.087
I alt kapitalandele	1.413.885	1.245.087
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	8	53
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	2.359
I alt andre aktiver	8	2.412
AKTIVER I ALT		
	1.439.487	1.295.609
PASSIVER		
Investorerne formue	1.433.059	1.293.480
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	2.496	2.129
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.932	-
I alt anden gæld	6.428	2.129
PASSIVER I ALT		
	1.439.487	1.295.609

Asien KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-276.387	297.466	59.627	20.861	101.031
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	1.433.059	1.293.480	1.230.708	554.556	473.177

1) Formue før afsat udbytte for året.

Noter til resultatopgørelse

Asien KL

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	246	80
I alt renteindtægter	246	80
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-114	-59
I alt renteudgifter	-114	-59
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	31.442	18.972
I alt udbytter	31.442	18.972
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-275.721	303.059
I alt kursgevinster og -tab	-275.721	303.059
Valutakonti		
	-1.982	-1.125
I alt valutakonti	-1.982	-1.125
Bruttohandelsomkostninger		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.951	1.928
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-827	-3.156
I alt kursgevinster og -tab	-278.530	298.778
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	1.447	998
Fast administrationshonorar	2.268	2.148
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	22.466	14.797
Øvrige omkostninger	38	71
I alt afdelingsdirekte omkostninger	26.219	18.014
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	155	81
Honorar til revisorer	67	32
Andre omkostninger ifm. formuepleje	121	128
Øvrige omkostninger	260	136
I alt andel af fællesomkostninger	603	377
I alt administrationsomkostninger	26.822	18.391

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel- forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	314	260

I forbindelse med indførelsen af MiFID II medio 2017 blev honorarmodellen ændret, således at administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,65% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 6 **Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

Noter til balance

Asien KL

	2018	2017
NOTE 7		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 83 i årsrapporten.

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Asien KL

	2018	2017	2016	2015	2014
Værdipapiromsætning	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	708.067	522.380	787.865	236.829	173.106
Kursværdi af salg af værdipapirer	263.382	809.737	179.628	166.741	564.232
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	971.449	1.332.117	967.493	403.570	737.338

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,00	0,16	0,06	0,01	0,19
--	------	------	------	------	------

Nøgletal: Se side 30 og 31.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Asien Klasse A

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-217.540	278.728	59.627	20.861	101.031
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	1.056.555	1.059.125	1.230.708	554.556	473.177
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	683.558	498.357	777.424	344.329	282.360
Indre værdi	154,56	212,52	158,31	161,05	167,58
Officiel kurs	152,30	214,7	157,80	160,00	167,00
Udbytte pr. andel	1,90	28,50	0,00	10,40	17,70
Årets afkast i procent	-16,7	34,2	5,5	4,8	29,3
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-9,8	24,6	8,2	1,4	19,1
Sharpe ratio	0,4	0,8	0,7	0,8	1,7
Omkostningsprocent ³⁾	1,9	1,9	1,9	2,0	2,1
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,2 (+0,04 % indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country Asien indeks eksklusive Japan, inklusive udbytter i danske kroner.

3) Omkostningsprocenten er i 2014 påvirket med ca. 0,1% opad pga. ekstraordinære udgifter ifm. hjem søgning af udbytteskatter i Taiwan (indtægter til afdelingen).

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-203.320	284.144
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-14.220	-5.416
Klassens resultat	-217.540	278.728
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	4.132	-1.353
Overført fra sidste år	311	-
i alt formuebevægelser	4.443	-1.353
Til disposition	-213.097	277.375
Forslået udbytte	-12.988	-142.032
Overført til næste år	-284	-311
OVERFØRT TIL FORMUEN	-226.369	135.032
Investorerne formue i 1.000 DKK		
Investorerne formue (primo)	1.059.125	1.230.708
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-142.032	-
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-9.319	-
Emissioner i året	628.987	344.820
Indløsninger i året	-264.432	-797.238
Emissionstillæg	1.381	991
Indløsningsfradrag	385	1.116
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-4.132	1.353
Overført til udbytte fra sidste år	-311	-
Overført til udbytte næste år	284	311
Foreslået udbytte	12.988	142.032
Overført fra resultatopgørelsen	-226.369	135.032
I alt Investorerne formue	1.056.555	1.059.125
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)		
Cirkulerende andele primo året	498.357	777.424
Emissioner i året	334.229	169.743
Indløsninger i året	-149.028	-448.810
Cirkulerende andele ultimo året	683.558	498.357

Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2018	2017
Overført udbytte fra sidste år	311	-
Renter og udbytter	25.484	17.856
Ikke refunderbar udbytteskat	-2.115	-1.805
Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-2.195	-1.407
Udbytteregulering, indkomst	4.862	1.930
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	11.867	145.974
Valutakonti	-937	-1.168
I alt indkomst	37.277	161.380
Administrationsomkostninger		
Administrationsomkostninger *)	-23.275	-15.755
Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-730	-3.282
I alt til administrationsomkostninger	-24.005	-19.037
i alt til rådighed for udbytte	13.272	142.343

Heraf		
Foreslået udbytte	12.988	142.032
Overført til næste år	284	311
	13.272	142.343

*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 1,90 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Klassespecifikke oplysninger

Afdeling Asien Klasse C

Nøgletal	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-58.848	18.738
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	376.504	234.355
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	241.648	109.842
Indre værdi	155,81	213,36
Udbytte pr. andel	3,30	29,40
Årets afkast i procent	-16,0	13,1
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-9,8	9,4
Sharpe ratio	-	-
Omkostningsprocent	1,1	1,1
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,04 % indirekte handelsomkostninger) 1,4	

Klassen blev introduceret den 29. juni 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country Asien indeks eksklusive Japan, inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2018	2017	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2018	2017
Andel af resultat af fællesporteføljen	-57.645	19.088	Overført udbytte fra sidste år	85	-
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-1.203	-350	Renter og udbytter	6.090	1.138
Klassens resultat	-58.848	18.738	Ikke refunderbar udbytteskat	-494	-109
Formuebevægelser			Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	1.776	1.907
Udbytteregulering	1.041	-243	Udbytteregulering, indkomst	1.731	427
Overført fra sidste år	85	-	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	1.126	-243	Aktier	4.226	32.279
			Valutakonti	-1.046	43
Til disposition	-57.722	18.495	I alt indkomst	12.368	35.685
Forslået udbytte	-7.974	-32.293	Administrationsomkostninger		
Overført til næste år	-157	-85	Administrationsomkostninger *)	-3.547	-2.636
OVERFØRT TIL FORMUEN	-65.853	-13.883	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-690	-670
Investorerne formue i 1.000 DKK			I alt til administrationsomkostninger	-4.237	-3.306
Investorerne formue (primo)	234.355	-	i alt til rådighed for udbytte	8.131	32.379
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-32.294	-	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-2.995	-	Foreslået udbytte	7.974	32.294
Emissioner i året	304.529	228.857	Overført til næste år	157	85
Indløsninger i året	-68.824	-13.432	8.131	32.379	
Emissionstillæg	390	149	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Indløsningsfradrag	191	43	Udbyttet på 3,30 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-1.041	243			
Overført til udbytte fra sidste år	-85	-			
Overført til udbytte næste år	157	85			
Foreslået udbytte	7.974	32.293			
Overført fra resultatopgørelsen	-65.853	-13.883			
I alt Investorerne formue	376.504	234.355			
Cirkulerende antal andele (nom. 1000)					
Cirkulerende andele primo året	109.842	-			
Emissioner i året	171.263	116.605			
Indløsninger i året	-39.457	-6.763			
Cirkulerende andele ultimo året	241.648	109.842			



Emerging Markets KL

Afkastudvikling (start indeks 100)



Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Aktiemarkederne i 2018 og forventninger til 2019" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på www.cww.dk.

Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet for emerging markets-aktier og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets. Afdeling Emerging Markets investerer fortrinsvis i aktier i emerging markets-lande eller i aktier, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til emerging markets-lande.

Emerging markets betegner de lande, som udvikler sig fra udviklingsøkonomier mod at blive industrialiserede økonomier. Hong Kong og Singapore indgår i denne gruppe. Geografisk kan emerging markets-lande typisk findes i Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa. Hvis en udviklingsøkonomi på et tidspunkt overgår til alment at blive betragtet som en industrialiseret økonomi, vil landet i en overgangsperiode på et år fortsat tilhøre afdelingens investeringsunivers. Afdelingen kan investere op til 10 pct. uden for det beskrevne investeringsunivers.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at afkastet kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet den specielle markedsstruktur i emerging markets vil antallet af aktier normalt udgøre 40-100. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til de mindre og mellemstore selskaber for at kapitalisere på væksthistorien i emerging markets.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 7. november 1996. Pr. 30. september 2014 skiftede afdelingen investeringsunivers fra Østeuropa til emerging markets. Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Afdelingens fondskode er DK0015945166.

Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuell risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er set ud fra historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel.

Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. På trods af spredning af investeringerne på flere lande må du som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. Afdelingen investerer normalt hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslikviditeten negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle niveau for markederne i emerging markets. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for markederne i emerging markets. Risiko er vanskeligt at kvantificere, hvorfor foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ingen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

På risikoindikatoren er afdelingen ultimo 2018 placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” på side 18. Dette er baseret på udviklingen de seneste fem år.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

Afdelingen har i kraft af rådgivningsaftalen med C WorldWide Management Fondsmæglerselskab A/S dybtgående videnskspertise, jf. afsnittet om vidensressourcer på side 15 i ledelsesberetningen.

Udviklingen og investeringerne i 2018

Selvom afdelingen i høj grad er eksponeret mod solide indenlandskorienterede vækstmuligheder, er udviklingen i de amerikanske renter, den amerikanske dollar og væksten i Kina fortsat de vigtigste cykliske faktorer, når man investerer i udviklingslandene. Som følge af stramninger fra Den Amerikanske Centralbank og lavere vækst i Kina, som har været ramt af bl.a. stramninger i skyggebanksektoren, har der været modvind i 2018. Disse – kombineret med usikkerheden omkring konsekvenserne af handelskrigen mellem USA og Kina – var årsag til den negative udvikling på aktiemarkederne i udviklingslandene.

Vi gik ind i 2018 med en forventning om, at økonomisk vækst, lave renter og tilstrækkelig likviditet på globalt plan ville fortsætte. Dog fyldte stramningen i skyggebankssektoren i Kina en del i hele 2018, og den fik betydelige konsekvenser på det kinesiske vækstbillede. Den skærpede retorik omkring handelskrigen satte også en større dæmper for kinesiske virksomheders investeringslyst end forventet. Vores betydelige eksponering mod kinesiske aktier var stærkt medvirkende til, at afdelingen leverede et afkast under benchmark (MSCI Emerging Markets). Afdelingen faldt 13,6 pct., mens benchmark faldt 10,1 pct.

Flere af vores investeringer blev ramt af de øgede geopolitiske spændinger, hvor flere også blev påvirket af et svagt smartphone-salg og en lagerkorrektion inden for elektroniske komponenter. Han's Laser Technology var den største negative bidragsyder til afkastet i 2018. Vi tror, at de geopolitiske spændinger mellem USA og Kina vil fortsætte i lang tid, men omvendt tror vi også, at kinesiske virksomheder vil fortsætte med at bevæge sig op i værdikæden, hvilket vores investeringsstrategi afspejler.

Endelig bidrog selskabet inden for uddannelse Kroton også negativt. Selskabet blev påvirket af en svag tilgang af nye studerende og stigende konkurrence fra fjernundervisningssegmentet. Vi fastholder dog investeringen i Kroton, da selskabets køb af SOMOS, som er en stærk K-12 skole (op til 12. klasse), skaber en stor og mindre reguleret vækstmulighed for Kroton – særligt i tilfælde af et økonomisk opsving i Brasilien.

På den positive side var HDFC Bank den bedste investering. Banken leverer fortsat stærke resultater og er relativt defensiv i et miljø med globale geopolitiske spændinger. I kraft af selskabets stærke markedsposition med et betydeligt vækstpotentiale er selskabet afdelingens største investering. Andre positive bidragsydere var Longfor og COLI – to kinesiske ejendomsudviklere – som fortsat leverer pæn vækst. Longfor og COLI's aktiekurser blev løftet af forventninger om politiske lempelser i lyset af den svage økonomiske vækst i Kina.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2018.

Der er ikke indtrådt betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit "Investeringsmarkederne i 2018 og forventninger til 2019" samt "Risiko og risikostyring" kan man læse mere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

Investeringer i emerging markets er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuell risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er med de historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel.

Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

På markedsniveau er emerging markets påvirket af udviklingen i resten af verden, særligt den økonomiske udvikling i USA og Europa. Her vil specielt eurozonens overlevelse spille en rolle i forhold til investorernes risikovillighed i de kommende år. En række selskaber har en stor

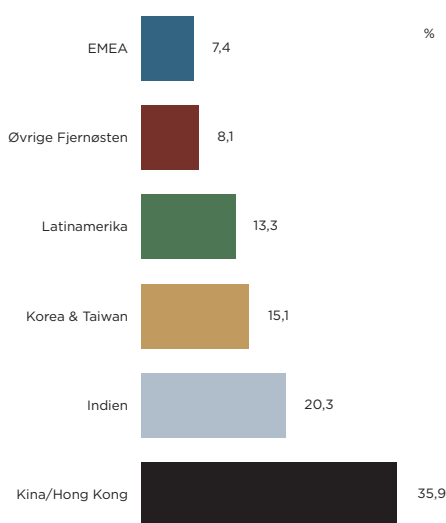
eksportandel til Europa og vil blive berørt, men den overordnede fundamentale påvirkning er ikke voldsom. Indflydelsen vil primært gøre sig gældende gennem justering af risikopræmierne. Dette kan føre til store kursudsving. I USA kan præsident Donald Trump skabe usikkerhed – særligt i forhold til tiltag, der bremser globaliseringen.

En anden risikofaktor er den politiske risiko. Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomien med diverse politikker og reformer. Her er der i øjeblikket særligt fokus på Kina, Indien, Indonesien og Filippinerne efter ændringer i lederskaberne i de seneste år. I Kina ser det ud til, at reformprocessen fortsætter. Historisk har Kina generelt været dygtig til at styre økonomien, men dette er ingen garanti for, at de ikke begår en politisk fejl. En større politisk fejl anser vi for at være en af de mest nærværende risici i disse fire lande. Politiske fejltagelser er altid en latent risiko ved investering i emerging markets.

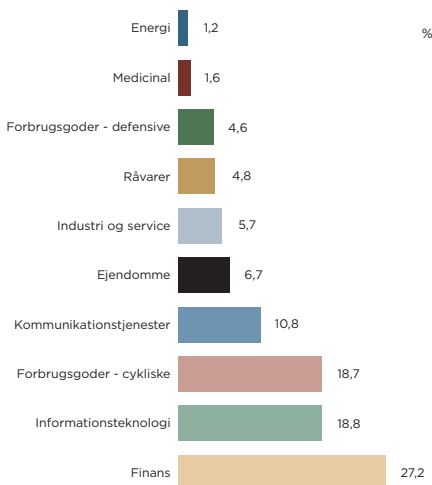
En yderligere risikofaktor er høj udenlandsk gældssætning blandt en række emerging markets-selskaber. Hvis de amerikanske renter fortsætter med at stige, vil det påvirke disse selskaber. I værste fald kan det resultere i en dominoeffekt og få en generel negativ markedspåvirkning.

Endelig er der en række uløste geopolitiske spørgsmål, hvis omfang og implikationer først vil være synlige, når de materialiseres. Hvis en eller flere af disse latente risici udløses, må det forventes at have stor negativ indvirkning på aktiemarkedene i regionen. Konkret er der usikkerhed omkring Nordkorea, situationen i Mellemøsten og den relaterede flygtningekrise, som kan skabe global ustabilitet og bl.a. også påvirke olieprisudviklingen.

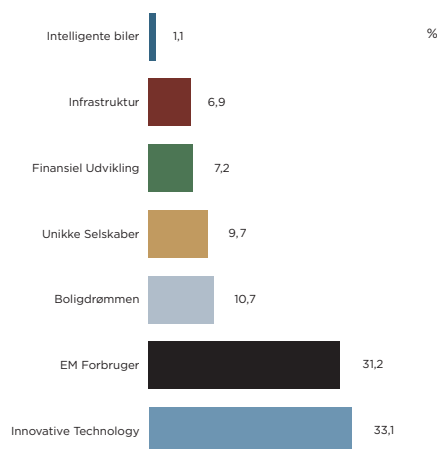
Geografisk fordeling pr. 31.12.18



Sektorfordeling pr. 31.12.18



Tematisk fordeling pr. 31.12.18



Afdelingens portefølje ved indgangen til 2019

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har positive fremtidsudsigter, stærke finansielle situationer og ledelser samt solide forretningsmodeller, der ideelt set understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere som f.eks. "intelligente biler" samt finansiell udvikling og inklusion. Vi vurderer, at de mest interessante strukturelle væksttemaer p.t. er i Asien, hvorfor afdelingen har en betydelig overvægt her med særligt fokus på Kina og Indien.

Vi er fortsat ikke positive over for råvaresektoren, idet der mangler en katalysator – som Kina i 00'erne og Japan i 1970'erne/80'erne – der kan sikre en strukturel vækst i råvarepriserne. Derfor er vi stadig ikke strukturelt positive på de råvareeksporterende lande, hvor der ikke er et solidt reformfokus. Vi vil fortsat være undervægtet i disse lande og have fokus på enkelte investeringsmuligheder, hvor vækstpotentialet er stort over de kommende år. Vi vurderer, at nogle af de mest interessante vækstselskaber i emerging markets er små og mellemstore selskaber, og vi forventer, at en betydelig eksponering mod de mindre selskaber vil være en vigtig del af strategien fremadrettet.

Forventninger til afkastet i 2019

Vi befinder os i en periode med en række betydningsfulde risikofaktorer, herunder geopolitiske spændinger mellem USA og Kina, global økonomisk afmatning og strammere global likviditet. Disse usikkerheder er betydelige, men er i væsentlig grad indregnet i priserne på aktiemarkederne i udviklingsøkonomierne. Med andre ord, anser vi den aktuelle værdiansættelse på emerging markets-aktier, som attraktiv for en langsigtet investor.

Det er vores forventning, at de geopolitiske spændinger mellem USA og Kina vil vare ved en del år. Ikke desto mindre forventer vi en afklarende handelsaftale på kortere sigt. Vi forventer også forskellige tiltag fra den kinesiske regering for at stimulere økonomien. Man skal huske på, at der er en form for underliggende social kontrakt mellem regeringen og befolkningen: regeringen arbejder for at sikre en bedre levestandard for den brede befolkning mod befolkningens stiltiende accept af det kommunistiske styre. I forhold til strammere likviditet på globalt plan er spørgsmålet, hvor meget en gældstung verden kan håndtere, før verdens centralbanker på ny skruer op for likviditetshanden.

Hvis nogle af de negative faktorer ikke får for stor indflydelse i 2019, er det vores forventning, at det bliver et positivt afkastår for emerging markets-aktier.

Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

Resultatopgørelse

Balance

Emerging Markets KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Renter og udbytter		
1 Renteindtægter	21	9
2 Renteudgifter	-7	-6
3 Udbytter	1.491	915
I alt renter og udbytter	1.505	918
Kursgevinster og -tab		
Kapitalandele	-10.738	14.075
Valutakonti	-203	-162
Handelsomkostninger	-233	-129
I alt kursgevinster og -tab	-11.174	13.784
I alt indtægter		
	-9.669	14.702
5 Administrationsomkostninger	-1.584	-1.117
Resultat før skat		
	-11.253	13.585
6 Skat	-162	-95
ÅRETS NETTORESULTAT		
	-11.415	13.490
Formuebevægelser		
Udbytteregulering	1.972	-9.678
I alt formuebevægelser	1.972	-9.678
Til disposition		
	-9.443	3.812
7 Til rådighed for udbytte	0	0
Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	0
OVERFØRT TIL FORMUEN		
	-9.443	3.812

Emerging Markets KL

NOTE	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
AKTIVER		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	1.339	2.601
I alt likvide midler	1.339	2.601
8 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	62.161	77.275
I alt kapitalandele	62.161	77.275
Andre aktiver		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	2	16
Aktuelle skatteaktiver	1	8
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	1.799
I alt andre aktiver	3	1.823
AKTIVER I ALT		
	63.503	81.699
PASSIVER		
9 Investorernes formue	63.459	81.560
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	44	139
I alt anden gæld	44	139
PASSIVER I ALT		
	63.503	81.699

Emerging Markets KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-11.415	13.490	1.690	-707	-20.050
Formue (1.000 kr.) ¹⁾	63.459	81.560	38.525	42.830	48.041
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	26.749	29.699	18.499	21.499	23.999
Indre værdi	237,24	274,62	208,25	199,22	200,18
Officiel kurs	234,90	277,00	206,90	197,00	198,40
Udbytte pr. andel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Årets afkast i procent	-13,6	31,9	4,5	-0,5	-11,8
Årets afkast på benchmark ²⁾ i procent	-10,1	20,7	14,1	-5,0	-4,2
Sharpe ratio	0,5	0,7	-0,2	-0,4	-0,1
Omkostningsprocent	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,4 (+0,4 % indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Emerging Markets Indeks. Frem til 30. september 2014 benyttede afdelingen den markedsvægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmarket blev beregnet af Morgan Stanley og opgjort inklusive udbytter i danske kroner.

Noter til resultatopgørelse

Emerging Markets KL

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 1		
Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	21	9
I alt renteindtægter	21	9
NOTE 2		
Renteudgifter		
Indestående i depotselskab	-7	-6
I alt renteudgifter	-7	-6
NOTE 3		
Udbytter		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.491	915
I alt udbytter	1.491	915
NOTE 4		
Kursgevinster og -tab		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-10.738	14.075
I alt kursgevinster og -tab	-10.738	14.075
Valutakonti		
	-203	-162
I alt valutakonti	-203	-162
Bruttohandelsomkostninger	-348	-261
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	115	132
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-233	-129
I alt kursgevinster og -tab	-11.174	13.784
NOTE 5		
Administrationsomkostninger		
Afdelingsdirekte omkostninger		
Gebyrer til depotselskab	174	155
Fast administrationshonorar	113	117
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	1.239	796
Øvrige omkostninger	7	20
I alt afdelingsdirekte omkostninger	1.533	1.088
Andel af fællesomkostninger		
Honorar til bestyrelse m.v.	10	4
Honorar til revisorer	4	2
Andre omkostninger ifm. formuepleje	9	8
Øvrige omkostninger	28	15
I alt andel af fællesomkostninger	51	29
I alt administrationsomkostninger	1.584	1.117

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generel-forsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	314	260

I forbindelse med indførelsen af MIFID II medio 2017 blev honorarmodellen ændret, således at administrationshonorar til C WorldWide Fund Management A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,65% årligt. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

NOTE 6 Skat

Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2018 1.000 kr.	2017 1.000 kr.
NOTE 7		
Til rådighed for udbytte		
Fremførte tab på aktier ultimo 2017	-28.411	-20.552
Renter og udbytter	1.505	918
Ikke refunderbar udbytteskat	-162	-95
Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	13	-11
Udbytteregulering, indkomst	1.734	-9.322
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	4.478	813
Valutakonti	-203	-162
I alt indkomst	-21.046	-28.411

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-1.584	-1.117
Udbytteregulering, Administrationsomkostninger	238	-356
I alt administrationsomkostninger *)	-1.346	-1.473

I alt til rådighed for udbytte	-21.046	-28.411
--------------------------------	---------	---------

Heraf:

Foreslået udbytte	0	0
Overført til udbytte næste år	0	0
	0	0

Fremførte tab på aktier ultimo 2018	-21.046	-28.411
-------------------------------------	---------	---------

*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Noter til balance

Emerging Markets KL

	2018	2017
NOTE 8		
Specifikation af kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Afdelingens fordeling på:		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 93 i årsrapporten.

	2018		2017	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
NOTE 9				
Investorerens formue				
Investorerens formue (primo)		81.560	18.499	38.525
Emissioner i året	5.700	15.819	11.700	30.579
Indløsninger i året	-8.650	-22.603	-500	-1.124
Emissionstillæg		36		84
Indløsningsfradrag		62		6
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		-1.972		9.678
Overført fra resultatopgørelsen		-9.443		3.812
I alt Investorerens formue	26.749	63.459	29.699	81.560

Supplerende oplysninger til årsrapporten

Emerging Markets KL

	2018	2017	2016	2015	2014
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Værdipapiromsætning					
Kursværdi af køb af værdipapirer	42.525	38.563	12.526	27.841	96.058
Kursværdi af salg af værdipapirer	47.002	13.797	18.693	32.186	335.292
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	89.527	52.360	31.219	60.027	431.350

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

Omsætningshastighed (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,30	0,22	0,31	0,41	0,95
--	------	------	------	------	------

Nøgletal: Se side 30 og 31.

Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver

Bestyrelsen

Ifølge foreningens vedtægter skal bestyrelsen bestå af 3-5 personer, og et medlem kan sidde i bestyrelsen til og med det år, hvor medlemmet fylder 70 år. Hvert år er samtlige bestyrelsesmedlemmer på valg. Der er ingen grænser for antallet af valgperioder, et medlem kan sidde i bestyrelsen. Bestyrelsen består af personer med relevante kompetencer og erfaring, og det er bestyrelsens holdning, at en årlig vurdering af indsatsen er et bedre udgangspunkt for en stillingstagen til bestyrelsesmedlemmernes fortsatte virke, end en begrænsning i antal perioder for genvalg. Bestyrelsen lægger vægt på, at der er en god kontinuitet i bestyrelsesarbejdet, og at bestyrelsen besidder stor erfaring både med investeringsarbejde og med den specifikke lovgivning for investeringsforeninger.

Foreningens bestyrelse består i dag af fire personer, og den foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer i forhold til investeringsforeningens aktiviteter og risici, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende. Bestyrelsen vurderer ligeledes samarbejdet med foreningens formueforvaltere.

Bestyrelsen evaluerer de enkelte medlemmers varetagelse af andre hvert i relation til de ressourcer, der kræves til bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsen har ikke opstillet faste retningslinjer for antallet af andre ledelseshverv, idet der i højere grad fokuseres på det enkelte medlems input, kompetencer og kapacitet. I den årlige evaluering drøfter bestyrelsen primært samarbejdet, og om medlemmerne yder den forventede indsats.

Karsten Kielland sidder i en række bestyrelser. Disse hverv er en del af hans virke som forretningsadvokat. Det er bestyrelsens holdning, at hans mangeårige og omfattende erfaring med bestyrelsesarbejde er af stor værdi for foreningen.

Der er i regnskabet afsat en samlet aflønning af foreningens bestyrelse for 2018 på 675.000 kr., hvilket er det samme som i 2017. Bestyrelsesmedlem Camilla Harder Hartvig har af hensyn til sin aktuelle ansættelse i Alexion Pharmaceuticals frasagt sig aflønning for 2018. Det samlede honorar er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingernes størrelse. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt incitamentsprogrammer.

Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen. Bestyrelsen har en målsætning om, at der som minimum er ét bestyrelsesmedlem fra det underrepræsenterede køn, hvis bestyrelsen består af 3-4 medlemmer. Består bestyrelsen af 5 medlemmer, er målsætningen, at minimum to bestyrelsesmedlemmer er fra det underrepræsenterede køn. Med den nuværende sammensætning af bestyrelsen er målsætningen opfyldt.

Bestyrelsens fire medlemmer ønsker at genopstille i 2019. For 2019 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med at bestå af fire personer.

Bestyrelsesmedlemmer

Karsten Kielland (formand)



Alder: 63 år
 Advokat, Accura Advokatpartnerselskab
 Indtrådt i bestyrelsen: 1997
 Genvalgt i 2018
 Valgperioden udløber i 2019

Bestyrelsesmedlem i andre erhvervsdrivende selskaber
 (tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

AS Solution A/S
 AS Solution Maritime A/S
 AS Solution Group A/S (formand)
 Dansk Psykologisk Forlag Holding A/S (1)
 Fomaco A/S (formand) (1)
 Medi-Star, Galenisk-Teknisk Laboratorium A/S
 Norriq Holding A/S
 4 Kids Holding ApS

Lars Aaen



Alder: 57 år
 Adm. direktør, Aaen Consult ApS & Aaen Consult Holding ApS
 Indtrådt i bestyrelsen: 2013
 Genvalgt i 2018
 Valgperioden udløber i 2019

Bestyrelsesmedlem i andre erhvervsdrivende selskaber
 (tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

Hempel Fonden
 Hempel Holding A/S
 Midform A/S (formand) (3)
 Wencon ApS (formand)
 Rosendahls A/S (2) (formand)
 Tier 1 Asset A/S (formand)
 Esbjerg Gods A/S

Camilla Harder Hartvig



Alder: 49 år
Senior Vice President, Alexion Pharmaceuticals
Indtrådt i bestyrelsen: 2016
Genvalgt i 2018
Valgperioden udløber i 2019

Ingen andre ledelseshverv i andre erhvervsdrivende selskaber.

Jens Høiberg



Alder: 67 år
Selvstændig makroøkonomisk rådgiver
Indtrådt i bestyrelsen: 2003
Genvalgt i 2018
Valgperioden udløber i 2019

Ingen andre ledelseshverv i andre erhvervsdrivende selskaber.

Direktion



(Investeringsforvaltningselskab)
C WorldWide Fund Management A/S
Direktion: Morten Sterregaard-Feltsen
Alder 37 år.
Ansæt siden 2018.

Ingen andre ledelseshverv i andre erhvervsdrivende selskaber.

Investeringsrådgiver



C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S
Direktion: **Bo Almar Knudsen**
Alder: 53 år.
Ansæt siden 2001.



INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk