



# Årsrapport 2014

Investeringsforeningen MS Invest

CVR nr.: 31 16 85 97



# Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger	1
Ledelsesberetning	2
Bestyrelsens tillidshverv	9
Ledelsespåtegning	10
Den uafhængige revisors erklæringer	11
Afdelingsprofil	12
Resultatopgørelse	14
Balance pr. 31. december	14
Noter	
Regnskabsnoter	16
Anvendt regnskabspraksis	17
Væsentlige aftaler	20
Omkostningssatser	20

Ordinær generalforsamling afholdes:

Tirsdag den 21. april 2015

i

Middelfart Sparekasse, Havnegade 21, 5500 Middelfart

For yderligere information kontakt venligst:

Jens Lohfert Jørgensen  
Administrerende direktør  
jens.lohfert@seb.dk

Jørgen Jepsen  
Regnskabschef  
jorgen.jepsen@seb.dk

## Investeringsforeningens årsrapport er tillige tilgængelig på [msinvest.dk](http://msinvest.dk)

Yderligere eksemplarer af årsrapporten kan downloades fra [msinvest.dk](http://msinvest.dk) og kan endvidere rekvireres ved henvendelse til Forvaltningsselskabet på tlf. 33 28 14 28 eller på e-mail: [ifssebinvest@seb.dk](mailto:ifssebinvest@seb.dk).

Foreningens beholdningsoversigt for 2014 kan downloades via internet og kan endvidere rekvireres ved henvendelse til Forvaltningsselskabet. Se under afdelingens noter for stien til download af beholdningsopgørelsen for 2014.

# Foreningsoplysninger

## Foreningen

Investeringsforeningen MS Invest  
(herefter kaldet 'Foreningen')  
Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
CVR nr. 31 16 85 97  
Reg. nr. FT 11.167  
Hjemstedskommune: København

## Bestyrelse

Frantz Dolberg (formand)  
Peter Sandal Jeppesen (næstformand)  
Jesper Haugaard

## Forvaltningsselskab

Investeringsforvaltningsselskabet  
SEBinvest A/S (herefter kaldet 'IFS SEBinvest A/S')  
Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
Telefon: 33 28 14 28  
CVR nr. 20 86 22 38  
Reg. nr. FT 17.107

Direktion: Jens Lohfert Jørgensen

## Revision

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Strandvejen 44  
2900 Hellerup

## Depotselskab

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska  
Enskilda Banken AB (publ.), Sverige (herefter forkortet 'SEB DK')  
Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
CVR nr. 65 25 91 17

## Investeringsrådgiver

Middelfart Sparekasse A/S  
Havnegade 21  
5500 Middelfart  
CVR nr. 24 74 48 17

**Tabel 1 - Afdeling i Investeringsforeningen MS Invest:**

Afd. nr.	Afdelingsnavn	SE nr.	Stiftelsesdato
1	Value Aktier	30 12 12 79	14. december 2007



# Ledelsesberetning 2014

## Investeringsforeningen MS Invest - kort fortalt

Investeringsforeningen MS Invest er en dansk baseret investeringsforening, der primært henvender sig til offentligheden. De typiske medlemmer vil være private investorer og mindre institutionelle investorer som f.eks. kommuner, fonde og virksomheder. Foreningen har været aktiv siden 2008. Foreningens juridiske grundlag er det fælleseuropæiske UCITS regelsæt, der bl.a. sikrer investorerne, at de udbudte investeringsprodukter (afdeling) er gennemskuelige og sammenlignelige på tværs af landegrænser og udbydere. UCITS regelsættet sikrer først og fremmest investorerne, at der sker en passende risikospredning, når de investerer deres penge.

Foreningen består ultimo 2014 af afdeling Value Aktier.

Foreningen ejes af medlemmerne, dvs. de investorer, der ejer afdelingens beviser. Foreningen benytter Middelfart Sparekasse som investeringsrådgiver.

Forening har ingen ansatte, men har i stedet indgået en administrationsaftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, som står for den daglige administration af Foreningens aktiviteter. Foreningens afdeling ejer i alt 0,01 pct. af aktierne i Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest.

Foreningen ledes af en bestyrelse samt af direktionen for Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Information om Foreningens afdeling er tilgængelig på hjemmesiden msinvest.dk. Her kan der findes aktuelle købs- og salgskurser på beviserne. Endvidere findes der en række værktøjer fra Morningstar samt Foreningens vedtægter, prospekter, Central Investorinformation, dokumenter om ansvarlige investeringer og års- og halvårsrapporter sammen med en række andre relevante oplysninger om Foreningen og Foreningens afdeling.

## Markedsforholdene 2014

Trods meget høje aktieafkast i 2013 var markedsforventningerne ved indgangen til 2014 stadig ganske positive. En styrkelse af det globale økonomiske opsving skulle trække aktiekurserne yderligere op, denne gang på baggrund af stigende indtjening snarere end blot højere værdiansættelse af virksomhederne. Samtidig var der en forventning om, at obligationsrenter ville forsatte den bevægelse opad, som blev igangsat i foråret 2013. Sådan gik det ikke helt!

Opsvinget tabte luft allerede tidligt på året, fordi både Europa, Japan og en række Emerging Markets lande ikke leverede den ventede økonomiske fremgang. De geopolitiske kriser i Rusland/Ukraine og Syrien var medvirkende årsag hertil. Kun i USA forsatte den økonomiske vækst trods udfasningen af centralbankens massive obligationskøb. Et fald på mere end 50 procent i olieprisen i andet halvår skabte yderligere usikkerhed, ikke mindst geopolitisk, men den langsigtede effekt af olieprisfaldet på den globale vækst er uden tvivl positiv.

De europæiske renter faldt til nye lavpunkter i 2014 som resultat af usikkerhed, udsigt til øget pengepolitisk stimulans og ikke mindst en inflation, der er faldet til et bekymrende lavt niveau. Aktieafkastet varierede betydeligt på tværs af regioner fra svagt positivt til op imod 15 procent. Store forskydningerne var der også i valutakurserne, hvor især dollaren styrkedes markant over for de fleste andre valutaer.

## USA

Hårde snestorme ramte store dele af USA i starten af 2014 og medførte generelle forstyrrelser af hverdagens orden. Produktionsapparatet, og især byggeriet, blev afbrudt midlertidigt i flere stater, mens man i det sydlige USA oplevede større problemer med transporten. Det sidste skyldtes, at områder, der ikke normalt oplever sne, pludselig stod med hvide veje, men ingen vinterdæk eller sne-rydningsberedskab. Uvejret viste sig hurtigt via svaghed i nøgletalene og en generel usikkerhed omkring styrken i det amerikanske opsving, der ellers var tiltænkt rollen som trækhest for den øvrige vestlige verden. Men altså ikke i første kvartal, hvor væksten var negativ – det svageste kvartal siden starten af 2009. Først senere på foråret blev det bekræftet, at vejret var den overvejende årsag til de svage nøgletal, og herefter begyndte amerikansk økonomi at sætte af. Erhvervstilliden steg gradvist til niveauerne fra før finanskrisen i 2008, beskæftigelsen styrkedes, og arbejdsløsheden, der toppede 10 pct. i 2010, faldt til under 6 pct. BNP-væksten henover 2. og 3. kvartal var samlet den stærkeste i de seneste 10 år. Alle bekymringer om det amerikanske opsving blev skubbet i baggrunden.

Dog gav de store fald i olieprisen anledning til diskussion i forhold til den amerikanske økonomi. Normalt er det ubetinget positivt for USA, når olieprisen falder, fordi det øger forbrugernes købekraft, men en voksende skiffer-olie-sektor i USA har øget investeringsafhængigheden af olieprisen. En lav oliepris medfører, at en del nye olieletter i USA bliver urentable, hvorfor investeringer og nye arbejdspladser udebliver. Selv om oliesektoren er vokset eksplosivt, særligt i visse stater, er det stadig en ganske lille sektor i det store billede, og USA er som samlet økonomi bedre stillet med en lavere oliepris. Det kraftige fald i olieprisen påvirker derfor væksten positivt i løbet af 2015,

Med stærkere vækst- og i særdeleshed jobdata - flyttede fokus sig i 2. halvår sig mod den amerikanske centralbank, Federal Reserve, som allerede fra årets start begyndte at neddrole sine opkøb af statsobligationer med 10 mia. dollars pr. måned. Sidst på efteråret var opkøbsprogrammet tilendebragt, tilsyneladende uden større dramatik på finansmarkederne. Herefter handler det om, hvornår Federal Reserve vil begynde at hæve styringsrenten, der i årevis har ligget på 0 procent. Decembers møde i centralbanken gav første advarsel, da ordlyden i pressemeddelelsen blev justeret, således at centralbanken ikke længere lovede nul-renter i "en rum tid" som hidtil, men fra da af blot annoncerede, at centralbanken var "tålmo-

**Tabel 2 - Afkast for afdelingen og referenceindekset**

Afdeling	Referenceindeks	Afdelingens afkast (pct.)		Referenceindeksets afkast (pct.)	
		2014	2013	2014	2013
Value Aktier	MSCI World (i DKK)	11,02	20,7	19,27	21,2

dig" i forhold til at hæve renten. En svag amerikansk forbrugerpris-inflation og en lønvækst, der i 2014 forblev lav i forhold til tidligere opsving, peger dog ikke på, at Federal Reserve har travlt, men man fornemmer nogen ængstelighed ved nul-rentepolitikken iblandt centralbankens chefer.

### Europa

Den økonomiske udvikling i euroområdet var en af årets helt store skuffelser. Siden gældskrisen og den heraf følgende recession løjede af i starten af 2013, var det forventningen, at væksten skulle styrkes og nå mere normale niveauer i 2014. Men sådan gik det ikke: Regionen som helhed oplevede ikke accelererende vækst. Store lande som Frankrig og Italien var i recession, mens det tyske økonomiske lokomotiv var helt uden dynamik.

Forklaringerne er flere. For det første er der stadig stor tilbageholdenhed med investeringsaktiviteten. Det skyldes dels almindelig forsigtighed efter de efterhånden mange års krise, et usikkert politisk miljø - særligt i Frankrig og Italien - dels et banksystem, der kun langsomt har øget udlånsaktiviteten - ikke mindst fordi 2014 bød på endnu en større stresstest af bankerne, inden Den europæiske centralbank, ECB, skal overtage overvågningen af disse i 2015. Resultatet af stresstesten kom sidst på året, og dette kan have medvirket til forsigtighed i banksektoren.

Endelig blev den manglende investeringslyst forstærket af fornyet usikkerhed iblandt virksomheder drevet af konflikten i Ukraine. Nogle virksomheder blev ramt direkte på eksporten af produkter, og dermed forsvandt lysten til at udvide kapaciteten. For andre virksomheder, der ikke har direkte russisk eksponering, blev konflikten en påmindelse om den latente politiske risiko, der er forbundet med at satse på afsætning til Emerging Markets lande.

Den direkte effekt af svagere eksport til Rusland synes begrænset, da Rusland kun aftager få procent af europæiske virksomheders varer - men de negative tillidseffekter blandt virksomhederne er givetvis blevet undervurderet i første omgang, og det kan være en del af årsagen til, at Europa klarede sig skuffende i 2014.

En anden bemærkelsesværdig ting er udviklingen i forbrugerpris-inflationen i eurozonen, som faldt yderligere gennem det meste af året og sluttede i negativ - delvist pga. af det kraftige fald i olieprisen. Det gødede frygten for, at Europa skulle ende i samme situation som Japan, der fra starten af 1990'erne oplevede en periode på 10-15 år, hvor man ikke formåede at få inflationen op igen, da den først havde ramt 0 pct. Faren herved er ikke de lave forbrugerpriser i sig selv - eksempelvis kan den faldende oliepris hjælpe forbrugerne ved at nedbringe benzin- og energiregningen - men snarere, at forventninger om lav eller ligefrem negativ inflation kan trække lønvæksten og forbruget med ned.

Og specielt det første er et særligt stort problem, når folk har høj gæld, som det er tilfældet i det meste af Vesten. Det kan blive til en deflationsfælde, som er ganske svær at komme ud af igen. Den Europæiske Centralbank blev henover året stadig mere tydelig i sin bekymring for deflationsrisikoen og lempede af samme grund pengepolitikken ad flere omgange, både via rentesækning og - da renten ikke kunne sænkes yderligere - opkøbsprogrammer, der skal forsøge at gøre det nemmere for små virksomheder og boligkøbere at låne. Og ved indgangen til 2015 står markedet med en klar for-

ventning om, at ECB sætter gang i et statsobligationsopkøbsprogram i stil med det amerikanske i løbet af første kvartal.

Endelig kom nationalpolitik igen i fokus mod slutningen af året, da det græske parlament skulle udpege en ny præsident, efter den siddende 85 årige præsident Papoulias' embedsperiode udløb. Positionen har mest symbolsk karakter, men ikke desto mindre kunne den siddende regering, der i embedsperioden har mistet mange støtter, ikke samle opbakning til deres kandidat. Det stod klart den 29. december, da tredje valgrunde blev overstået, og der blev således udskrevet nyvalg til afholdelse 25. januar. Venstrefløjspartiet Syriza vandt valget, og eftersom de i årevis har stillet sig yderst skeptiske over for den 'tyske' spare- og reformkurs, som Grækenland er blevet presset til at følge, har valget skabt fornyet politisk usikkerhed i Europa - ikke mindst i lyset af, at det reformskeptiske venstrefløjsparti, Podemos, oplever stor fremgang i Spanien.

### Danmark

Den økonomiske udvikling i Danmark levede heller ikke op til forventningerne. Danmark blev også påvirket af usikkerheden fra konflikten i Østeuropa, særligt i eksporttunge erhverv som landbruget. Til gengæld var der i 2014 også en række underliggende positive tegn: Fortsat fremgang i beskæftigelsen og fald i arbejdsløsheden, tiltagende stigning i boligpriserne og forbrugertilid, der nåede niveauer, som ikke har været set i en årrække. Endnu har det ikke resulteret i nogen betydelig fremgang i forbruget, men det skaber et solidt grundlag for 2015. Lønvæksten forblev moderat trods faldende arbejdsløshed. De offentlige finanser blev igen i 2014 forbedret, dog delvis som følge af en midlertidig pensionsbeskatningsordning. Danske statsobligations- og boligrenter faldt i lighed med de europæiske renter, og dette kan understøtte husprisstigninger og forbruget i det nye år.

### Japan

I Japan var årets mest afgørende begivenhed en større momsforhøjelse, der trådte i kraft den 1. april 2014. Det gav anledning til stærkt forbrug i månederne op til forhøjelsen, men herefter fulgte en langt kraftigere nedtur end myndighederne havde ventet. Det gjorde det svært at vurdere den grundlæggende styrke i Japans økonomi gennem året, men i løbet af efteråret stod det klart, at økonomien havde reageret så negativt på den indirekte skatteforhøjelse, at yderligere pengepolitisk hjælp var en nødvendighed. Det førte til, at centralbanken øgede sine opkøb af statsobligationer med det resultat, at yen'en straks faldt, mens japanske aktier steg. Den økonomiske svaghed i kølvandet på momsforhøjelsen gav også anledning til, at den japanske regering sidst på året meldte ud, at endnu en planlagt momsforhøjelse ville blive udskudt fra 2015 til 2017. De varslede større reformer af den japanske økonomi udeblev også i 2014.

### Emerging Markets

Emerging Markets som "investeringskoncept" mister stadig mere glans, og i det hele taget bliver det stadig sværere at betragte Emerging Markets som én gruppe eller aktivklasse. Specielt latinamerikanske og afrikanske producenter af industrielle råvarer har nu i flere år i træk kæmpet mod vigende vækstrater, og dette billede fortsatte i 2014. Efter at være højt besunget for få år tilbage ligger væksten nu i mange tilfælde på linje med eller ligefrem under væksten i landene i OECD, der ikke i sig selv imponerer.

En hovedforklaring er Kinas forsøg på at dreje økonomien væk fra tidligere tiders meget råvareintensive infrastruktur- og byggeridrevne vækst. Det øger presset på de typiske underleverandørlande i andre dele af verden, og disse lande synes ude af stand til at finde nye kilder til vækst. Dertil kommer Ruslands ageren i Ukraine, som igen har sat fokus på de risici, der følger med investeringer i regioner med mindre stabile politiske systemer. Udover sanktioner og økonomisk krise er et kollaps i den russiske valuta og - hvis krisen eskaleres yderligere - risikoen for kapitalkontrol, der lukker adgangen til at trække penge hjem fra Rusland, overvejelser, som virksomhedschefer igen må gøre sig.

Kraftige stigninger i den russiske centralbanks styringsrente skulle forsøge at stoppe presset på valutaen, og det så ud til at lykkes ved udgangen af 2014. Men omkostningen ved et sådan indgreb er, at det påfører de russiske virksomheder og forbrugere meget skræppe finansielle vilkår. Dette vil forværre den økonomiske situation i 2015. Det økonomiske morads i Rusland medfører også stigende risiko for, at Putin - presset af omstændighederne - træffer mere skæbningsvangre, geopolitiske beslutninger for at bevare magten. Det skarpe fald i olieprisen har øget denne risiko - og i det hele taget risikoen for ustabilitet i meget olieafhængige økonomier overalt i verden.

Udviklingen i Kina tiltrak sig som altid stor opmærksomhed. Den nye ledelse forsøger, foruden dets opgør med den voldsomme korruption, at bremse Kinas kraftige kreditvækst. Men styret kan og vil ikke acceptere, at nedgangen i den økonomiske vækst bliver for kraftig, idet dette kan skabe social uro. Derfor bød 2014 på mere "stop-and-go" politik, hvor økonomiske stramminger og lempelser afløste hinanden, når kreditvæksten var blevet for høj eller den økonomiske vækst var for lav. Resultatet blev en vækst, der var en anelse svagere end markedet havde håbet, men en kreditvækst, der til gengæld stadig virker uholdbar kraftig i et lidt længere perspektiv. Et andet - og mere ventet - resultat var et fald i boligpriserne i stort set alle større kinesiske byer. Faldet i boligpriserne har dog endnu ikke skabt større finansielle problemer i systemet.

### Forventninger til investeringsmarkederne i 2015

#### USA

Med meget høje vækstrater i niveauet 5 pct. i den sidste halvdel af 2014 er forventningerne til USA igen høje for 2015. Opmærksomheden samler sig især om, hvorvidt den stærke jobskabelse, der er blevet bekræftet af data fra starten af 2015, endelig trækker lønvæksten op. Udviklingen i lønningerne har indtil nu ligget lavt i forhold til en arbejdsløshed, der nærmer sig det strukturelle niveau på omkring 5-6 pct. Det er særligt afgørende, fordi den amerikanske centralbank skeler meget til lønvæksten i dens beslutning om, hvornår det er på tide at hæve renten. Netop den amerikanske styringsrente nyder meget stor bevågenhed i investeringsmarkederne.

#### Europa

Pengepolitikken kommer også i fokus i Europa i 2015 - men med et andet udgangspunkt end i USA. Først og fremmest skal forventningen om statsobligationsopkøb indfris tidligt på året for ikke at skuffe markedet. Men spørgsmålet er, hvor effektivt opkøbsinstrumentet viser sig at være? De annoncerede obligationsopkøb følger en række andre pengepolitiske tiltag, og de kommer i kølvandet

på stresstests og rekapitalisering af banker. Endelig går lempelsen hånd i hånd med en finanspolitik, der efter 3-4 års opstramminger ser ud til at blive mindre restriktiv. På den baggrund virker det rimeligt at forvente en stærkere vækst i 2015 i Europa. Risikoen ligger især på den politiske side - ikke kun i forhold til Rusland, men også Grækenland og eventuelle spredningseffekter, ikke i mindst til Spanien, som har valgt sidst på året. Men samlet set kan Europa blive den historie, der overrasker markederne positivt i 2015.

#### Danmark

Som beskrevet ovenfor var der allerede i 2014 tegn på, at Danmark kunne få et stærkere opsving i forbruget. Vi forventer, at det begynder at vise sig tydeligere i 2015. Investeringerne ventes også at komme bedre med efter i 2014 at være blevet ramt af usikkerhed samt fortsat svaghed i Europa. Endelig vil finanspolitikken være mere ekspansiv end i flere år - det er jo valgår! Regeringen planlægger at forøge det offentlige budgetunderskud til tæt på den grænse på 3 pct. af BNP, der er fastsat den europæiske vækst-og stabilitetspagt. Dette vil påvirke den økonomiske vækst positivt, således at vi samlet når en vækstrate, som vil være mere i tråd med den rate, man kender fra tidligere perioder med ekspansion, dvs. i niveauet 2 pct.

#### Emerging Markets

2015 vil være kendetegnet ved nogle af de samme udfordringer som 2014 i Emerging Markets landene. Som følge af krisen i og omkring Rusland vil politiske risici sandsynligvis veje tungere for internationale virksomheder, der skal investere i Emerging Markets. Og med et nedadgående pres på oliepriserne, vil en række olieproducerende Emerging Markets lande være underlagt større bevågenhed og et større pres. Brasilien og Mexico er eksempler på lande, der kæmper med store balanceproblemer og nu også med fald i olieprisen.

De ventede rentestigninger i USA i 2015 kan lægge yderligere pres på lande, der har nydt godt af kapitaltilstrømning fra Vesten. Kina ventes at fortsætte den økonomiske politik fra 2014 - altså et forsøg på at styre økonomien ud fra to modsatrettede ambitioner i forhold til langsigtet finansiel stabilitet og kortsigtet vækst. Resultat ventes i 2015 at blive nogenlunde det samme som i 2014, nemlig en vækst, der er lidt lavere end året før, men ikke desto mindre med risiko for, at styret i Beijing mister kontrollen over processen. Kina har store valutareserver, så på kort sigt (dvs. i 2015) er der næppe grund til bekymring. Men Kinas økonomi indeholder potentialet til en større negativ tilpasning, der givet landets størrelse vil påvirke den globale økonomi.

### Afkast og performance i afdelingen

Afkastene på de fleste markeder blev igen i 2014 særdeles positive. I tabel 2 fremgår afkastet for afdelingen og dens benchmark for 2013 og 2014.

### Omkostningsudviklingen

Der har igennem 2014 været stor offentlig opmærksomhed omkring omkostningerne ved at investere via investeringsforeninger. Det er kun naturligt, dels fordi omkostninger fragår i investeringsafkastet, og dels fordi investeringsforeninger er så udbredte blandt den danske befolkning. Mere end 740.000 danskere ejer ifølge InvesteringsFondsBranchen (IFB) ét eller flere investeringsbeviser.

Medierne er som udgangspunkt kritiske over for omkostningerne,



som de mener, er for høje. Derfor er det vigtigt at forklare, hvad omkostningerne bliver brugt til. Omkostningen i en afdeling ligger typisk på mellem 0,5 og 2,0 pct. om året. De simple afdelinger med danske obligationer har typisk de laveste omkostninger, mens de mere komplekse afdelinger med aktier og udenlandske obligationer typisk har de højeste omkostninger.

Da Foreningen ikke selv har nogle ansatte, bliver alle opgaver varetaget af samarbejdsparter, som typisk er en eller flere banker. Selve administrationsopgaven varetages dog af Investeringsforvaltnings-selskabet SEBinvest A/S, som er ejet af bl.a. Investeringsforeningen MS Invest. De samlede administrationsomkostninger fremgår af note efter afdelingsregnskabet.

Under note sidst i årsrapporten er vist en oversigt over Foreningens øvrige samlede administrationsomkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn.

De pr. 31. december 2014 gældende omkostningssatser fremgår af tabel over væsentlige aftaler sidst i rapporten. Omkostningssatserne har været gældende for hele året 2014.

### Udbytter for 2014

Bestyrelsen indstiller til den ordinære generalforsamling den 21. april 2015, at der for 2014 udbetales kr. 17,20 i udbytte pr. bevis.

Den skattemæssige behandling af udbyttet er alene bestemt af, hvilken type afdeling, der foretager udbyttebetalingen. Udbyttebetaling fra Foreningens afdeling beskattes således som aktieindkomst. Selskaberne skal medtage hele udbyttet i skatteopgørelsen.

Udbytter modtaget på en pensionsordning beskattes med 15,3 pct. i 2014.

Udbyttet er fastsat under hensyntagen til bestemmelserne i ligningslovens § 16 C. Udbyttet udbetales umiddelbart efter generalforsamlingens godkendelse af årsrapporten. Det betyder, at udbyttet indgår på investors konti tirsdag den 27. april 2015.

### Bestyrelses- og ledelsesforhold

Foreningens bestyrelse består af 4 personer, som alle er valgt af Foreningens medlemmer (investorerne) på den årlige generalforsamling. Foreningen har ikke selv en direktion eller andre ansatte. Bestyrelsens opgaver er beskrevet i Foreningens vedtægter og forretningsorden for bestyrelsen.

Bestyrelsen er for 2014 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i Foreningen med 125.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår af fællesnoten sidst i regnskabet. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet.

Bestyrelsens sammensætning og tillidserhverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

Ledelsen af investeringsforeninger er detaljeret reguleret i lov om finansiel virksomhed og i lov om investeringsforeninger m.v. samt i diverse bekendtgørelser. Hertil kommer en række konkrete anvisninger i vejledninger fra Finanstilsynet.

### "Best practice" for ledelse af investeringsforeningen

I 2014 var der igen offentlig fokus på de danske investeringsforeninger. Medierne og myndighederne havde særlig interesse for ledelses- og omkostningsstrukturen i de danske investeringsforeninger og for interesseforholdene mellem investeringsforeningerne og distributionsleddet, dvs. de pengeinstitutter, der rådgiver investorerne omkring investering i afdelingernes beviser.

Finanstilsynet offentliggjorde i april 2014 en omkostningsundersøgelse, der især havde fokus på områderne minimering af omkostninger og forbedring af afkast i de 10 største danske investeringsforeninger. Undersøgelsens generelle del mundede ud i 10 konkrete anbefalinger (såkaldte "best practices") til bestyrelserne i de danske investeringsforeninger. Foreningens bestyrelse hilser en sådan undersøgelse velkommen, fordi den er til fordel for investorerne.

Ledelsen arbejder til stadighed med at sikre sig, at Foreningen lever op til branchestandarder inden for området god ledelse af investeringsforeninger. Branchestandarderne for god ledelse er senest formuleret af brancheforeningen, InvesteringsFondsBranchen (IFB), i september 2014. Standarderne har – ligesom i undersøgelsen fra Finanstilsynet - form af 10 best practices for ledelsen af investeringsforeningerne.

Branchens best practice tager udgangspunkt i, at ledelsen først vælger en passende forretningsmodel for den pågældende forening. Det betyder, at foreningens ledelse bl.a. beslutter, hvilke investorer Foreningen primært skal henvende sig til, hvilke produkter, der skal udbydes, hvordan de skal udbydes, samt hvordan omkostningsstrukturen og afkastmålsætningen bør være. Dernæst gives der anbefalinger til, hvordan foreningen bedst muligt udfylder forretningsmodellen. Det gøres bl.a. ved at have fokus på værdiskabelsen i forvaltnings- og distributionsleddet.

Ledelsen i Investeringsforeningen MS Invest er meget bevidst om, at arbejdet i Foreningen alene har det formål at tjene investorernes interesser bedst muligt.

### Samfundsansvar

Foreningen samarbejder med SEB-koncernen på området for ansvarlige investeringer (SRI). Hensigten med samarbejdet og de udarbejdede politikker er bl.a. at følge FN's generelle principper for ansvarlige investeringer (PRI=Principles for Responsible Investments). Derved sikres, at de virksomheder, som Foreningen investerer i, har en ansvarlig politik omkring de etiske aspekter i samfundet.

Foreningens bestyrelse har således besluttet at følge SEB's politik med henblik på at indarbejde PRI i investeringsprocessen.

SEB samarbejder med Ethix SRI Advisors på området for ansvarlige investeringer.

Med udgangspunkt i nedenstående konventioner modtager Foreningen løbende lister fra SEB/Ethix SRI Advisors over selskaber, som ikke opfylder nedenstående internationale konventioner for så vidt angår miljøforhold, menneskerettigheder og korrupsion m.v.

- UN Global Compact
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises

- Human rights conventions
- Environmental conventions
- Weapon-related conventions

På baggrund af listerne fra SEB/Ethix SRI Advisors er det besluttet ikke at investere i en række selskaber, som producerer klyngebomber og landminer samt atomvåben. Udelukkelseslisterne opdateres som minimum to gange årligt og offentliggøres på Foreningens hjemmeside.

De øvrige selskaber, som ifølge SEB/Ethix SRI Advisors ikke opfylder én eller flere af konventionerne ovenfor, optages på en intern observationsliste. SEB/Ethix SRI Advisors søger dialog med disse virksomheder med henblik på at bringe de konkrete problematiske forhold til ophør. I yderste konsekvens ekskluderes selskaberne, hvis der ikke opnås tilfredsstillende resultater af dialogen.

Der har i flere år havde været stigende offentligt fokus på investering i obligationer udstedt af stater, hvor det demokratiske system ikke lever op til gængse etiske standarder. I slutningen af 2013 udgav Rådet for samfundsansvar en vejledning om ansvarlige investeringer i statsobligationer.

Foreningen tilpasser løbende politikkerne for ansvarlige investeringer, således at disse til stadighed afspejler udviklingen på området. Foreningen har derfor med udgangspunkt i Rådets vejledning, og i samarbejde med SEB, i årets løb udformet en politik for ansvarlige investeringer i statsobligationer.

Politikken forventes vedtaget og implementeret i 2015.

Foreningen arbejder således fortsat seriøst med at investere med samfundsansvar.

### Risici samt risikostyring

Som investor i Foreningen får man en løbende pleje af sin opsparring. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. En af de vigtigste risikofaktorer - og den skal investor selv tage højde for - er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at afdelingen investerer inden for sit investeringsområde uanset markedsudviklingen.

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

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risi-

ko investor ønsker at påtage sig med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekset). Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede.

I beretningen for den enkelte afdeling fremgår dens risikoklassifikation målt ved risikoindekset fra dokumentet Central Investorinformation ultimo 2014. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

Risikoklasse	Årlige afkastudsving i pct. (standardafvigelse)	
	Lig med eller større end	Mindre end
1	0,0%	0,5%
2	0,5%	2,0%
3	2,0%	5,0%
4	5,0%	10,0%
5	10,0%	15,0%
6	15,0%	25,0%
7	25,0%	

Afdelingens placering på risikoindekset er bestemt af udsvingene i afdelingens indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig høj risiko og en placering til højre på indekset (6 - 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1 - 2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekset tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

#### Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler, investeringspolitikker og instrukser fra Foreningens bestyrelse om investering, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter. Desuden har Foreningen porteføljerådgivere placeret i udvalgte lokale markeder.

#### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for langt de fleste 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. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark.

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

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

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for alle afdelinger. I aktieafdelingerne kan der f.eks. være fastsat en begrænsning på tracking error. Tracking error er et matematisk nøgletal, som udtrykker, hvor tæt afdelingerne følger deres benchmark. Jo lavere tracking error er, desto tættere forventes afdelingen at følge benchmark. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og særlige begrænsninger på kreditrisikoen via krav til kreditvurderingen (ratings).

#### Risici knyttet til driften af Foreningen

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

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

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

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

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til disses gældende prospekter og Central Investorinformation. Pro-

spekter og Central Investorinformation kan downloades fra [morningstar.dk](http://morningstar.dk).

## **Generelle risikofaktorer**

Investorer skal være opmærksomme på, at investering i investeringsbeviser er behæftet med risici, som kan medføre tab. Investorer skal desuden være opmærksomme på, at historiske afkast ikke kan anvendes som indikator for fremtidige afkast. Foreningens overordnede politik for styring af de investeringsmæssige risici er primært knyttet op på, at alle afdelinger følger placerings- og spredningskravene i lovgivningen, således er alle afdelinger er såkaldte UCITS-fonde.

Risici afhænger af mange faktorer. Nedenfor gennemgås de typer af risici, som er relevante for Foreningens afdelinger.

### Enkeltlande

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

### Eksponering mod udlandet

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på 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, jf. nedenfor.

### Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering 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. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, som systematisk kurssikres mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens investeringsområde under den enkelte afdelingsberetning.

### Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

## Nye markeder/Emerging Markets

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (eksklusiv Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, 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 kan gøre det med kort varsel. Markedslivbarheden på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

## Aktieudlån

Foreningens afdeling er ikke aktiv med udlån af aktier.

## Lån

Foreningen har opnået Finanstilsynets tilladelse til, i forbindelse med emission og indløsning, at optage lån for op til 10 pct. af formuen. Foreningen bruger muligheden i meget begrænset omfang.

## Værdiansættelse

Foreningens finansielle instrumenter værdiansættes til officielt noterede børs- og valutakurser. Foreningen investerer kun i meget begrænset omfang i noterede finansielle instrumenter og andre finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig kursnotering. Priser på unoterede finansielle instrumenter eller afledte finansielle instrumenter opgøres til skønnet dagsværdi eller til beregnet dagsværdi på baggrund af underliggende noterede instrumenter.

Den indre værdi af Foreningens beviser kan på den baggrund fastsættes med relativ stor nøjagtighed. I perioder, hvor omsætningen på fondsbørserne verden over er lav, og hvor mange finansielle instrumenter derfor ikke handles dagligt, kan der opstå usikkerhed ved indregning og måling af indre værdi. For sjældent handlede obligationer er det muligt løbende at beregne en kurs på baggrund af de mest handlede obligationer med samme karakteristika. Denne mulighed findes ikke for aktier, hvor kursen derfor altid opgøres som senest handlede, selv om handelsdagen ligger flere dage bagud.

Som følge af de meget høje andele af likvide, noterede finansielle instrumenter i Foreningen har ingen af afdelingerne i 2014 haft større problemer med fastsættelse af indre værdi, ligesom det har været muligt straks at efterkomme alle ønsker om indløsninger.

## **Særlige risici ved aktieafdelinger**

### Udsving på aktiemarkedet

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og øko-

nomiske forhold.

## Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital, f.eks. til udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

## **Kommunikationspolitik**

Der er stor interesse for opsparing og investering. Foreningen ønsker at være åben over for medlemmer, presse og myndigheder.

Medlemmernes adgang til information sikres først og fremmest via hjemmesiden [msinvest.dk](http://msinvest.dk), hvor alle relevante oplysninger om Foreningens afdeling findes. Investor kan via hjemmesiden benytte en række analyseværktøjer fra Morningstar på Foreningens afdeling. Hjemmesiden opdateres desuden løbende igennem alle bankdage med emissions- og indløsningskurser. Der kan endvidere findes historiske afkast- og performedata samt komplette og opdaterede oversigter over afdelingens beholdninger af aktiver.

Foreningens beviser distribueres gennem forskellige kanaler. Afdelingen er noteret på Nasdaq Copenhagen. Der henvises til Foreningens distributør og rådgiver, Middelfart Sparekasse, for yderligere oplysninger om køb og salg af afdelingens beviser.

Medlemmer og andre interesserede kan henvende sig til adm. direktør Jens Lohfert Jørgensen med spørgsmål om Foreningens forretningsområde.

## **Efterfølgende begivenheder**

Der er efter balancedagen ikke indtruffet andre hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af årsrapporten for 2014.

**Tabel 3 - ÅOP (Årlig Omkostning i Procent)<sup>1</sup>**

Afdeling	2014	2013
Value Aktier	2,43	2,13

<sup>1)</sup> Inkl. indregning af performance fee.

# Bestyrelsens tillidshverv

## **Frantz Dolberg, formand**

Advokat, født 1943

I bestyrelsen siden 2009.

Medlem af bestyrelsen for:

Plums Ejendoms Aktieselskab

Salomon A/S

Perago A/S

Drud Invest A/S

Brinken A/S

Jens Pilegaard Holding A/S

Pilegaard Contracting A/S

Vestfyns Tømrerforretning A/S

Assens Murer- og Entreprenørforretning A/S

Hagenskovfonden

## **Peter Sandal Jeppesen, næstformand**

Statsaut. revisor, født 1948

I bestyrelsen siden 2010.

Medlem af bestyrelsen for:

H.J. Hansen Ejendomsselskab ApS

Tandlæge Hans Frank ApS

Holdingselskabet PSJ af 15/1 2009 ApS

## **Jesper Haugaard**

Direktør, født 1956

I bestyrelsen siden 2010.

Medlem af bestyrelsen for:

Tekpartner A/S

Delta Care A/S

Delta New Bizz A/S

Windowmaster A/S

Entreprenørfirmaet Jakobsen & Blindkilde A/S

KM Telecom Danmark A/S

Con-Wise ApS

Printline A/S

Seden Ejendomsinvest A/S

Delta Dansk Elektronik, Lys & Akustik A/S

Syddansk Teknologisk Innovation A/S

Ribe VVS A/S

Voxstream A/S



# Ledelsespåtegning

Til medlemmerne i Investeringsforeningen MS Invest

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten 2014 for Investeringsforeningen MS Invest og erklærer hermed:

- At årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v.
- At årsregnskabet for Foreningen og afdelingen giver et retvisende billede af afdelingens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.
- At ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i Foreningen og afdelingens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som Foreningen henholdsvis afdelingen kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 6. marts 2015

Bestyrelsen

---

**Frantz Dolberg**  
Bestyrelsesformand

---

**Peter Sandal Jeppesen**  
Bestyrelsesmedlem

---

**Jesper Hugaard**  
Bestyrelsesmedlem

Direktionen  
Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S

---

**Jens Lohfert Jørgensen**  
Adm. direktør

## Til medlemmerne i Investeringsforeningen MS Invest

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for afdelingen i Investeringsforeningen MS Invest for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014, der omfatter afdelingens resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

### Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet for afdelingen giver et retvisende billede af afdelingens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningen for afdelingen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskabet for afdelingen. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningen for afdelingen er i overensstemmelse med årsregnskabet for afdelingen.

København, den 6. marts 2015

### PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

\_\_\_\_\_  
Erik Stener Jørgensen  
statsautoriseret revisor

\_\_\_\_\_  
Michael E. Jacobsen  
statsautoriseret revisor

# Value Aktier

Afdelingen har til formål at opnå det højst mulige absolutte afkast. Afdelingen investerer aktivt i globale aktier indenfor value aktie segmentet. Der afdækkes ikke valutarisiko mod afdelingens udenlandske investeringer. Afdelingen betaler ikke fast honorar for investeringsrådgivning. Derimod betaler afdelingen rådgiver et honorar svarende til 15 pct. af det absolutte positive afkast. Der benyttes såkaldt high watermark, således at der kun betales performance fee af et positivt afkast én gang.

Afdeling	Value Aktier	Primær rådgiver	Middelfart Sparekasse
Fondskode (ISIN)	DK0060120863	ÅOP ultimo 2014	2,43 pct.
Startdato <sup>1)</sup>	23. juni 2008	Administrationsomkostninger	2,04 pct.
Nominal kurs	DKK 100,00	Årets afkast	11,02 pct.
Skattestatus	Udloddende	Årets benchmarkafkast	19,27 pct.
Referenceindeks	MSCI World (net div. i DKK)	Central investorinformation risikoklasse	5

<sup>1)</sup> Startdatoen er den dato, afdelingen har påbegyndt investeringerne. Dette er ikke samme dato som stiftelsesdatoen.

## Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.msinvest.dk](http://www.msinvest.dk).

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi og investerer primært i value aktie segmentet i USA og Europa. Value aktier karakteriseres ved at være undervurderede kvalitetsselskaber, der har relativt let forståelige aktiviteter. Selskaberne har typisk solide balancer, og de vurderes vil oftest at kunne betale udbytter af en vis til investorerne. Udbytter er med til at begrænse risikoen på afkastet i aktieinvestering.

Investeringerne er meget afhængige af udviklingen i den internationale økonomi. International politisk ustabilitet og usikre finansmarkeder er med til at øge udsvingene i kurserne på afdelingens aktieinvesteringer.

Afdelingen har en direkte valutarisiko, da aktierne er udstedt i bl.a. USD, EUR og GBP. Afdelingens valutarisiko afdækkes ikke.

Det er forbundet med relativt høj risiko at investere i aktier. På trods af spredning af investeringerne på forskellige lande, sektorer og selskaber må investor være forberedt på markante kurssving på kort sigt.

Afdelingen har benytter benytter MSCI World (net div) i DKK som benchmark. Dette indeks omfatter aktiemarkeder på de udviklede markeder på globalt plan.

## Særlige risici

De globale aktiemarkeder er behæftet med risici, der kan knyttes til det enkelte land, de enkelte sektorer, som markederne består af, samt risici, der er specifik for det enkelte selskab. Disse typer af risici kaldes samlet for markedsrisiko. Den generelle markedsrisiko er primært påvirket af de makroøkonomiske beslutninger, der bestemmer den økonomiske vækst i samfundet. Den selskabsspecifikke risiko er bestemt af forhold som ledelse, produktmik og adgang til produktionsressourcer.

Likviditetsrisiko, der vedrører muligheden for at omsætte afdelingens aktiver til en reel markedspris, vurderes i denne afdeling at være begrænset. Foreningen vurderer løbende størrelsen af afdelin-

gens aktiebeholdninger i forhold til den omsatte handelsvolumen på markederne og sætter dette i forhold til det forventede indløsningsbehov.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling af aktivernes værdi eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke efter regnskabsårets afslutning er indtruffet hændelser, der har betydning for målingen.

Efter ledelsens vurdering er der ingen af de øvrige risikotyper, der har særlig indflydelse på afdelingens fremtidige resultatudvikling,

## Udviklingen i 2014

Konsekvensen af seks års stort set konstant stigende aktiemarkeder ("bullmarkeder") har været, at det er blevet mærkbart sværere at finde deciderede undervurderede selskaber. Foreningen har et konservativt forhold til risiko, og det betyder, at Foreningen vil underperforme i meget kraftige bullmarkeder. 2014 var ingen undtagelse for dette.

MS Invest har i investeringsprocessen udelukkende fokus på potentialet i hver enkelt investering. Derimod er der ikke fokus på relative afkast i forhold til markedet. Dette vil typisk medføre store afvigelser i afkastet i forhold til omgivelserne målt over længere tidsperioder.

I den sidste halvdel af året begyndte der at opstå væsentlig mere volatilitet i aktiemarkedet som følge af både geopolitiske og økonomiske forhold. Det betød, at Afdelingen for første gang i længere tid fik chancen for at få en del nye selskaber i porteføljen - og dette til faldende priser. Etableringen af nye positioner kan strække sig over flere måneder, og i opbygningsfasen, vil der som hovedregel gå en periode før end disse nye positioner vil bidrage med positiv performance. Dette mønster viste sig igen i 2014.

De to engelske supermarkedskæder Tesco og Morrisons samt tyske Südzucker, der tilsammen udgjorde ca. 11 pct. af porteføljen ved årets udgang var med kursfald på 40-50 pct. blandt hovedårsagerne til, at MS Invest underperformede i 2014.

Selskaberne Microsoft, Delhaize og Dr. Pepper, der tilsammen udgjorde knap 7 pct. af porteføljen ved årets udgang, trak modsætningsvis porteføljens afkast i positiv retning med afkast på mellem 25-40 pct. i hver aktie.

## Afdelingens resultat i 2014

Afdelingen opnåede i 2014 et overskud på 30,4 mio. kr. Afdelingens



formue er i 2014 steget med 15,9 pct. fra 266,8 mio. kr. primo året til 309,3 mio. kr. ultimo året primært grundet markedsudvikling og emissioner.

Resultatet svarer til et afkast for året på 11,02 pct. hvilket skal sammenholdes med en forventning ved halvår om et afkast for året på mellem 5 og 10 pct. Årets afkast anses for at være tilfredsstillende.

#### Forventning til 2015

Der er udbredte forventninger om, at den amerikanske centralbank vil begynde at hæve renterne i 2015 som en følge af den forholdsvis solide økonomiske vækst i USA, mens det trækker i den modsatte retning i Europa, hvor mange forventer, at den europæiske centralbank i et eller andet omfang vil forsøge at stimulere væksten med opkøb af statsobligationer.

Det kraftige fald i olieprisen vil på den ene side stimulere væksten, men på den anden side samtidig også dæmpe inflationsforventningerne, hvilket kan udskyde rentestigningerne i USA.

Generelt ser vi større risiko for negative end positive overraskelser for aktiemarkederne i 2015, da aktier efter seks års bullmarked efter vores opfattelse på ingen måde er billige.

Vi forventer et volatilt år og forventer samtidig, at vores konservative sammensatte portefølje vil kunne levere et relativt positivt afkast i forhold til det generelle markedsafkast som det udtrykkes ved benchmarket MSCI World. Afdelingen forventes at kunne opnå et afkast på mellem 4 pct. og 10 pct. i 2015.

## Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	3	3
Renteudgifter	-6	-71
2 Udbytter	9.081	7.146
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.078</b>	<b>7.078</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3 Kapitalandele	28.580	42.095
Afledte finansielle instrumenter	0	-36
Valutakonti	170	-335
Øvrige aktiver/passiver	50	1
4 Handelsomkostninger	-297	-451
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>28.503</b>	<b>42.274</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>37.581</b>	<b>48.352</b>
5 Administrationsomkostninger	-5.814	-8.841
<b>Resultat før skat</b>	<b>31.767</b>	<b>39.511</b>
6 Skat	-1.347	-348
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>30.420</b>	<b>39.163</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Overført fra sidste år	46	260
Udlodningsregulering	734	485
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>780</b>	<b>745</b>
<b>Til disposition</b>	<b>31.200</b>	<b>39.908</b>
7 Foreslået udlodning	36.464	22.014
Overført til udlodning næste år	58	46
Overført til medlemmernes formue	-5.322	17.848
<b>Disponeret</b>	<b>31.200</b>	<b>39.908</b>

## Balance

Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	11.102	10.950
<b>Kapitalandele:</b>		
8,11 Not. aktier fra udl. selskaber	302.776	261.565
9 Unot. kap.and. fra DK selsk.	2	0
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>302.778</b>	<b>261.565</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	0	441
Mellemv. vedr. handelsafv.	461	1.383
Aktuelle skatteaktiver	380	335
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>841</b>	<b>2.159</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>314.721</b>	<b>274.674</b>
<b>Passiver</b>		
10 <b>Medlemmernes formue</b>	<b>309.292</b>	<b>266.785</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	5.429	7.717
Mellem. vedr. handelsafv.		172
<b>Passiver i alt</b>	<b>314.721</b>	<b>274.674</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	11,10	5,40	7,80	20,73	11,02
Benchmark afkast (pct.)	19,70	-2,60	14,50	21,20	19,27
Indre værdi (DKK pr. andel)	123,02	125,57	120,91	143,02	145,89
Nettoresultat (t.DKK)	11.900	8.000	18.500	39.280	30.420
Udbytte (DKK pr. andel)	5,25	13,75	0,00	11,80	17,20
Administrationsomkostninger (pct.)	2,16	1,88	1,85	3,83	2,04
Omsætningshastighed (antal gange)	0,12	0,35	0,000	0,41	0,33
Medlemmernes formue (t.DKK)	123.800	135.900	181.000	266.785	309.292
Antal andele, stk.	1.002.000	1.082.000	1.497.333	1.865.563	2.119.998
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-	0,56	0,62	1,13	1,49
Standardafvigelse	-	13,69	12,2	12,18	6,94

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Indestående i depotselskab	3	3
Renteudgifter	-6	-71
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-3</b>	<b>-68</b>

**Note 2: Udbytter**

Not. aktier fra udenlandske selskaber	9.081	7.146
<b>I alt udbytter</b>	<b>9.081</b>	<b>7.146</b>

**Note 3: Kursgevinster og -tab**

Not. aktier fra udenlandske selskaber	28.580	42.095
<b>I alt fra kapitalandele</b>	<b>28.580</b>	<b>42.095</b>

**Note 4: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-367	-568
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	70	117
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-297</b>	<b>-451</b>

**Note 5: Administrationsomkostninger**

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	-125	0	-125	-125
Revisionshonorar til revisorer	-15	0	-15	-21
Gebyrer til depotselskab	-270	0	-270	-160
Andre omk. ifbm. formueplejen	-5.327	0	-5.327	-7.569
Korrektion vedr. rådgiverfee i tidligere år	421	0	421	0
Øvrige omkostninger	-209	0	-209	-171
Fast administrationshonorar	-289	0	-289	-795
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-5.814</b>	<b>0</b>	<b>-5.814</b>	<b>-8.841</b>

Andel af fællesomkostninger udgør afdelingens andel af de omkostninger, der ikke kan henføres direkte til en enkelt afdeling. Fordelingen sker under hensyntagen til afdelingernes formuer.

Andre omk. i forbindelse med formuepleje udgøres alene af resultatafhængigt rådgiverhonorar jf. særskilt aftale med Middelfart Sparekasse, der er Foreningens investeringsrådgiver.

Fast administrationshonorar udgør beregnede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

**Note 6: Skat**

Afdelingen er ikke skattepligtig. Periodens skatteudgift består af betalte ikke refunderbare udbytteskatter.

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 7: Til rådighed for udlodning**

Fremført tab til modregning		-15
Renter og udbytter	9.078	7.149
Rente- og udbytteskat	-1.392	-498
Kursgevinst til udlodning	33.870	23.519
Administrationsomkostninger til modregning	-5.814	-8.841
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	734	486
Udlodning overført fra sidste år	46	260
<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>36.522</b>	<b>22.060</b>
Heraf foreslået udlodning	36.464	22.014
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	58	46

**Note 8: Finansielle instrumenter i pct.**

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
<b>I alt</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

En specifikation af afdelingens investeringer i værdipapirer kan findes på foreningens hjemmeside, eller udleveres på forespørgsel ved henvendelse til investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

**Note 9: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:**

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	2	0
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	0,01	0,00

**Note 10: Medlemmernes formue**

	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	1.865.563	266.785	1.497.333	181.046
Udlodning fra sidste år		-22.014		-4.118
Ændr. i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning:		-835		-271
Emissioner i året	265.435	36.372	368.230	50.238
Indløsninger i året	-11.000	-1.493	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		57		727
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-734		-485
Overført til udlodning fra sidste år		-46		-260
Overført til udlodning næste år		58		46
Foreslået udlodning		36.464		22.014
Overførsel af periodens resultat		-5.322		17.848
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>2.119.998</b>	<b>309.292</b>	<b>1.865.563</b>	<b>266.785</b>

**Note 11: Finansielle instrumenters fordeling på lande (pct.)**

	31.12.2014
Belgien	1,0
Canada	0,8
England	16,8
Frankrig	11,0
Holland	3,6
Japan	2,0
Tyskland	14,4
U.S.A.	49,9
Øvrige	0,5



**Tabel 4 - Administrationsomkostninger (DKK 1.000)**

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Foreningens samlede omkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn</b>		
Vederlag til bestyrelsen:		
Frantz Dolberg	50	50
Peter Sandal Jeppesen	25	25
Jan Melgaard	25	25
Jesper Haugaard	25	25
<b>Vederlag til bestyrelsen, ialt</b>	<b>125</b>	<b>125</b>
<b>Administrationsomkostninger til Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S hhv. Nordea <sup>1</sup></b>	<b>289</b>	<b>795</b>
Revisionshonorar til PricewaterhouseCoopers hhv. Deloitte		
Samlet honorar	15	21
Heraf honorar for andre ydelser	0	1
<b>Lovbestemt gebyr til Finanstilsynet, i alt</b>	<b>26</b>	<b>24</b>

<sup>1)</sup> Invest Fund Management A/S

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet efter de regler, der gælder ifølge lov om investeringsforeninger m.v. samt Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. (regnskabsbekendtgørelsen).

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

### Resultatopgørelsen

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.

### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til danske kroner efter transaktionsdagens GMT 16.00-valutakurser.

### Renter og udbytter

Renteindtægter består af indtjente renter af obligationer, indestående i depotbank m.v.

Aktieudbytter (brutto) indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling

### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og kurstab på valutakonti og finansielle instrumenter.

De realiserede kursreguleringer opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdien primo eller anskaffelsessværdien, såfremt de finansielle instrumenter er anskaffet i regnskabsåret.

De urealiserede kursreguleringer opgøres som forskellen mellem kursværdien ultimo året og kursværdien primo eller anskaffelsessværdien, såfremt det er anskaffet i regnskabsåret.

### Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som de samlede omkostninger til kurtagte, afvikling m.v. ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt ved køb og salg af værdipapirer i forbindelse med emission og indløsning, indregnes direkte i medlemmernes formue. Beløbet opgøres som den andel af bruttohandelsomkostningerne som forholdsmæssigt kan henføres til værdipapiromsætning forårsaget af emission og indløsning, beregnet på grundlag af den totale værdipapiromsætning.

### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger består af omkostninger, som afdelingerne afholder i forbindelse med blandt andet porteføljepleje, markedsføring og administration af afdelingerne.

Afdelingsdirekte administrationsomkostninger defineres som omkostninger, der kan henføres direkte til en afdeling. Fællesomkostninger er afdelingernes andel af de omkostninger, der vedrører mere end en afdeling. Fællesomkostningerne fordeles mellem afdelingerne i forhold til de enkelte afdelingers formue.

Afdelinger, der investerer i investeringsbeviser, friholdes for enkelte omkostninger for undgå dobbeltbetaling for samme ydelse."

### Skat

Afdelingerne er ikke selvstændige skattepligtige. I regnskabsposten "Skat" indgår ikke refunderbare rente- og udbytteskatter.

### Resultat til udlodning

I de udloddende afdelinger opgøres det udlodningspligtige resultat (minimumsudlodningen) i overensstemmelse med bestemmelserne i vedtægterne og skattelovgivningen.

Minimumsudlodningen opgøres i hovedtræk på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter,
- realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti,
- realiserede nettokursgevinster på aktier,
- erhvervede skattepligtige nettogevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter,
- med fradrag af afholdte administrationsomkostninger
- tab på fordringer, aktier og afledte finansielle instrumenter

I forbindelse med emissioner og indløsninger beregnes der en udlodningsregulering, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger.

Afdelingernes udlodning opgøres i procenter delelig med 0,1 eller til 0 (nul), hvis den beregnede udbytteprocent er mindre end 0,1. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særlig post under deltagerens formue.

### Balancen

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

Et aktiv indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige

økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

En forpligtelse indregnes 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 tages der hensyn til oplysninger, der fremkommer efter balancedagen, men inden regnskabet udarbejdes, hvis – og kun hvis – oplysningerne bekræfter eller afkræfter forhold, som er opstået senest på balancedagen.

### Likvide midler

Indestående i fremmed valuta omregnes til GMT 16.00-valutakurser pr. balancedagen.

### Finansielle instrumenter og afledte finansielle instrumenter

Finansielle instrumenter (aktier og obligationer) og afledte finansielle instrumenter, der er genstand for offentlig kursnotering, måles til noterede børskurser og GMT 16.00-valutakurser.

Udtrukne obligationer optages til nutidsværdien.

Dagsværdien af investeringsbeviser, der handles på regulerede markeder, og hvis offentliggjorte kurs må antages ikke at afspejle investeringsbevisernes dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, måles til seneste tilgængelige regnskabsmæssige indre værdi.

Unoterede finansielle instrumenter måles efter en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter.

Kapitalandele i IFS SEInvest A/S måles efter den indre værdi opgjort på baggrund af seneste årsregnskab.

Afledte finansielle instrumenter, der ikke er genstand for offentlig kursnotering, måles til en beregnet handelsværdi på baggrund af de underliggende instrumenters officielt noterede kurser/handelsværdier.

Afledte finansielle instrumenter opgøres som brutto-positioner. Det betyder, at afledte finansielle instrumenter vil fremgå af såvel aktiv- som passivside.

Ved køb eller salg af finansielle instrumenter indgår henholdsvis udgår disse af beholdningen på handelstidspunktet.

### Andre aktiver

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af finansielle instrumenter samt emissioner, der er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

### Anden gæld

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af finansielle instrumenter samt indløsninger, der er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

### Fem års nøgletal

I årsrapporten indgår følgende nøgletal for de seneste fem år:

- Årets nettoresultat
- Deltagernes formue ultimo året
- Indre værdi pr. andel
- Årets afkast i procent
- Udbytte pr. andel
- Omkostningsprocent
- Cirkulerende kapital ultimo året
- Standardafvigelse
- Sharpe ratio
- Omsætningshastighed

Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. og er beregnet således:

#### Indre værdi pr. andel

$$\frac{\text{Medlemmernes formue}^*)}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

\*) Medlemmernes formue er opgjort inklusive afsat udbytte for regnskabsåret.

#### Udbytte pr. andel

Udbytte til deltagere/cirkulerende andele ultimo året.

#### Afkast i procent

$$\left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udbytte}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

#### Geninvesteret udbytte

$$\left( \frac{\text{Udbytte i kroner pr. andel} \times \text{Indre værdi ultimo}}{\text{Indre værdi umiddelbart efter udbytte}} \right) \times 100$$

#### Omkostningsprocent

$$\left( \frac{\text{Administrationsomkostninger}}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue opgjort som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret}} \right) \times 100$$



#### ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent)

ÅOP beregnes som summen af administrationsomkostningerne og handelsomkostningerne ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indlæsningsfradrag ultimo året opgjort i procent.

#### High Water-Mark (HWM)

HWM skal sikre, at der kun udbetales afkastafhængigt honorar af det samme afkast én gang. HWM vil derfor være lig med indre værdi (NAV) ved seneste afregning af honoraret. Pr. 31/12 er HWM opgjort til 145,8928.

#### Omsætningshastighed

Værdipapireernes omsætningshastighed kan udtrykkes ved følgende formel:

$$\frac{(\text{Kursværdi af køb} + \text{Kursværdi ved salg})/2}{\text{Deltagernes gennemsnitlig formue}}$$

Dette nøgletal viser, hvor mange gange en afdelings beholdning af aktier eller obligationer er blevet omsat ved porteføljepleje i løbet af et år.

Deltagernes gennemsnitlige formue opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

# Væsentlige aftaler

## Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har en depotaftale med SEB, Danmark. Depotbanken forvalter og opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for Foreningens afdeling i henhold til lov om finansiel virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

## Aftale om investeringsrådgivning

Foreningen har indgået aftale med Middelfart Sparekasse ("Rådgiver") i forbindelse med investeringer i finansielle instrumenter. Aftalen indebærer, at IFS SEBinvest A/S modtager forslag til handler og andre transaktioner, som Rådgiver anser for fordelagtige for Foreningen. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinier, som Foreningens bestyrelse har fastlagt.

Honoraret for Rådgivningen adskiller sig fra det gængse ved at det faste honorar er relativt lavt, og der betales istedet et performance afhængigt honorar på 15 pct. af hvert års resultat såfremt det er positivt. Såfremt det er negativt betales intet performance fee. Der opereres med såkaldt "high watermark", således at der ikke betales performance fee af den samme stigning mere end een gang.

## Aftale om markedsføring og formidling

Foreningen har en samarbejdsaftale med Middelfart Sparekasse om formidling og markedsføring af Foreningen. Sparekassen fastlægger selv sine markedsføringstiltag med henblik på at fremme salget af Foreningens investeringsbeviser med udgangspunkt i kundernes behov. Der betales intet honorar for denne aktivitet.

## Aftale om market making

Foreningen har indgået en aftale med SEB, Danmark om, at banken i bl.a. NASDAQ OMX Copenhagens handelssystemer løbende stiller priser i Afdelingens investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviserne.

Aftalen indebærer, at der løbende stilles såvel købs- og salgspriser på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser. Foreningen betaler et fast gebyr herfor på 24.000 kr. om året.

## Aftale om forvaltning og administration

Foreningen har indgået aftale med IFS SEBinvest A/S, som er et af Finanstilsynet godkendt investeringsforvaltningsselskab, om at udføre Foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., Foreningens vedtægter samt bestyrelsens retningslinier og instrukser.

## Generelt om aftalerne

Alle Foreningens aftaler er indgået på markedsvilkår. Gebyrsatserne fremgår af tabellen nedenfor.

# Omkostningssatser

**Table 5 - Gebyrsatser i Foreningens væsentligste aftaler pr. 31. december 2014 (pct.)**

Afdeling	IFS administration og forvaltning <sup>1)</sup>	Depotfunktion	Markedsføring og distribution	Investeringsrådgivning <sup>2)</sup>	Tillæg v. emission	Fradrag v. indløsning
Value Aktier	0,10	0,05	0,00	0,60	0,25	0,25

<sup>1)</sup> Gældende for formue op til 500 mio. DKK

<sup>2)</sup> Dertil performanceafhængigt fee på 15 pct. af absolut afkast. Der anvendes "high watermark".



## Rapporter kan rekvireres ved henvendelse

Foreningens årsrapport kan rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf.: 33 28 14 00 eller på e-mail: [ifssebinvest@seb.dk](mailto:ifssebinvest@seb.dk) eller via Foreningens hjemmeside [www.msinvest.dk](http://www.msinvest.dk).