

KAB

Lejerbo

# Årsrapport 2014

Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest

CVR nr. 24 20 41 54



# Indhold

Foreningsoplysninger .....	3	
Ledelsesberetning .....	4	
Bestyrelsens tillidshverv .....	11	
Ledespåtegning .....	12	
Den uafhængige revisors erklæringer .....	13	
Afdelingsregnskaber		
Obligationer 1 KAB .....	14	
Obligationer 2 KAB .....	18	
Obligationer 3 KAB .....	22	
Obligationer 1 Lejerbo .....	26	
Obligationer 2 Lejerbo .....	30	
Obligationer 3 Lejerbo .....	34	
Obligationer 4 Lejerbo .....	38	
Fælles noter .....		42
Anvendt regnskabspraksis .....	43	
Væsentlige aftaler .....	45	
Omkostningssatser .....	44	

## Ordinær generalforsamling afholdes i SEB Huset:

Torsdag den 16. april 2015

## For yderligere information kontakt venligst:

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

Jørgen Jepsen  
Regnskabschef  
jorgen.jepsen@seb.dk



## Kapitalforeningens årsrapport er tillige tilgængelig på [seb.dk/sebinvest](http://seb.dk/sebinvest)

Yderligere eksemplarer af årsrapporten samt afdelingernes beholdningsoversigter kan rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf. 33 28 14 00 eller på e-mail: [ifssebinvest@seb.dk](mailto:ifssebinvest@seb.dk).

Billeder:  
Forside: Spurvegården  
Indholdsfortegnelse: Ørestad

# Foreningsoplysninger

## Navn og hjemsted

Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest  
(Herefter forkortet 'Foreningen')  
Bernstorffsgade 50  
1577 København V  
CVR nr. 24 20 41 54  
Reg. nr. FT 16.024  
Hjemstedskommune: København

## 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 15 91 17

## Bestyrelse

Carsten Wiggers, formand  
Britta Fladeland Iversen  
Preben Keil  
Morten Amtrup

## Revision

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Strandvejen 44  
2900 Hellerup

## Forvaltningsselskab

Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S  
(Herefter forkortet '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

**Tabel 1 - Afdelingerne i Kapitalforeningen KAB / Lejerbo**

<b>Afdelingsnavn</b>	<b>SE nr.</b>	<b>Stiftelsesdato</b>
Obligationer 1 KAB	29 12 39 42	27. december 2005
Obligationer 2 KAB	29 12 39 77	27. december 2005
Obligationer 3 KAB	30 11 89 87	1. november 2007
Obligationer 1 Lejerbo	30 11 89 95	1. november 2007
Obligationer 2 Lejerbo	31 03 22 96	4. februar 2010
Obligationer 3 Lejerbo	31 03 23 18	4. februar 2010
Obligationer 4 Lejerbo	31 03 22 61	4. februar 2010



# Ledelsesberetning

## Kapitalforeningen KAB Lejerbo – kort fortalt

Foreningen består ultimo 2014 af følgende syv afdelinger:

- Obligationer 1 KAB
- Obligationer 2 KAB
- Obligationer 3 KAB
- Obligationer 1 Lejerbo
- Obligationer 2 Lejerbo
- Obligationer 3 Lejerbo
- Obligationer 4 Lejerbo

Afdelingerne henvender sig til KAB og de af KAB administrerede boligafdelinger og -organisationer hhv. Lejerbo og de af Lejerbo administrerede boligafdelinger og -organisationer eller andre af KAB, Lejerbo og foreningens bestyrelse accepterede boligafdelinger og -organisationer.

Foreningen blev stiftet den 1. oktober 1999.

Foreningen ejes af medlemmerne. Foreningens afdelinger ejer tilsammen 0,014 pct. af aktierne i IFS SEInvest A/S, som står for den daglige administration af Foreningens aktiviteter.

Foreningen ledes af Foreningens bestyrelse og direktionen for IFS SEInvest A/S.

## 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 obligationsrenterne ville forsætte 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 fortsatte 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 forskydninger 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 snerydningsberedskab. Uvejret viste sig hurtigt via svaghed i nøgletallene 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 ved 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 bekymringerne 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 skifferolie-sektor i USA har øget investeringsafhængigheden af olieprisen. En lav oliepris medfører, at en del nye oliefeltet 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 særdeleshed jobdata - flyttede fokus sig i 2. halvår mod den amerikanske centralbank, Federal Reserve, som allerede fra årets start begyndte at neddrøse 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. December mødet 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 "tålmodig" 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 ængstelse 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 kriser, 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 blandt virksomheder som følge af sanktionerne mod Rusland. 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 bremse lønstigningerne og trække 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 har ECB som ventet i markedet annonceret et statsobligationsopkøbsprogram i stil med det amerikanske.

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 2015. Venstrefløjsspartiet Syriza vandt dette valg, 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 valgresultatet skabt fornyet politisk usikkerhed i Europa - ikke mindst i lyset af, at det reformskeptiske venstrefløjssparti, 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 forbrugertillid, 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. Lønveksten 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.

**Tabel 2 - Afkast i de enkelte afdelinger og deres respektive referenceindeks**

Afdelinger	Referenceindeks	Afdelingens afkast (pct.)		Benchmarkets afkast (pct.)	
		2014	2013	2014	2013
Obligationer 1 KAB	Sammensat <sup>1)</sup>	4,23	0,53	4,98	-0,30
Obligationer 2 KAB	Sammensat <sup>1)</sup>	3,76	0,28	4,98	-0,30
Obligationer 3 KAB	Sammensat <sup>1)</sup>	4,56	0,56	4,98	-0,26
Obligationer 1 Lejerbo	Danske Capital Benchmark Bruttoskattet 2,0 år	2,14	1,40	2,55	-0,30
Obligationer 2 Lejerbo	Sammensat <sup>1)</sup>	1,64	1,08	1,04	-0,13
Obligationer 3 Lejerbo	EFFAS Danmark 1-3 år	1,89	1,35	0,48	-0,34
Obligationer 4 Lejerbo	Indskudsbevisrenten	2,71	0,84	1,22	1,25

<sup>1)</sup> Referenceindekset er sammensat af flere indeks.

### 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.

### **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 det annoncerede program for statsobligationsopkøb gennemføres. 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 opstramninger 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 i 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. Resultatet 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, performance og omkostninger i afdelingerne**

Afkastene på de enkelte afdelinger har generelt overrasket positivt. Dette skyldes naturligvis det rentefald, som man oplevede i 2014. Afdelingernes afkast har ligget mellem 1,64 pct. og 4,56 pct. jf. tabel 2.

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 Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, som er ejet af bl.a. Foreningen. De samlede administrationsomkostninger fremgår af en fællesnote efter de enkelte afdelingsregnskaber.

### **Bestyrelses- og ledelsesforhold**

Foreningens bestyrelse består af 4 personer, som alle er valgt af Foreningens medlemmer (investorerne) på den årlige generalforsamling. To af disse personer sidder ligeledes i bestyrelsen for Foreningens forvaltningsselskab, Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S. 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 75.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår af note bagerst 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.

Oplysning om vederlag, der udbetales af forvalteren til ansatte m.v., kan findes i note 2 i årsrapporten for Investeringsforvaltnings-selskabet SEBinvest A/S, hvortil der henvises.

### **"Best practice" for ledelse af investeringsforeningen m.v.**

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 distributionsledet, 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. Undersøgelsens generelle del mundedede 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 distributionsledet.

Ledelsen er meget bevidst om, at arbejdet i Foreningen alene har det formål at tjene investorernes interesser bedst muligt. Bestyrelsen har defineret dette mål som at der skal søges at skabes "det bedst mulige risikosterede afkast efter omkostninger i alle afdelinger".

### **Samfundsansvar**

Foreningen har siden 2008, gennem Investeringsforvaltnings-selskabet SEBinvest A/S, samarbejdet 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 – for de aktivt forvaltede afdelinger - atomvåben.

Ultimo december 2014 er der 15 selskaber, som er udelukket fordi de producerer klyngebomber og landminer. I forhold til 2013 er der kommet to nye selskaber på listen, mens et selskaber er taget af. 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 opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især



aktieafdelingerne, andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer - og den skal investor selv tage højde for - er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

Risikoen ved at investere via en 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 risiko investor ønsker at påtage sig med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling bør man som udgangspunkt investere i afdelingerne med lav risiko - altså afdelinger, der er markeret med 1, 2 eller 3 på risikoindikatoren. 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 risikoindikatoren 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%

Risikoklasse	Årlige afkastudsving i pct. (standardafvigelse)	
	Lig med eller større end	Mindre end
7	25,0%	

Afdelingens placering på risikoindikatoren 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 indikatoren (6 – 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1- 2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren 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 Investeringsforeningen SEInvest porteføljerådgivere placeret i udvalgte lokale markeder.

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på vores og porteføljerådgivernes 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 ledelsesinformations-system, 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. Prospekter og Central Investor kan downloades fra sebinvest.dk under fanen Foreninger/Dokumenter.

#### 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.

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.

#### Eksposering 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 valutaeksposering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner, jf. nedenfor.

#### Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer 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. 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.

#### Værdiansættelse

Foreningens finansielle instrumenter værdiansættes til officielt noterede børs- og valutakurser. Foreningen investerer kun i meget begrænset omfang i unoterede 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 obligationsafdelingerne

#### Obligationsmarkedet

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

#### Renterisiko

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

#### Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, Emerging Markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtel-

ser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet udtrykker den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

### 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 [seb.dk/sebinvest](http://seb.dk/sebinvest), hvor alle relevante oplysninger om Foreningens afdelinger findes. Investor kan via hjemmesiden benytte en række analyseværktøjer fra Morningstar på Foreningens afdelinger. Hjemmesiden opdateres desuden løbende igennem alle bankdage med emissions- og indløsningskurser. Der kan endvidere findes historiske afkast- og performance data samt komplette og opdaterede oversigter over afdelingernes beholdninger af aktiver.

Medlemmerne har mulighed for at få besked via e-mail, når der indkaldes til generalforsamling eller der udgives hel- og halvårsregnskaber. Det er desuden muligt at bestille rapporter til fremsendelse pr. post.

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)**

Afdelinger	2014	2013
Obligationer KAB 1	0,10	0,10
Obligationer KAB 2	0,11	0,10
Obligationer KAB 3	0,11	0,11
Obligationer Lejerbo 1	0,11	0,10
Obligationer Lejerbo 2	0,12	0,12
Obligationer Lejerbo 3	0,13	0,13
Obligationer Lejerbo 4	0,18	0,25

# Bestyrelsens tillidshverv

## **Carsten Wiggers, formand**

Cand. polit., født 1955

I bestyrelsen for Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest  
Investeringsforeningen Alternativ Invest  
Investeringsforeningen Wealth Invest  
Kapitalforeningen SEInvest II  
Kapitalforeningen SEB Institutionel  
Kapitalforeningen SEB Kontoførende  
Kapitalforeningen Wealth Invest  
Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S  
VP SECURITIES A/S  
Realkreditforeningen  
Core Bolig IV og V Investoraktieselskab Nr. 1-4  
Core Bolig IV og V Investorkommanditaktieselskab  
Core Bolig IV Kommanditaktieselskab  
Core Bolig V Projekt Kommanditaktieselskab

## **Britta Fladeland Iversen**

Direktør, født 1953

I bestyrelsen for Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest siden 2014.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest  
Investeringsforeningen Alternativ Invest  
Investeringsforeningen Wealth Invest  
Kapitalforeningen SEInvest II  
Kapitalforeningen SEB Institutionel  
Kapitalforeningen SEB Kontoførende  
Kapitalforeningen Wealth Invest  
Bruger Hjælper-Formidlingen A/S  
DISfonden  
UBS Bolig A/S  
Core Advice A/S

## **Morten Amtrup**

Direktør, født 1963

I bestyrelsen for Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest  
Investeringsforeningen Alternativ Invest  
Investeringsforeningen Wealth Invest  
Kapitalforeningen SEInvest II  
Kapitalforeningen SEB Institutionel  
Kapitalforeningen SEB Kontoførende  
Kapitalforeningen Wealth Invest  
Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S  
Nagel Danmark A/S  
Oeconforeningen ved Aarhus Universitet

## **Preben Keil**

Direktør, født 1947

I bestyrelsen for Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEInvest  
Investeringsforeningen Alternativ Invest  
Investeringsforeningen Wealth Invest  
Kapitalforeningen SEInvest II  
Kapitalforeningen SEB Institutionel  
Kapitalforeningen SEB Kontoførende  
Kapitalforeningen Wealth Invest

# Ledespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten 2014 for Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest og erklærer hermed:

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 4. marts 2015

Bestyrelsen

---

**Carsten Wiggers**  
Bestyrelsesformand

---

**Britta Fladeland Iversen**  
Bestyrelsesmedlem

---

**Preben Keil**  
Bestyrelsesmedlem

---

**Morten Amtrup**  
Bestyrelsesmedlem

Direktionen  
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

---

**Jens Lohfert Jørgensen**  
Adm. direktør



# Den uafhængige revisors erklæringer

Til medlemmerne i Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest

## Påtegning på årsregnskaberne

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest (7 afdelinger) for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 omfattende de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance, noter og fælles noter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger udarbejdes efter regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. og tilhørende bekendtgørelse, jf. vedtægternes bestemmelse herom.

## Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. og tilhørende bekendtgørelse, jf. vedtægternes bestemmelse herom. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

## Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskaberne for de enkelte afdelinger 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 årsregnskaberne for de enkelte afdelinger er uden væsentlig fejlinformation.

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

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 årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2014 i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. og tilhørende bekendtgørelse, jf. vedtægternes bestemmelse herom.

## Udtalelse om ledelsesberetningerne

Vi har i henhold til regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. og tilhørende bekendtgørelse, jf. vedtægternes bestemmelse herom gennemlæst foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger.

København, den 4. marts 2015

## PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Jesper Edelbo  
statsautoriseret revisor –

Henrik Hornbæk  
statsautoriseret revisor –

# Obligationer 1 KAB

Kapitalforeningen Obligationer 1 KAB er en obligationsafdeling, der primært investerer i danske obligationer. Alle obligationer skal være udstedt i danske kroner. Varigheden for afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 1 KAB	Primær rådgiver	Danske Capital, del af Danske Bank A/S
Startdato <sup>1)</sup>	27. december 2005	ÅOP 2014	0,10 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,09 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	4,23 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	4,98 pct.
CI Risikoindikator	3		

<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.

### Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,70 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

### Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi ustederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

Den korte version: Renterne faldt overalt! I Danmark faldt den 10-årige rente ca. 1,50 pct.point (svarende til 150 bp.), mens den 2-årige rente faldt med godt 20 bp., og rentekurven fladede således.

Ved indgangen til 2014 fortsatte den amerikanske central bank (FED) neddrøslingen af den ekspansive pengepolitik, og markeds-konsensus var en forventning om, at dette ville få de danske renter til at stige. I første kvartal gik renteutviklingen dog den modsatte vej, idet renterne faldt. Trenden fortsatte i andet kvartal, hvilket i kombination med øget risikoappetit fik rentespændet mellem danske realkreditobligationer og statsobligationer til at køre ind.

Andet halvår var præget af geopolitiske spændinger udtrykt bl.a. i konflikten mellem Rusland og Ukraine, Islamisk Stats fremfærd i Mellemøsten og de folkelige demonstrationer i Hong Kong. I oktober måned steg volatiliteten i markedet markant, hvilket medførte stigende renter. Markedet stabiliserede sig dog efterfølgende, og renterne faldt igen i fjerde kvartal. Dette reflekterede investorernes forventninger om svag økonomisk vækst og dermed lav inflation i euro-zonen for de kommende år. Den kraftigt faldende oliepris trak i samme retning.

I andet halvår oplevede de danske realkreditobligationer større førtidige udtræk end forventet, og der var samtidig større udstedelser end forventet i den lange del af rentekurven.

Ved årets afslutning opstod der likviditetsproblemer i markedet for bindelse med refinansieringsauktionen af rentetilpasningslån. Det blev både sværere og dyrere at belåne obligationer. Foringelsen i markedet vurderes at komme fra en kombination af den sædvanlige årsskifteproblematik, strammere likviditetskrav til bankerne samt fra et betydeligt likviditetsdræn i markedet som følge af en fremrykket beskatning af kapitalpensioner. Udvidelsen af rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer i 2014 har været et særskilt dansk fænomen, og der kan forventes en vis forbedring i likviditeten i 2015.

Et ændret udstedelsesmønster fra realkreditinstitutterne og strammere likviditetskrav fra bankerne betyder dog, at der ikke er udsigt til, at markedet kommer tilbage på samme lave renteforskel mellem statsobligationer og realkreditobligationer, som vi ser i f.eks. Tyskland.

Udvidelsen af rentespændet har påvirket afkastet på danske real-

kreditobligationer negativt i 2014, men det medfører naturligvis, at renten fremadrettet er en anelse højere.

#### Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 4,23 pct. Afkastet på benchmarket lå på 4,98 pct., så afdelingen har underperformeret sit benchmark med 0,75 pct.-point. Porteføljens absolutte afkast anses som værende tilfredsstillende, men det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger på niveau med helårsforventningen om et afkast på 3-6 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.

Afdelingens positive absolutte afkast er primært drevet af det direkte renteafkast på porteføljens andel af realkreditobligationer ("carry").

#### Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 26,7 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 3,6 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 6,2 pct. i 2014 fra 630,3 mio. kr. primo året til 669,1 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 12,1 mio. kr. Derudover er der overført 26,7 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

#### Forventninger til 2015

Afdelingens portefølje er overvejende investeret i realkreditobligationer og består primært af konverterbare realkreditobligationer og variabelt forrentede obligationer med og uden renteloft.

Porteføljens andel af konverterbare realkreditobligationer udgør omkring 35 pct. Rådgiver vurderer, at de variabelt forrentede obligationer med og uden renteloft er meget attraktive i forhold til korte rentetilpasningsobligationer, da de har meget lidt rentefølsomhed og en kupon, som er noget højere end den effektive rente på korte rentetilpasningsobligationer.

Rådgiver forventer fortsat, at de korte renter forbliver lave i lang tid, mens udviklingen i Rusland giver stor usikkerhed, for så vidt angår retningen for de lange renter. Porteføljen er varighedsmæssigt forsigtigt investeret.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 1-4 pct.

## OBLIGATIONER 1 KAB

Resultatopgørelse			Balance			
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>			
1	Renteindtægter	14.484	13.916	<b>Likvide midler:</b>		
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.484</b>	<b>13.916</b>	Indestående i depotselskab	10.603 11.908	
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>Obligationer:</b>			
2	Obligationer	12.780	-9.855	5,7	Not. obl. fra danske udstedere	654.062 613.842
3	Handelsomkostninger	-3	-1	<b>Andre aktiver:</b>		
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>12.777</b>	<b>-9.856</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	4.419 4.551	
<b>I alt indtægter</b>			<b>Aktiver i alt</b>			
4	Administrationsomkostninger	-581	-504		<b>669.084 630.301</b>	
<b>Resultat før skat</b>			<b>Passiver</b>			
	<b>26.680</b>	<b>3.556</b>	6	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>669.073 630.291</b>	
	Skat	0	0	<b>Anden gæld:</b>		
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>26.680</b>	<b>3.556</b>	Skyldige omkostninger	11 10	
<b>Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue</b>			<b>Passiver i alt</b>			
				<b>669.084</b>	<b>630.301</b>	

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	4,65	6,89	4,59	0,53	4,23
Benchmark afkast (pct.)	4,82	6,70	4,32	-0,30	4,98
Indre værdi (DKK pr. andel)	107,31	107,17	105,80	106,37	110,87
Nettoresultat (t.DKK)	22.151	36.307	24.909	3.556	26.680
Udbytte (DKK pr. andel)	7,00	6,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,08	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	-	-	0,29	0,09	0,31
Medlemmernes formue (t.DKK)	564.149	566.990	567.219	630.291	669.073
Cirk. kapital	525.706.249	529.052.549	536.110.326	592.559.626	603.485.974
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,23	0,54	1,17	1,37	1,52
Standardafvigelse	2,86	2,97	2,82	2,40	2,31



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	14.484	13.916
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>14.484</b>	<b>13.916</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	12.780	-9.855
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>12.780</b>	<b>-9.855</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-3	-2
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-3</b>	<b>-1</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-32	0	-32	-3
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-325	0	-325	-296
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-11
Fast administrationshonorar	-195	0	-195	-158
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-567</b>	<b>-14</b>	<b>-581</b>	<b>-504</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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 6: Medlemmernes formue	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	592.559.626	630.291	536.110.326	567.219
Emissioner i året	16.775.682	18.545	67.251.500	70.997
Indløsninger i året	-5.849.334	-6.454	-10.802.200	-11.522
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		11		41
Overførsel af periodens resultat		26.680		3.556
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>603.485.974</b>	<b>669.073</b>	<b>592.559.626</b>	<b>630.291</b>

**Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Realkreditobligationer	72,3
Skibskreditobligationer	7,1
Statsobligationer	20,6
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>

# Obligationer 2 KAB

Kapitalforeningen Obligationer 2 KAB er en obligationsafdeling, der primært investerer i danske obligationer. Alle obligationer skal være udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 2 KAB	Primær rådgiver	SEB Wealth Management
Startdato <sup>1)</sup>	27. december 2005	ÅOP 2014	0,11 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,09 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	3,76 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	4,98 pct.
CI Risikoinikator	3		

<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.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,86 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

## Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

Den korte version: Renterne faldt overalt! I Danmark faldt den 10-årige rente ca. 1,50 pct.point (svarende til 150 bp.), mens den 2-årige rente faldt med godt 20 bp., og rentekurven fladede således.

Ved indgangen til 2014 fortsatte den amerikanske central bank (FED) neddragsingen af den ekspansive pengepolitik, og markeds-konsensus var en forventning om, at dette ville få de danske renter til at stige. I første kvartal gik renteutviklingen dog den modsatte vej, idet renterne faldt. Trenden fortsatte i andet kvartal, hvilket i kombination med øget risikoappetit fik rentespændet mellem danske realkreditobligationer og statsobligationer til at køre ind.

Andet halvår var præget af geopolitiske spændinger udtrykt bl.a. i konflikten mellem Rusland og Ukraine, Islamisk Stats fremfærd i Mellemøsten og de folkelige demonstrationer i Hong Kong. I oktober måned steg volatiliteten i markedet markant, hvilket medførte stigende renter. Markedet stabiliserede sig dog efterfølgende, og renterne faldt igen i fjerde kvartal. Dette reflekterede investorenes forventninger om svag økonomisk vækst og dermed lav inflation i euro-zonen for de kommende år. Den kraftigt faldende oliepris trak i samme retning.

I andet halvår oplevede de danske realkreditobligationer større førtidige udtræk end forventet, og der var samtidig større udstedelser end forventet i den lange del af rentekurven.

Ved årets afslutning opstod der likviditetsproblemer i markedet forbindelse med refinansieringsauktionen af rentetilpasningslån. Det blev både sværere og dyrere at belåne obligationer. Forringelsen i markedet vurderes at komme fra en kombination af den sædvanlige årsskifteproblematik, strammere likviditetskrav til bankerne samt fra et betydeligt likviditetsdræn i markedet som følge af en fremrykket beskatning af kapitalpensioner. Udvidelsen af rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer i 2014 har været et særskilt dansk fænomen, og der kan forventes en vis forbedring i likviditeten i 2015.

Et ændret udstedelsesmønster fra realkreditinstitutterne og strammere likviditetskrav fra bankerne betyder dog, at der ikke er udsigt til, at markedet kommer tilbage på samme lave renteforskel mellem statsobligationer og realkreditobligationer, som vi ser i f.eks. Tyskland.

Udvidelsen af rentespændet har påvirket afkastet på danske realkreditobligationer negativt i 2014, men det medfører naturligvis, at renten fremadrettet er en anelse højere.

### Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 3,76 pct. Afkastet på benchmarket lå på 4,98 pct., så afdelingen har underperformeret sit benchmark med 1,22 pct.-point. Porteføljens absolutte afkast anses som værende tilfredsstillende, men det relative afkast i forhold til benchmarket ikke anses for at være tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger på niveau med helårsforventningen om et afkast på 3-6 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.

Afdelingen positive absolutte afkast er primært drevet af det direkte renteafkast på porteføljens andel af realkreditobligationer ("carry").

### Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 21,4 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 2,1 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 7,6 pct. i 2014 fra 566,8 mio. kr. primo året til 610,0 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 21,9 mio. kr. Derudover er der overført 21,4 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

### Forventninger til 2015

Rådgiver forventer, at ECB vil fastholde renten på det ekstremt lave niveau hele 2015. Kun en kraftig stigning i den økonomiske vækst eller inflationen kan ændre på denne forventning. Endvidere forventes det, at rentekurven vil blive en anelse stejlere i løbet af de kommende seks til 12 måneder. Denne stejning forventes at være baseret på stabile korte og svagt stigende lange renter. En sådan udvikling vil være fordelagtig for porteføljen.

Rådgiver vurderer også, at der stadig er rimelig god værdi i realkreditobligationer relativt til statsobligationer. Udstedelsesbilledet samt muligheden for ekstraordinære indfrielse fra låntagerne vil være af signifikant betydning for performance inden for realkreditsegmentet det kommende år. Dette vil være særligt gældende for flexlån og de lange konverterbare obligationer med 3 pct., 3,5 pct. og 4 pct.-rentekupon.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 1-4 pct.

## OBLIGATIONER 2 KAB

## 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	16.961	14.907
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>16.961</b>	<b>14.907</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2 Obligationer	4.940	-12.388
3 Handelsomkostninger	-8	-6
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>4.932</b>	<b>-12.394</b>
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>21.893</b>	<b>2.513</b>
4 Administrationsomkostninger	-536	-460
<b>Resultat før skat</b>	<b>21.357</b>	<b>2.053</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>21.357</b>	<b>2.053</b>
<b>Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue</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	7.425	1.860
<b>Obligationer:</b>		
5,8 Not. obl. fra danske udstedere	594.728	555.731
<b>Kapitalandele:</b>		
6 Unot. kap.and. fra DK selsk.	2	2
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.876	9.181
<b>Aktiver i alt</b>	<b>610.031</b>	<b>566.774</b>
<b>Passiver</b>		
7 <b>Medlemmernes formue</b>	<b>610.020</b>	<b>566.763</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	11	11
<b>Passiver i alt</b>	<b>610.031</b>	<b>566.774</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	5,24	8,38	4,08	0,28	3,76
Benchmark afkast (pct.)	4,82	6,70	4,32	-0,30	4,98
Indre værdi (DKK pr. andel)	104,16	108,51	106,67	106,97	110,99
Nettoresultat (t.DKK)	18.919	37.167	19.483	2.053	21.357
Udbytte (DKK pr. andel)	4,00	6,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	-	-	0,53	0,61	0,81
Medlemmernes formue (t.DKK)	459.677	482.525	507.195	566.763	610.020
Cirk. kapital	441.307.581	444.673.181	475.477.814	529.823.214	549.601.214
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	0,47	0,80	1,12	1,23	1,31
Standardafvigelse	2,81	3,12	3,16	2,94	2,81



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	16.961	14.864
Unoterede obligationer	0	43
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>16.961</b>	<b>14.907</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	4.940	-12.391
Unot. obligationer	0	3
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>4.940</b>	<b>-12.388</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-8	-7
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-8</b>	<b>-6</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-36	0	-36	-8
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-295	0	-295	-265
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-10
Fast administrationshonorar	-176	0	-176	-141
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-522</b>	<b>-14</b>	<b>-536</b>	<b>-460</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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 6: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:**

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	2	2
---	---	---

Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.) 0,0 0,0  
Se iverigt ejerforhold under foreningens oplysninger

**Note 7: Medlemmernes formue**

	2014 Antal andele	2014 Formue- værdi 1.000 DKK	2013 Antal andele	2013 Formue- værdi 1.000 DKK
Medlemmernes formue primo	529.823.214	566.763	475.477.814	507.195
Emissioner i året	21.291.900	23.554	65.062.000	68.997
Indløsninger i året	-1.513.900	-1.667	-10.716.600	-11.522
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		13		40
Overførsel af periodens resultat		21.357		2.053
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>549.601.214</b>	<b>610.020</b>	<b>529.823.214</b>	<b>566.763</b>

**Note 8: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Realkreditobligationer	89,4
Statsobligationer	10,6
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>

# Obligationer 3 KAB

Kapitalforeningen Obligationer 3 KAB er en obligationsafdeling, der primært investerer i danske obligationer. Alle obligationer skal være udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 3 KAB	Primær rådgiver	Nykredit Bank A/S
Startdato <sup>1)</sup>	1. november 2007	ÅOP 2014	0,11 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,09 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	4,56 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	4,98 pct.
CI Risikoindikator	3		

<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.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,83 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

## Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

2014 er slut over og generelt er renterne faldet, mest udtalt i de lange renter. Den 30-årige statsrente er således halveret, så renten ved indgangen til 2015 lå i niveauet 1,4 pct. Det markante rentefald er affødt af endnu et år med skuffende vækst i euro området kombineret med lav inflation. For euro området peger vækst og inflation for 2014 således i retning af et niveau på henholdsvis 0,8 pct. og 0,5 pct.

De lave renter og fladning af kurven, har bragt realkreditobligationen 2,5 pct. 2047 op i et kursniveau, hvor udsigten til faldende konverteringsaktivitet ikke ligger lige for. Den gode december for realkreditobligationer udeblev, da især bankerne var på bagkant med reinvestering af deres likviditet fra kuponer og udtrukne andele. Bankernes passivitet er kommet bag på markedet, men der er ingen tvivl om, at likviditetskrav har stor indflydelse, da bankerne er mere fokuseret på størrelsen af deres balancer.

Årets største rentetilpasningsauktion sluttede i november, men der var stadig en stor manko af lån, der skulle udstedes. Det var primært i variable forrentede obligationer med en løbetid på 3-5 år udstedelsen fandt sted. Kombineret med bankernes tilbageholdenhed kørte rentespændene til statsobligationer voldsomt ud og segmentet tabte ligesom de konverterbare realkreditobligationer til varighedsækvivalente stater.

## Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 4,56 pct. Afkastet på benchmarket lå på 4,98 pct., så afdelingen har underperformeret sit benchmark med 0,42 pct.-point. Porteføljens absolutte afkast anses som værende tilfredsstillende, men det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger på niveau med helårsforventningen om et afkast på 3 til 6 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.

Afdelingen positive absolutte afkast er primært drevet af det direkte renteafkast på porteføljens andel af realkreditobligationer ("carry").

## Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 23,0 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 2,9 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 5,3 pct. i 2014 fra 504,7 mio. kr. primo året til 531,4 mio. kr. ultimo året. Formuen er positivt påvirket af nettoemissioner for i alt 3,7 mio. kr. Derudover er der overført

23,0 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

#### Forventninger til 2015

Rådgiver forventer, at de meget lave lange renter vil fastholde indfrielsesniveauet i de konverterbare obligationer på et højt niveau i starten af 2015. Generelt bør det meget lave renteniveau også øge incitamentet for låntagere med variable forrentede lån til at låse renten fast i længere løbetider.

Det forventelige højere udbud af fastforrentede realkreditobligationer burde isoleret set ikke være et problem for markedet, men i kombination med et scenario med stigende renter kan renterisiko blive et emne, der skal holdes øje med i løbet af 2015.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 1-4 pct.



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	12.716	14.245
Unoterede obligationer	0	81
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>12.716</b>	<b>14.326</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	10.802	-11.028
Unot. obligationer	0	83
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>10.802</b>	<b>-10.945</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-20	-20
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-20</b>	<b>-19</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-40	0	-40	-15
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-261	0	-261	-249
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-10
Fast administrationshonorar	-156	0	-156	-133
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-472</b>	<b>-14</b>	<b>-486</b>	<b>-443</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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 6: Medlemmernes formue	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	465.262.148	504.688	433.768.948	467.904
Emissioner i året	11.937.000	13.510	34.862.200	37.513
Indløsninger i året	-8.682.717	-9.824	-3.369.000	-3.668
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		12		20
Overførsel af periodens resultat		23.012		2.919
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>468.516.431</b>	<b>531.398</b>	<b>465.262.148</b>	<b>504.688</b>

**Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Indeksobligationer	13,5
Realkreditobligationer	84,4
Statsobligationer	2,1
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>



# Obligationer 1 Lejerbo

Kapitalforeningen Obligationer 1 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 3 år.

Afdeling	Obligationer 1 Lejerbo	Primær rådgiver	Danske Capital, del af Danske Bank
Startdato <sup>1)</sup>	1. november 2007	ÅOP 2014	0,11 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,09 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	2,14 pct.
Benchmark	Danske Capital Bench. Brt.beskattet 2,0 år	Årets benchmark afkast	2,55 pct.
CI Risikoindeks	2		

<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.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 3 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 3 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 1,88 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 2 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

## Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

Den korte version: Renterne faldt overalt! I Danmark faldt den 10-årige rente ca. 1,50 pct.point (svarende til 150 bp.), mens den 2-årige rente faldt med godt 20 bp., og rentekurven fladede således.

Ved indgangen til 2014 fortsatte den amerikanske central bank (FED) neddrøslingen af den ekspansive pengepolitik, og markeds-konsensus var en forventning om, at dette ville få de danske renter til at stige. I første kvartal gik renteutviklingen dog den modsatte vej, idet renterne faldt. Trenden fortsatte i andet kvartal, hvilket i kombination med øget risikoappetit fik rentespændet mellem danske realkreditobligationer og statsobligationer til at køre ind.

Andet halvår var præget af geopolitiske spændinger udtrykt bl.a. i konflikten mellem Rusland og Ukraine, Islamisk Stats fremfærd i Mellemøsten og de folkelige demonstrationer i Hong Kong. I oktober måned steg volatiliteten i markedet markant, hvilket medførte stigende renter. Markedet stabiliserede sig dog efterfølgende, og renterne faldt igen i fjerde kvartal. Dette reflekterede investorenes forventninger om svag økonomisk vækst og dermed lav inflation i euro-zonen for de kommende år. Den kraftigt faldende oliepris trak i samme retning.

I andet halvår oplevede de danske realkreditobligationer større førtidige udtræk end forventet, og der var samtidig større udstedelser end forventet i den lange del af rentekurven.

Ved årets afslutning opstod der likviditetsproblemer i markedet forbindelse med refinansieringsauktionen af rentetilpasningslån. Det blev både sværere og dyrere at belåne obligationer. Foringelsen i markedet vurderes at komme fra en kombination af den sædvanlige årsskifteproblematik, strammere likviditetskrav til bankerne samt fra et betydeligt likviditetsdræn i markedet som følge af en fremrykket beskatning af kapitalpensioner. Udvidelsen af rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer i 2014 har været et særskilt dansk fænomen, og der kan forventes en vis forbedring i likviditeten i 2015.

Et ændret udstedelsesmønster fra realkreditinstitutterne og strammere likviditetskrav fra bankerne betyder dog, at der ikke er udsigt til, at markedet kommer tilbage på samme lave renteforskel mellem statsobligationer og realkreditobligationer, som vi ser i f.eks. Tyskland.

Udvidelsen af rentespændet har påvirket afkastet på danske realkreditobligationer negativt i 2014, men det medfører naturligvis, at

renten fremadrettet er en anelse højere.

#### Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 2,14 pct. Afkastet på benchmarket lå på 2,55 pct., så afdelingen har underperformeret sit benchmark med 0,41 pct.-point. Porteføljens absolutte afkast anses som værende tilfredsstillende, men det relative afkast i forhold til benchmarket anses for at være acceptabelt.

Det absolutte afkast ligger på niveau med helårsforventningen om et afkast på 2-5 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.

Afdelingens positive absolutte afkast er primært drevet af det direkte renteafkast på porteføljens andel af realkreditobligationer ("carry").

#### Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 11,2 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 7,2 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 2,1 pct. i 2014 fra 522,8 mio. kr. primo året til 534,0 mio. kr. ultimo året. Der er overført 11,2 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

#### Forventninger til 2015

Afdelingens portefølje er overvejende investeret i realkreditobligationer og består primært af konverterbare realkreditobligationer og variabelt forrentede obligationer med og uden renteloft.

Porteføljens andel af konverterbare realkreditobligationer udgør omkring 35 pct. Rådgiver vurderer, at de variabelt forrentede obligationer med og uden renteloft er meget attraktive i forhold til korte rentetilpasningsobligationer, da de har meget lidt rentefølsomhed og en kupon, som er noget højere end den effektive rente på korte rentetilpasningsobligationer.

Rådgiver forventer fortsat, at de korte renter forbliver lave i lang tid, mens udviklingen i Rusland giver stor usikkerhed, for så vidt angår retningen for de lange renter. Porteføljen er varighedsmæssigt for-sigtigt investeret.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 1-4 pct.

## OBLIGATIONER 1 LEJERBO

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1	Renteindtægter	10.583	10.331		
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.583</b>	<b>10.331</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>Likvide midler:</b>		
2	Obligationer	1.079	-2.677	Indestående i depotselskab	
3	Handelsomkostninger	-4	-2	6.063	570
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>1.075</b>	<b>-2.679</b>	<b>Obligationer:</b>	
<b>I alt indtægter</b>			5,7 Not. obl. fra danske udstedere		
	<b>11.658</b>	<b>7.652</b>	524.294	518.631	
<b>Resultat før skat</b>			<b>Andre aktiver:</b>		
4	Administrationsomkostninger	-484	-449	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	
	<b>11.174</b>	<b>7.203</b>	3.626	3.607	
<b>Skat</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
	0	0	<b>533.983</b>	<b>522.808</b>	
<b>Årets nettoresultat</b>			<b>Passiver</b>		
	<b>11.174</b>	<b>7.203</b>	6 <b>Medlemmernes formue</b>		
<b>Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue</b>			533.972		
			11	522.798	
			<b>Anden gæld:</b>		
			Skyldige omkostninger		
			11		
			10		
			<b>Passiver i alt</b>		
			<b>533.983</b>		
			<b>522.808</b>		

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	1,90	3,64	3,08	1,40	2,14
Benchmark afkast (pct.)	3,57	4,40	2,14	-0,30	2,55
Indre værdi (DKK pr. andel)	109,41	113,39	116,89	118,52	121,06
Nettoresultat (t.DKK)	8.184	17.578	15.415	7.203	11.174
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,11	0,10	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	-	-	0,32	0,18	0,45
Medlemmernes formue (t.DKK)	482.601	500.179	515.594	522.798	533.972
Cirk. kapital	441.095.440	441.095.440	441.095.440	441.095.440	441.095.440
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-	0,15	0,33	0,70	1,59
Standardafvigelse	-	3,55	3,18	2,15	1,15

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	10.583	10.331
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>10.583</b>	<b>10.331</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	1.079	-2.677
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>1.079</b>	<b>-2.677</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-4	-2
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-29	0	-29	-3
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-267	0	-267	-261
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-10
Fast administrationshonorar	-159	0	-159	-139
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-470</b>	<b>-14</b>	<b>-484</b>	<b>-449</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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 6: Medlemmernes formue	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	441.095.440	522.798	441.095.440	515.594
Overførsel af periodens resultat		11.174		7.204
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>441.095.440</b>	<b>533.972</b>	<b>441.095.440</b>	<b>522.798</b>

**Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Realkreditobligationer	81,3
Skibskreditobligationer	6,7
Statsobligationer	12,0
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>

# Obligationer 2 Lejerbo

Kapitalforeningen Obligationer 2 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 3 år.

Afdeling	Obligationer 2 Lejerbo	Primær rådgiver	Nordea Investment Management AB, Danmark
Startdato <sup>1)</sup>	4. februar 2010	ÅOP 2014	0,12 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,10 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	1,64 pct.
Benchmark	Sammensat	Årets benchmark afkast	1,04 pct.
CI Risikoindeks	3		

<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.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 3 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 3 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 2,23 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

## Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

De lange renter er faldet kraftigt i løbet af 2014, og renten på den 10-årige danske statsobligation lå ultimo 2014 på 0,83 pct. svarende til et rentefald på 0,37 pct.-point alene i årets sidste kvartal. Samtidig med rentefaldet blev rentekurven markant fladere. Rentefaldet i danske statsobligationer blev drevet af tilsvarende rentefald i Tyskland og Eurozonen.

I obligationsmarkedet er det forventningen, at den europæiske centralbank ECB vil begynde såkaldte kvantitative lempelser efter amerikansk forbillede. Det betyder i praksis, at centralbanken vil begynde at opkøbe statsobligationer for derved at øge pengemængden og modvirke tendensen til faldende inflation.

I andet halvår oplevede de danske realkreditobligationer større førtidige udtræk end forventet, og der var samtidig større udstedelser end forventet i den lange del af rentekurven.

Ved årets afslutning opstod der likviditetsproblemer i markedet forbindelse med refinansieringsauktionen af rentetilpasningslån. Det blev både sværere og dyrere at belåne obligationer. Forringelsen i markedet vurderes at komme fra en kombination af den sædvanlige årsskifteproblematik, strammere likviditetskrav til bankerne samt fra et betydeligt likviditetsdræn i markedet som følge af en fremrykket beskatning af kapitalpensioner. Udvidelsen af rentespændet mellem stats- og realkreditobligationer i 2014 har været et særskilt dansk fænomen, og der kan forventes en vis forbedring i likviditeten i 2015.

Et ændret udstedelsesmønster fra realkreditinstitutterne og strammere likviditetskrav fra bankerne betyder dog, at der ikke er udsigt til, at markedet kommer tilbage på samme lave renteforskel mellem statsobligationer og realkreditobligationer, som vi ser i f.eks. Tyskland.

Udvidelsen af rentespændet har påvirket afkastet på danske realkreditobligationer negativt i 2014, men det medfører naturligvis, at renten fremadrettet er en anelse højere.

## Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 1,64 pct. Afkastet på benchmarket lå på 1,04 pct., så afdelingen har outperformat sit benchmark med 0,60 pct.-point. Porteføljens absolutte og relative afkast anses som værende tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger lidt under helårsforventningen om et afkast på 2-5 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.



Afdelingen har været eksponeret mod realkreditobligationer frem for statsobligationer gennem hele 2014. Allokeringen har over hele 2014 skabt et merafkast i forhold til benchmark, dog har det haft negativ betydning for det relative afkast i 4. kvartal.

Overvægten af realkreditobligationer var i 4. kvartal koncentreret i fastforrentede konverterbare obligationer med en kupon på 3 pct., 2- og 4-årige RTL-obligationer og lange capped floaters, hvilket samlet set gav et væsentligt bidrag til merafkastet.

#### Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 4,3 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 2,8 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 1,6 pct. i 2014 fra 259,9 mio. kr. primo året til 264,2 mio. kr. ultimo året. Der er overført 4,3 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

#### Forventninger til 2015

Den største overraskelse i de finansielle markeder i 2014 har givet vis været det kraftige fald i de lange renter gennem hele året. Den 10-årige tyske statsobligationsrente er f.eks. faldet med ca. 1,5 pct.-point.). Med den erfaring rigere kunne man tro, at mange markedsaktører ville være forsigtige med at prognosticere højere renter i 2015, men det synes ikke at være tilfældet.

Rådgiver er ikke decideret uenige i flere af argumenterne for en rentestigning, men rådgiver er forsigtige med at konkludere alt for ensidigt på udsigterne for de lange renter. Det er der flere årsager til.

For det første er vækstudsigterne usikre, og selv med højere BNP-vækst i 2015 vil der stadig være en høj grad af uudnyttet produktionskapacitet i den globale økonomi i de større lande på nær måske USA. Verdensøkonomien er stadig fundamentalt ikke-inflationær.

For det andet modsvares ophøret af Federal Reserves obligationsopkøbsprogram sandsynligvis af tilsvarende programmer i Japan, Euro-området og måske også i Kina, således det samlede centralbanksopkøb af rentevarighed faktisk vil stige en smule i 2015.

Alt i alt forventer vi, at de lange obligationsrenter – de aktuelt lave niveauer til trods – ikke på en kort/mellemlang tidshorison kan siges at være for klart opadgående. Dermed kan obligationer stadig fremstå som et interessant alternativ til en kontantplacering, som i øjeblikket giver et negativt afkast. På længere sigt kan renterne dog stige, således som det også aktuelt er priset ind i obligationsmarkederne.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 1-4 pct.

## OBLIGATIONER 2 LEJERBO

Resultatopgørelse			Balance			
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK	
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>			
1	Renteindtægter	6.683	6.478	<b>Likvide midler:</b>		
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6.683</b>	<b>6.478</b>	Indestående i depotselskab	833 1.071	
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>Obligationer:</b>			
2	Obligationer	-2.139	-3.449	5,7 Not. obl. fra danske udstedere	259.465 254.284	
3	Handelsomkostninger	-4	-3	<b>Andre aktiver:</b>		
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-2.143</b>	<b>-3.452</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.888 4.564	
<b>I alt indtægter</b>			<b>Aktiver i alt</b>			
	<b>4.540</b>	<b>3.026</b>	<b>264.186 259.919</b>			
4	Administrationsomkostninger	-273	-262	<b>Passiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>			<b>6 Medlemmernes formue</b>			
	<b>4.267</b>	<b>2.764</b>	<b>264.175 259.908</b>			
	Skat	0	0	<b>Anden gæld:</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>			<b>Skyldige omkostninger</b>			
	<b>4.267</b>	<b>2.764</b>	11 11			
<b>Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue</b>			<b>Passiver i alt</b>			
			<b>264.186 259.919</b>			

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	1,77	4,60	3,11	1,08	1,64
Benchmark afkast (pct.)	0,17	3,30	1,11	-0,13	1,04
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,82	106,50	109,82	111,00	112,82
Nettoresultat (t.DKK)	3.084	9.390	7.088	2.764	4.267
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,16	0,18	0,10	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	-	-	0,33	0,60	0,67
Medlemmernes formue (t.DKK)	172.665	220.055	257.143	259.908	264.175
Cirk. kapital	169.581.034	206.617.534	234.152.734	234.152.734	234.152.734
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-	-	-	1,46	1,43
Standardafvigelse	-	-	-	1,53	1,37

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	6.683	6.399
Unoterede obligationer	0	79
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>6.683</b>	<b>6.478</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	-2.139	-3.529
Unot. obligationer	0	80
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-2.139</b>	<b>-3.449</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-4	-3
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-4</b>	<b>-3</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-21	0	-21	-6
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-144	0	-144	-144
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-7
Fast administrationshonorar	-79	0	-79	-69
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-259</b>	<b>-14</b>	<b>-273</b>	<b>-262</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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.

<b>Note 6: Medlemmernes formue</b>	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	234.152.734	259.908	234.152.734	257.143
Overførsel af periodens resultat		4.267		2.765
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>234.152.734</b>	<b>264.175</b>	<b>234.152.734</b>	<b>259.908</b>

**Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Finans	2,3
Realkreditobligationer	97,7
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>

# Obligationer 3 Lejerbo

Kapitalforeningen Obligationer 3 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 4 år.

Afdeling	Obligationer 3 Lejerbo	Primær rådgiver	Nykredit Bank A/S
Startdato <sup>1)</sup>	4. februar 2010	ÅOP 2014	0,13 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,12 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	1,89 pct.
Benchmark	EFFAS Danmark 1-3 år	Årets benchmark afkast	0,48 pct.
CI Risikoindeks	3		

<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.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 2,45 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

## Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

I gennem 2014 er renterne generelt faldet - mest udtalt i de lange renter. Den 30-årige statsrente er således halveret, så renten ved indgangen til 2015 lå i niveauet 1,4 pct. Det markante rentefald er affødt af endnu et år med skuffende vækst i euro området kombineret med lav inflation. For euro området peger vækst og inflation for 2014 således i retning af et niveau på henholdsvis 0,8 pct. og 0,5 pct.

De lave renter og fladning af kurven, har bragt 2,5 pct. 2014 op i et kursniveau, hvor udsigten til faldende konverteringsaktivitet ikke ligger lige for. Den gode december for realkreditobligationer udeblev, da især bankerne var på bagkant med reinvestering af deres likviditet fra kuponer og udtrukne andele. Bankernes passivitet er kommet bag på markedet, men der er ingen tvivl om, at likviditetskrav har stor indflydelse, da bankerne er mere fokuseret på størrelsen af deres balancer.

Årets største rentetilpasningsauktion sluttede i november, men der var stadig en stor manko af lån, der skulle udstedes. Det var primært i variable forrentede obligationer med en løbetid på 3-5 år udstedelsen fandt sted. Kombineret med bankernes tilbageholdenhed kørte rentespændene til statsobligationer voldsomt ud og segmentet tabte ligesom de konverterbare realkreditobligationer til varighedsækvivalente stater.

## Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 1,89 pct. Afkastet på benchmarket lå på 0,48 pct., så afdelingen har outperformat sit benchmark med 1,41 pct.-point. Såvel det absolutte som det relative afkast anses som værende tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger lidt under helårsforventningen om et afkast på 2 til 5 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.

Afdelingens positive absolutte afkast er primært drevet af det direkte renteafkast på porteføljens andel af realkreditobligationer ("carry").

## Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 5,0 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 3,5 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 1,9 pct. i 2014 fra 264,9 mio. kr. primo året til 269,9 mio. kr. ultimo året. Der er overført 5,0 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

### Forventninger til 2015

Rådgiver forventer, at de meget lave lange renter vil fastholde indfrielsesniveauet i de konverterbare obligationer på et højt niveau i starten af 2015. Generelt bør det meget lave renteniveau også øge incitamentet for låntagere med variable forrentede lån til at låse renten fast i længere løbetider.

Det forventelige højere udbud af fastforrentede realkreditobligationer burde isoleret set ikke være et problem for markedet, men i kombination med et scenario med stigende renter kan renterisiko blive et emne, der skal holdes øje med i løbet af 2015.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 1-4 pct.



## OBLIGATIONER 3 LEJERBO

## 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	6.301	6.410
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6.301</b>	<b>6.410</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2 Obligationer	-957	-2.559
3 Handelsomkostninger	-13	-15
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-970</b>	<b>-2.574</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>5.331</b>	<b>3.836</b>
4 Administrationsomkostninger	-313	-295
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.018</b>	<b>3.541</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.018</b>	<b>3.541</b>
<b>Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue</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	617	0
<b>Obligationer:</b>		
5,7 Not. obl. fra danske udstedere	278.900	262.495
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.100	2.437
<b>Aktiver i alt</b>	<b>281.617</b>	<b>264.932</b>
<b>Passiver</b>		
6 <b>Medlemmernes formue</b>	<b>269.887</b>	<b>264.869</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	11	11
Lån	0	52
Mellemv. vedr. handelsafv.	11.719	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>11.730</b>	<b>63</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>281.617</b>	<b>264.932</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	1,79	5,35	3,31	1,35	1,89
Benchmark afkast (pct.)	1,07	3,00	0,61	-0,34	0,48
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,83	107,27	110,83	112,33	114,46
Nettoresultat (t.DKK)	2.038	9.360	8.354	3.541	5.018
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,23	0,19	0,12	0,11	0,12
Omsætningshastighed (antal gange)	-	-	0,84	0,84	1,13
Medlemmernes formue (t.DKK)	113.559	182.920	261.328	264.869	269.887
Cirk. kapital	111.520.976	170.517.976	235.793.327	235.793.327	235.793.327
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-	-	-	1,37	1,34
Standardafvigelse	-	-	-	1,82	1,66

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	6.301	6.359
Unoterede obligationer	0	51
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>6.301</b>	<b>6.410</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	-957	-2.625
Unot. obligationer	0	66
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>-957</b>	<b>-2.559</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-13	-15
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-13</b>	<b>-15</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014		2013	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-24	0	-24	-6
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-179	0	-179	-176
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-7
Fast administrationshonorar	-81	0	-81	-70
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-299</b>	<b>-14</b>	<b>-313</b>	<b>-295</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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.

<b>Note 6: Medlemmernes formue</b>	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	235.793.327	264.869	235.793.327	261.328
Overførsel af periodens resultat		5.018		3.541
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>235.793.327</b>	<b>269.887</b>	<b>235.793.327</b>	<b>264.869</b>

**Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Indeksobligationer	5,9
Realkreditobligationer	94,1
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>

# Obligationer 4 Lejerbo

Kapitalforeningen Obligationer 4 Lejerbo er en obligationsafdeling, der primært investerer i korte danske obligationer. Afdelingen kan alene investere i obligationer udstedt i danske kroner. Varigheden på afdelingens portefølje af obligationer skal ligge mellem 0 og 5 år.

Afdeling	Obligationer 4 Lejerbo	Primær rådgiver	Alm. Brand Asset Management
Startdato <sup>1)</sup>	4. februar 2010	ÅOP 2014	0,18 pct.
Andel á	DKK 100,00	Administrationsomk.	0,12 pct.
Skattestatus	Akkumulerende	Årets afkast	2,71 pct.
Benchmark	Indskudsbevisrenten	Årets benchmark afkast	1,22 pct.
CI Risikoindeks	3		

<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.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, hvor der investeres i danske stats- og realkreditobligationer.

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 1,49 år.

Samlet set er risikoen ved investering i denne afdeling mellemlav, og det afspejler sig i afdelingens placering på trin 3 i 7-trins risikoskalaen. For en beskrivelse af risikoskalaen henvises til afsnittet "Risiko knyttet til investors valg af afdelinger" i foreningens ledelsesberetning.

Afdelingen benytter et sammensat indeks som referenceindeks. Indekset er sammensat, så det afspejler det investeringsunivers, afdelingen opererer indenfor.

## Særlige risici

Investering i det danske obligationsmarked er behæftet med risici, der kan knyttes til de enkelte udstedere af obligationerne. Denne type af risiko kaldes for kreditrisiko. Ved at sprede investeringerne på forskellige udstedere reduceres den samlede kreditrisiko, men der er ikke desto mindre en risiko, fordi udstederne i et vist omfang er indbyrdes afhængige af udviklingen på boligmarkedet og af tilstanden i den danske økonomi som helhed.

Der er i denne afdeling ingen særlige risici ud over de ovenfor nævnte.

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.

## Markedsudvikling i 2014

Obligationsrenterne ramte i 2014 et historisk lavpunkt. Det skyldes blandet andet, at der er usikkerhed om den økonomiske vækst i Europa, og at inflationen generelt set stadig er aftagende. I 2014 er renterne på de danske statsobligationer med en løbetid på 2, 5 og 10 år faldet med henholdsvis 0,35, 1,05 og 1,4 pct.-point. De danske statsrenter er nu negative ud til 3 års løbetid, og den 10 årige rente er faldet til ca. 1-pct.-point.

At der ses med alvor på den europæiske økonomi fremgår af, at renteforskellen mellem den tyske og den japanske 10-årige rente er nede på 0,3 pct.-point. Obligationsmarkedet indregner en større og større sandsynligt for, at Europa ender i et såkaldt Japanscenarie med lav vækst og inflation i en længere periode. Den europæiske centralbank ECB's retorik er derfor mod slutningen af året blødt op, og der ventes igangsat pengepolitiske tiltag i 2015, der skal holde Europa i gang.

## Afkast i 2014

Årets afkast efter alle omkostninger kan opgøres til 2,71 pct. Afkastet på benchmarket lå på 1,22 pct., så afdelingen har outperformed sit benchmark med 1,49 pct.-point. Såvel det absolutte som det relative afkast anses som værende meget tilfredsstillende.

Det absolutte afkast ligger lidt under helårsforventningen om et afkast på 2 til 5 pct., som blev offentliggjort i forbindelse med halvårsrapporten 2014.

En vigtig årsag til det gode afkast i 2014 er, at rådgivers "trend-styrede" model har haft et signal om stigende markeder siden januar måned. Altså et signal om faldende renter og stigende obligationskurser på statsobligationer. Rådgiver har derfor haft en varighed lidt over 2. Rådgiver valgte ikke at øge varigheden fuldt ud til mandatets grænse på 5, da selv mindre rentestigninger ville gøre det udfordrende at opnå et positivt afkast.

En anden årsag til det gode afkast er valget af enkeltobligationer. Rådgivers fokus på at investere i konverterbare realkreditobligationer har samlet set givet højere renteindtægter end korte flex- eller statsobligationer, som er alternativerne.

Strategisk set arbejder rådgiver på at skabe et konsistent og vedvarende godt afkast til porteføljen. I den sammenhæng forsøges det at udvælge obligationer til porteføljen, der har attraktive afkast/risiko-forhold. Det kan eksempelvis være obligationer med karakteristika, som obligationsmodeller har svært ved at tage

højde for. Et eksempel er investeringen i 4 pct. 2041 fra Nordea med 30 års afdragsfrihed. Eftersom boligejerne har fået 30 års afdragsfrihed, er de relativt tilbageholdende med at konvertere realkreditlånet, fordi de ikke kan få samme lange afdragsfrihed på et nyt realkreditlån. Når der kun er få boligejere, der omlægger realkreditlån, så giver det et godt afkast til porteføljen. I forhold til sammenlignelige realkreditobligationer har denne obligation opnået det bedste afkast i 2014 - og har opnået et merafkast på 1,4 pct.-point i forhold til sammenlignelige obligationer.

#### Økonomiske resultater i 2014

Afdelingen gav et overskud på 7,5 mio. kr. i 2014, hvilket skal sammenlignes med et overskud på 2,3 mio. kr. året forinden.

Afdelingens formue er steget med 2,7 pct. i 2014 fra 277,6 mio. kr. primo året til 285,1 mio. kr. ultimo året. Der er overført 7,5 mio. kr. fra afdelingens resultatopgørelse.

#### Forventninger til 2015

Obligationsrenterne har ramt et historisk lavpunkt. Rentefaldet er blevet forstærket af, at Den Europæiske Centralbank (ECB) har sænket sin ledende styrente ad flere gange. Rentefaldet er på det seneste fortsat på grund af faldende råvare og energipriser, som påvirker den globale inflation i nedadgående retning.

Dette har blandt andet ført til stigende forventninger om, at ECB vil forsøge at vende udviklingen gennem tilførsel af ekstra likviditet. I praksis vil det ske ved at opkøbe store mængder af obligationer med stigende obligationskurser og faldende renter til følge. Alene forventningerne hertil har på forhånd haft den ønskede effekt dvs. faldende renter.

Rådgiver forventer, at markedsrenterne forbliver lave i en længere periode. Potentialet for, at markedsrenterne falder yderligere er samtidig begrænset. Fokus vil derfor være at skabe et positivt afkast. I lyset af de historisk lave renter vil renterisikoen blive holdt relativt lav inden for trendstrategiens rammer. Fokus vil være at investere i realkreditobligationer, som kan tilføre porteføljerne flest mulige renteindtægter.

Det forventede afkast for hele året 2015 er 0,5-3 pct.

## OBLIGATIONER 4 LEJERBO

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2014 1.000 DKK	1.1-31.12.2013 1.000 DKK	Note	31.12.2014 1.000 DKK	31.12.2013 1.000 DKK
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1	Renteindtægter	7.229	6.982	<b>Likvide midler:</b>	
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.229</b>	<b>6.982</b>	Indestående i depotselskab	327 3.535
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>Obligationer:</b>		
2	Obligationer	744	-4.020	5,7 Not. obl. fra danske udstedere	343.039 290.292
3	Handelsomkostninger	-110	-308	<b>Andre aktiver:</b>	
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>634</b>	<b>-4.328</b>	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.138 3.166
<b>I alt indtægter</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
	<b>7.863</b>	<b>2.654</b>	<b>346.504 296.993</b>		
4	Administrationsomkostninger	-346	-332	<b>Passiver</b>	
<b>Resultat før skat</b>			<b>6 Medlemmernes formue</b>		
	<b>7.517</b>	<b>2.322</b>	<b>285.120 277.603</b>		
	Skat	0	0	<b>Anden gæld:</b>	
<b>Årets nettoresultat</b>			Skyldige omkostninger		
	<b>7.517</b>	<b>2.322</b>	11 11		
<b>Årets nettoresultat foreslås overført til medlemmernes formue</b>			Mellemv. vedr. handelsafv.		
			61.373 19.379		
			<b>I alt anden gæld</b>		
			<b>61.384 19.390</b>		
			<b>Passiver i alt</b>		
			<b>346.504 296.993</b>		

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2010	2011	2012	2013	2014
Afkast (pct.)	1,62	2,48	2,48	0,84	2,71
Benchmark afkast (pct.)	1,40	0,90	1,47	1,25	1,22
Indre værdi (DKK pr. andel)	101,23	103,74	106,32	107,22	110,12
Nettoresultat (t.DKK)	3.180	6.512	6.672	2.322	7.517
Udbytte (DKK pr. andel)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Administrationsomkostninger (pct.)	0,15	0,18	0,14	0,12	0,12
Omsætningshastighed (antal gange)	-	-	1,27	2,15	0,80
Medlemmernes formue (t.DKK)	262.100	268.613	275.284	277.603	285.120
Cirk. kapital	258.919.009	258.919.009	258.919.009	258.919.009	258.919.009
Styk størrelse i DKK	100	100	100	100	100
Sharpe Ratio	-	-	-	1,03	1,29
Standardafvigelse	-	-	-	1,17	1,12



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 1: Renteindtægter**

Noterede obligationer fra danske udstedere	7.229	6.982
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>7.229</b>	<b>6.982</b>

**Note 2: Kursgevinster og -tab**

Noterede obl. fra danske udstedere	744	-4.020
<b>I alt fra obligationer</b>	<b>744</b>	<b>-4.020</b>

**Note 3: Handelsomkostninger**

Bruttohandelsomkostninger	-110	-311
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	3
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>-110</b>	<b>-308</b>

**Note 4: Administrationsomkostninger**

	2014	2013		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-21
Revisionshonorar til revisorer	-14	0	-14	-15
Gebyrer til depotselskab	-24	0	-24	-11
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-208	0	-208	-204
Øvrige omkostninger	-1	-3	-4	-7
Fast administrationshonorar	-85	0	-85	-74
<b>I alt adm.omkostninger</b>	<b>-332</b>	<b>-14</b>	<b>-346</b>	<b>-332</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.

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

	31.12.2014	31.12.2013
	1.000 DKK	1.000 DKK

**Note 5: 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 6: Medlemmernes formue	2014	2014	2013	2013
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Medlemmernes formue primo	258.919.009	277.603	258.919.009	275.284
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		-3
Overførsel af periodens resultat		7.517		2.322
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>258.919.009</b>	<b>285.120</b>	<b>258.919.009</b>	<b>277.603</b>

**Note 7: Finansielle instrumenters fordeling på sektorer (pct.)**

	31.12.2014
Realkreditobligationer	91,7
Statsobligationer	8,3
<b>I alt, alle sektorer</b>	<b>100,0</b>

# Fælles noter

<b>Tabel 4 - Administrationsomkostninger (DKK 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Foreningens samlede omkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn		
<b>Vederlag til bestyrelsen:</b>		
Carsten Wiggers, formand	30	60
Preben Keil	15	30
Morten Amtrup	15	30
Britta Fladeland Iversen	15	0
Jens Frederik Jensen	0	30
<b>Vederlag til bestyrelsen, ialt (2013 dækker to perioder)</b>	<b>75</b>	<b>150<sup>1</sup></b>
<b>Administrationsomkostninger til Investeringsforvaltningsselskabet SEInvest A/S</b>	<b>931</b>	<b>782</b>
Revisionshonorar til PricewaterhouseCoopers		
Samlet honorar	95	107
Heraf honorar af andre ydelser	0	0
<b>Lovbestemt gebyr til Finanstilsynet</b>	<b>24</b>	<b>56</b>

<sup>1</sup> Grundet ændret regnskabspraksis for hensættelse af honorar i 2013 dækker denne periode både 2012 og 2013.

# Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet efter de regler, der gælder ifølge regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. og tilhørende bekendtgørelse, jf. vedtægternes bestemmelse herom. 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 på 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 anskaffelsværdien, såfremt de finansielle instrumenter er anskaffet i regnskabsåret.

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

## Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som de samlede omkostninger til kurtag, 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.

## Forslag til udlodning

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særlig post under medlemmernes 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
- Medlemmernes 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 medlemmer/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

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

# Væsentlige aftaler

## Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har en depotaftale med SEB DK. Depotbanken forvalter og opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for hver af Foreningens afdelinger i henhold til lov om finansiell virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

## Aftaler om investeringsrådgivning

Foreningen har indgået aftaler om investeringsrådgivning med en række danske kapitalforvaltere. Under de enkelte afdelingsberetninger fremgår navnet på afdelingens rådgiver.

## Aftale om markedsføring og distribution

Der er ikke indgået aftaler om markedsføring eller distribution af afdelinger. Som et led i den almindelige information om afdelinger-

nes indre værdi leverer Foreningens forvaltningsselskab daglige oplysninger om afdelingernes indre værdi til forskellige datadistributører som f.eks. Morningstar.

## 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.

Alle Foreningens aftaler er indgået på markedsvilkår, og gebyrsatserne er vist i Tabel 5.

# Omkostningsatser

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

Afdelinger	IFS administration og forvaltning	Depot-funktion	Markedsføring og distribut.	Investeringsrådgivning	Tillæg v. emission	Fradrag v. indløsning
Obligationer 1 KAB	0,03	0,003	0,00	0,05	0,05	0,05
Obligationer 2 KAB	0,03	0,003	0,00	0,05	0,05	0,05
Obligationer 3 KAB	0,03	0,003	0,00	0,05	0,05	0,05
Obligationer 1 Lejerbo	0,03	0,003	0,00	0,05	0,05	0,05
Obligationer 2 Lejerbo <sup>1)</sup>	0,03	0,003	0,00	0,03-0,10	0,05	0,05
Obligationer 3 Lejerbo <sup>1)</sup>	0,03	0,003	0,00	0,05-0,10	0,05	0,05
Obligationer 4 Lejerbo <sup>1)</sup>	0,03	0,003	0,00	0,04-0,08	0,05	0,05

<sup>1)</sup> Se nedenstående tabel for specificering af rådgivningsgebyret.

Tabel 6 - Trappesatser for rådgivningsgebyr pr. 31. december 2014

Afdelinger	1. Sats (pct.)	1. Grænse (mio. kr.)	2. Sats (pct.)	2. Grænse (mio. kr.)	3. Sats (pct.)	3. Grænse (mio. kr.)	4. Sats (pct.)	4. Grænse (mio. kr.)
Obligationer 2 Lejerbo	0,100	50	0,07	100	0,05	150	0,03	∞
Obligationer 3 Lejerbo	0,100	50	0,075	125	0,05	∞		
Obligationer 4 Lejerbo	0,075	250	0,06	375	0,045	500	0,03	∞

