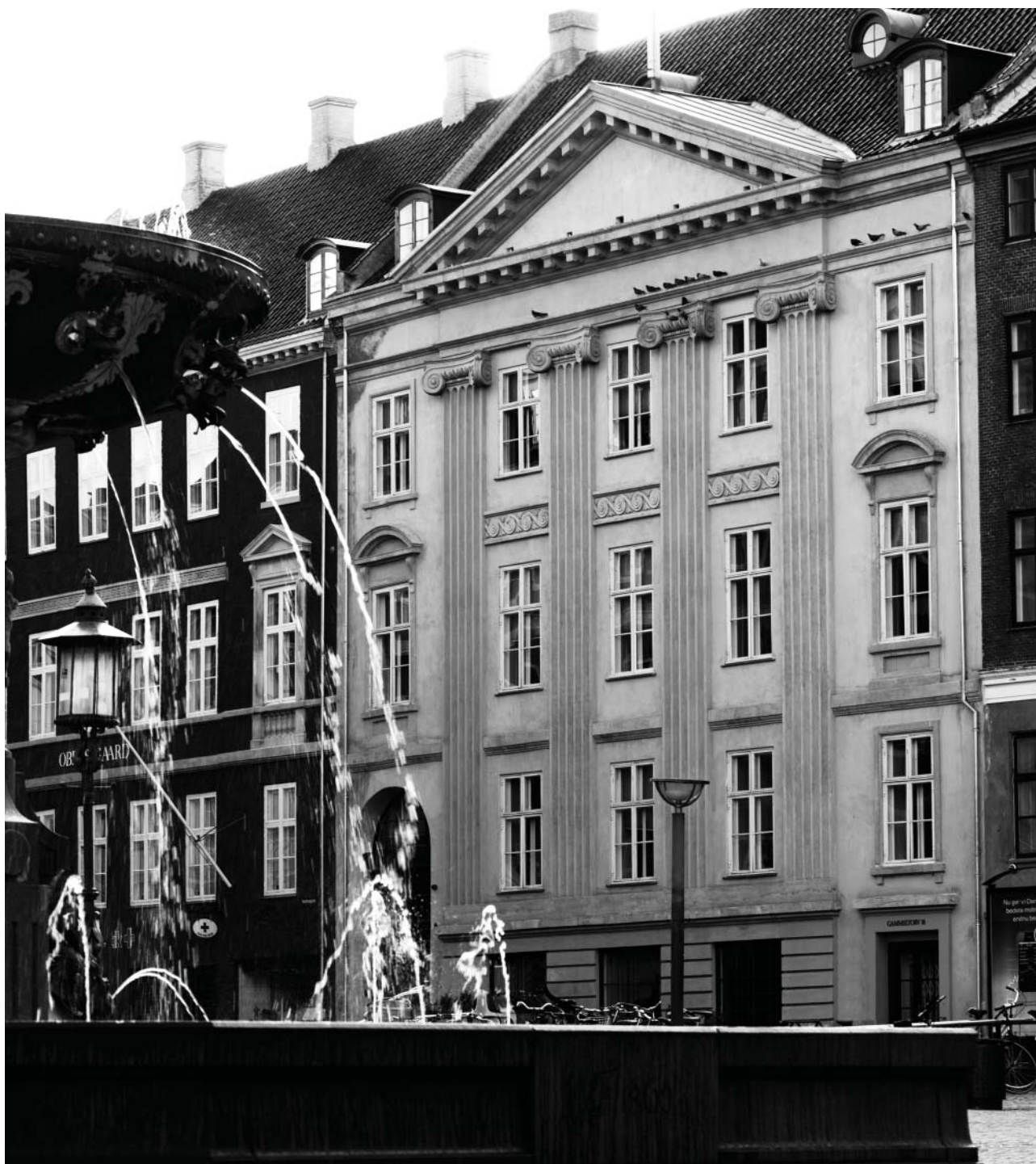




# ÅRSRAPPORT 2011



# INDHOLD

Forord	3
Foreningens ledelsesberetning	4
Finansmarkederne	15
Afkastprofil og særlige risici	17
Ledelsens øvrige hverv	23
<b>Beretning og årsregnskab for afdelingerne</b>	
Maj Invest Danske Aktier	24
Maj Invest Europa Aktier	28
Maj Invest Aktier	32
Maj Invest Value Aktier	36
Maj Invest Miljø & Klima	40
Maj Invest Danske Obligationer	44
Maj Invest Obligationer	48
Maj Invest Pension	52
Maj Invest Kontra	56
Fælles noter:	
Anvendt regnskabspraksis	61
Oversigt over udbytternes skattemæssige fordeling for personer	65
Oversigt over afdelingernes fremførbare tab	65
Revisionshonorar	66
Bestyrelseshonorar	66
Væsentlige aftaler	66
Ledelsespåtegning	69
Den uafhængige revisors erklæringer	70

## Sådan læses årsrapporten

Investeringsforeningen Maj Invest består af ni afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, vi har lagt for afdelingerne. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen. Det hænger også sammen med, at afdelingerne – selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor har vi valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Vi anbefaler, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

## FINANSKALENDER 2012

12. marts	Årsrapport offentliggøres
29. marts	Ordinær generalforsamling
29. august	Halvårsmeddelelse udsendes

## Kære investor og andre Maj Invest-interesserede

2011 var et særligt år for Investeringsforeningen Maj Invest. Allerede i februar nåede foreningen en markedsandel blandt alle danske detailforeninger på 1 procent målt på formue. Foreningen modtog samtidig i alt tre priser fra to internationale analysehuse for sine resultater i perioden 2006 til 2010. I april modtog foreningen yderligere to priser fra Dansk Aktionærforening.

I maj rundede foreningens medlemstal 20.000, og i juni besluttede foreningens medlemmer på en ekstraordinær generalforsamling at ændre foreningens navn til Investeringsforeningen Maj Invest. Navneskiftet er blevet vel modtaget.

I august kom Maj Invest på top 10 over de største danske investeringsforeninger i InvesteringsForeningsRådets månedlige statistikker, og i oktober rundede foreningen en formue på fem mia. kr.

I december kunne foreningen fejre seks års fødselsdag og tre års jubilæum som Danmarks bedste investeringsforening på Morningstars rangliste. Samtidig tegnede foreningen et sponsorat med Viborg HK's damehåndboldhold, der skal bidrage til at gøre Maj Invest stadig mere synlig for danskerne.

Det er alt sammen meget tilfredsstillende. Jeg tror dog, at foreningens medlemmer først og fremmest kigger på afkastet, når de skal evaluere resultaterne.

I Danmark bliver der udbudt 146 forskellige afdelinger inden for globale aktier af danske og internationale forvaltere. Ser man på deres afkast, har 128 afdelinger tabt penge over de seneste fem år, mens 18

afdelinger har givet plus. Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Aktier ligger nummer 1 og 2 på listen med resultater, der er mere end dobbelt så gode som gennemsnittet af de øvrige afdelinger med overskud. Det er kvalitet i international klasse.

Samtidig har obligationsafdelingerne budt på overraskende kursstigninger, da kun få havde forventet, at renten ville tage endnu et dyk ned fra et i forvejen historisk lavt niveau.

Mens investorerne i afdeling Pension både har haft glæde af de gode resultater inden for globale aktier og obligationer, må man i de øvrige aktieafdelinger nøjes med resultater, der kun er en anelse bedre end konkurrenternes.

De, der i begyndelsen af 2010 sagde, at renten kun kunne stige og aktierne ditto, tog altså fejl. Det viser, hvor vigtigt det er at sprede sin risiko og forberede sin portefølje på det uventede. 2011 blev det fjerde år i træk med gode afkast til de investorer, der har investeret i afdeling Kontra for at nedbringe deres risiko.

Jeg håber, at du, når du læser regnskabet, vil konstatere, at Maj Invest har leveret resultater af høj kvalitet i sin seksårige levetid, selvom markederne i 2011 måske ikke blev, som du håbede.

God fornøjelse med læsningen.



Mads Krage, Formand

### INVESTERINGSFORENINGEN MAJ INVEST

#### Medlemmer

Alle, der har investeret penge i Investeringsforeningen Maj Invest (Maj Invest), er automatisk medlem af foreningen. Bestyrelsen for Maj Invest vælges på generalforsamlingen.

#### Porteføljerådgiver: Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S

Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest) er porteføljerådgiver for Maj Invest og står for den daglige porteføljerådgivning af alle Maj Invests afdelinger.

#### Investeringsforvaltningsselskab: Danske Invest Management A/S

Investeringsforvaltningsselskabet udfører en række administrative og investeringsmæssige opgaver i forbindelse med den daglige drift af foreningen.

#### Depotbank: Danske Bank A/S

Depotbanken har til opgave at udføre en lang række kontrolopgaver for at sikre medlemmernes opsparing.

#### Revision: KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Foreningens revisorer har til opgave at revidere foreningens årsregnskab.

#### Tilsyn: Finanstilsynet

Investeringsforeningen Maj Invest er

under tilsyn af Finanstilsynet. Det er den offentlige myndighed, der også fører kontrol med bl.a. banker og forsikringsselskaber.

#### Investeringsforeningen Maj Invest

Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby  
Telefon 33 38 73 00  
www.majinvest.dk, info@majinvest.dk  
CVR-nr. 28 70 59 21

# LEDELSESBERETNING

Udviklingen i verdensøkonomien var i første halvår 2011 præget af afmatning efter en periode med relativt kraftig fremgang siden efteråret 2009. Det var især de amerikanske forbrugere, der holdt igen. Den fortsatte lageropbygning i industrien modvirkede dog delvist afmatningen i forbruget.

Første halvår bar også præg af kernekraftkatastrofen i Japan, uroligheder i flere nordafrikanske og mellemøstlige lande og statsgældskrisen i Sydeuropa, der igen kom i fokus i maj måned.

I løbet af årets første måneder voksede usikkerheden om styrken af den generelle konjunkturfremgang, og fremgangen på aktiemarkederne gik i stå. Som forventet i årsrapporten for 2010 førte det til et tilbageslag på aktiemarkederne midt på året, hvor der opstod generel tvivl om, hvorvidt USA var på vej ind i en ny recession, ligesom der var stor skepsis omkring euroens fortsatte eksistens som fælles valuta. Aktiemarkedet i USA faldt i løbet af august måned med 5,6 pct. målt i dollar efter at være steget 5,9 pct. i første halvår målt i dollar.

Den sydeuropæiske statsgældskrise og euroens fremtid dominerede også andet halvår. Europæiske lande i og uden for Sydeuropa oplevede stigende rentespænd til Tyskland, mens Danmark og få andre lande, der blev opfattet som sikre, oplevede faldende renter fra et i forvejen lavt niveau. 2011 blev derfor et godt år for obligationer, mens det blev vanskeligere for aktieinvestorer.

Investering handler først og fremmest om at kombinere de investeringskategorier, der forventes at give bedst afkast. Hovedreglen inden for alle former for porteføljesammensætning er risikospredning, dvs. at placere sine midler inden for flere forskellige kategorier. Det er det vigtigste middel til at begrænse de risici, der findes i markederne.

Statsobligationer med 10 års løbetid fra lande, der regnes som kreditværdige og derfor uden væsentlig risiko, ligger ved udgangen af året 2011 med renteniveauet omkring 1-2 pct. Ved at investere i statsobligationer uden stor risiko kan man således opnå et afkast på under to pct., hvis man vel at mærke binder pengene i 10 år. Det skal ses i forhold til, at det direkte udbytte ved at investere i aktier ligger i størrelsesordenen 2-4 pct., og det samlede langsigtede aktieafkast ligger tæt på 10 pct. årligt. Med andre ord får

## PRISER OG UDMÆRKELSER

Maj Invest har i 2011 modtaget fem priser og udmærkelser for tre afdelinger. Alle er givet for de resultater, der er opnået i årene 2006 til 2010.

### MAJ INVEST AKTIER

- Morningstar Fund Awards 2011 i kategorien Aktier Global Large Cap
- Dansk Aktionærforening 2011 i kategorien Aktier lav risiko

### MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

- Morningstar Fund Awards 2011 i kategorien Obligationer DKK Øvrige
- Lipper Fund Awards 2011 i kategorien bedste fond over 5 år, obligationer udstedt i DKK

### MAJ INVEST OBLIGATIONER

- Dansk Aktionærforening 2011 i kategorien Obligationer mellem risiko



en aktieinvestor ved indgangen til 2012 mindst lige så meget i udbytte fra aktierne, som obligationsinvestoren får i rente på obligationerne.

Aktier er som bekendt mere risikable end obligationer, i den forstand at de hurtigt kan stige eller falde væsentligt. Dette kan også ske i 2012, men for den langsigtede investor, der ikke har brug for at kunne frigøre likviditet de kommende år, forekommer aktier ved årsskiftet at være billige, mens obligationer er dyre. Læs nærmere om dette i afsnittet om udsigter for finansmarkederne i 2012 på side 15.

#### NU HEDDER VI MAJ INVEST

Foreningens rådgiver valgte i foråret 2011 at ændre navn til Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S, da fondsmæglerselskabet ikke længere er delvist ejet af Lønmodtagernes Dyrtidsfond, LD. Foreningens navn var derfor blevet mere vildledende end vejledende. Foreningen vedtog på en ekstraordinær generalforsamling i juni 2011 at ændre navnet til Investeringsforeningen Maj Invest, så navnet fortsat viser slægtskabet med foreningens porteføljerådgiver.

Der er alene tale om et navneskifte i foreningen. Det er de samme porteføljemanagere, der rådgiver foreningen, og foreningen har fortsat som mål at udbyde kvalitetsprodukter, som medlemmerne kan være trygge ved.

#### TRE ÅR SOM DANMARKS BEDSTE

Maj Invest var fortsat Danmarks bedste investeringsforening gennem hele 2011, hvis man ser på de stjerner, som det internationale analysehus Morningstar hver måned tildeler Maj Invest og de øvrige investeringsforeninger og fonde i Danmark og resten af Europa. Maj Invest har hver måned i 2009, 2010 og 2011 ligget øverst på listen over de bedste investeringsforeninger i Danmark målt på antal stjerner i gennemsnit.

Ved udgangen af december 2011 fik afdelingerne Aktier, Value Aktier, Obligationer, Pension og Kontra alle topscoren 5 stjerner, mens afdelingerne Europa Aktier og Danske Obligationer fik 4 stjerner. Afdelingerne Danske Aktier og Miljø & Klima fik begge 3 stjerner. Afdeling Miljø & Klima opnåede tre års historik i november 2011 og blev ratet for første gang.

Stjernerne tildeles, så de afdelinger, der har givet investorerne de højeste risikajusterede afkast og lave-

#### DANMARKS BEDSTE INVESTERINGSFORENING

Analysehuset Morningstar placerede i januar 2009 Maj Invest som Danmarks bedste investeringsforening ud fra de opnåede resultater i årene 2006 til 2008. Maj Invest har bevaret denne position gennem hele 2009, 2010 og 2011.

Morningstar Rating™	31-12-2011
Danske Aktier	★★★★
Europa Aktier	★★★★
Aktier	★★★★★
Value Aktier	★★★★★
Miljø & Klima	★★★
Danske Obligationer	★★★★
Obligationer	★★★★★
Pension	★★★★★
Kontra	★★★★★

Med 4,3 stjerner i gennemsnit på tværs af afdelingerne er Maj Invest Danmarks bedste investeringsforening. Den næstbedste investeringsforening har i gennemsnit 4,0 stjerner pr. afdeling, og danske investeringsforeninger har samlet set i gennemsnit 3,5 stjerner.



ste omkostninger, får flest stjerner. Fem stjerner betyder, at en afdeling er blandt de ti pct. bedste i Europa inden for sin kategori. De seks oprindelige afdelinger i Maj Invest og afdeling Kontra måles på fem års historik, mens Europa Aktier og Miljø & Klima måles på tre års resultater.

Det er særdeles tilfredsstillende for foreningen fortsat at modtage denne anerkendelse af de opnåede resultater. Morningstars evaluering og rating kan ses som et bevis på, at det er lykkedes at skabe et kvalitetsprodukt med stabile resultater, der kan måle sig med konkurrenternes.

### SPONSORAT

Maj Invest er i løbet af 2011 vokset ind i top ti blandt danske investeringsforeninger målt på størrelse og er ved udgangen af 2011 den største af de uafhængige investeringsforeninger.

Det har givet foreningen nye muligheder for at synliggøre sig som et alternativ til de øvrige foreninger på markedet, og Maj Invest tegnede i december 2011 et treårigt sponsorat med Viborg HK's damehold i den danske håndboldliga for fortsat at udvide kendskabet til produkterne fra Maj Invest. Sponsoratet kan rummes i foreningens markedsføringsbudget uden at øge omkostningsprocenterne.

Viborg HK's damehold har konsistent leveret flotte resultater både nationalt og internationalt i en lang årække. Det har de gjort med udgangspunkt i dygtige spillere og trænere samt en solid organisation bag holdet. Investeringsforeningen Maj Invest har ligeledes leveret gode resultater til gavn for medlemmerne siden opstarten i 2005, og det er også investeringsforeningens ambition at være blandt de bedste i både dansk og international målestok. På den måde mødes to organisationer med enslydende ambitioner, og det er et godt udgangspunkt for et succesfuldt samarbejde.

### NYT NAVN TIL EUROPA AKTIER

Afdeling Europa Aktieindeks har ændret navn til Europa Aktier. Der er alene tale om et navneskifte, og der er ingen ændringer i afdelingens investeringsstrategi og omkostningsprofil. Afdelingen søger fortsat at skabe et afkast, der ligger tæt op af sammenlignings-

indekset MSCI Europa set over en længere periode ved at følge en indeksstrategi. Navneskiftet sker for ikke at give indtryk af, at afdelingen også over kortere perioder altid vil følge indekset meget tæt.

### ÅRETS AFKAST

Når man skal bedømme årets afkast, kan man anlægge to forskellige betragtninger, som ikke nødvendigvis giver samme resultat. Fundamentalt set kan man nøjes med at forholde sig til, om værdien af de investerede midler er vokset og vokset tilstrækkeligt i forhold til det risikofrie renteniveau. Man bør dog også forholde sig til det relative afkast, hvor man kan bedømme, om Maj Invest har leveret tilstrækkeligt gode resultater i forhold til markedet målt både ved afdelingens sammenligningsindeks og konkurrerende produkter i form af den sammenlignelige Morningstar Kategori™. Merafkastet i forhold til sammenligningsindekset kaldes også performance.

Med denne tilgang er resultaterne i afdelingerne Danske Aktier og Miljø & Klima i absolut forstand utilfredsstillende med negative afkast på henholdsvis 19,8 og 16,1 pct. Afdeling Danske Aktier klarede sig dog på niveau med sit sammenligningsindeks og 0,4 procentpoint bedre end sin Morningstar Kategori™. Afdeling Miljø & Klima har som målsætning over tid at klare sig bedre end globale aktier generelt, men med større udsving undervejs. I 2011 var afkastet markant ringere end sammenligningsindekset for globale aktier, men 2,5 procentpoint bedre end gennemsnittet af sammenlignelige produkter ifølge Morningstar.

Afkastene i afdelingerne Europa Aktier, Aktier og Value Aktier var i absolut forstand mindre tilfredsstillende med afkast på henholdsvis -6,1, -4,7 og +0,6 pct. Afdeling Europa Aktier klarede sig dog bedre end både sit sammenligningsindeks og sin Morningstar Kategori™, afdeling Aktier klarede sig 2,1 procentpoint ringere end sit sammenligningsindeks, men 3,4 procentpoint bedre end sammenlignelige produkter ifølge Morningstar, og afdeling Value Aktier klarede sig 8,7 procentpoint bedre end sin Morningstar Kategori™ og 3,3 procentpoint bedre end sit sammenligningsindeks.

Resultatet i afdeling Kontra med et afkast på 7,3 pct. er meget tilfredsstillende og 13,6 procentpoint bedre end





Jeppe Christiansen, adm. direktør i Fondsmæglerselskabet Maj Invest, diskuterer investeringer med cheffortfølgemanager Kurt Kara.  
Foto: Lennart Søgård-Høyer.



kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar. Særligt tilfredsstillende er det at konstatere, at afdeling Kontra igen i 2011 ydede investorerne beskyttelse mod urolige finansmarkeder ved at sprede risikoen til aktiver, der opfører sig anderledes end en traditionel portefølje af aktier og obligationer. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks.

Afdeling Pension gav et beskedent positivt afkast på 1,4 pct. Afdelingen har ikke et sammenligningsindeks, men resultatet kan ses i forhold til den tilsvarende Morningstar Kategori™, der gav et afkast på -6,3 pct.

Begge obligationsafdelinger leverede særdeles tilfredsstillende resultater med positive afkast på henholdsvis 3,9 pct. i afdeling Obligationer og 6,6 pct. i afdeling Danske Obligationer. Afkastene er i begge afdelinger lavere end sammenligningsindekset, der steg 8,7 pct. Det skyldes, at indekset alene udtrykker udviklingen for danske statsobligationer, som har klaret sig særligt godt i 2011. Afdeling Obligationer har klaret sig 3,1 procentpoint bedre end sin Morningstar Ka-

tegori™, mens afdeling Danske Obligationer har klaret sig 1,0 procentpoint ringere.

Hvis man ser bort fra afdeling Europa Aktier, der er bundet til at følge det europæiske aktieindeks, har alle afdelinger givet positive afkast på mellem 11 og 65 pct., siden de blev stiftet i årene 2005 til 2008, ligesom alle afdelinger har givet bedre afkast end konkurrerende produkter udtrykt ved afdelingernes Morningstar Kategori™.

På side 24 til 59 findes detaljerede afdelingsberetninger.

Årets samlede regnskabsmæssige resultat for alle afdelinger blev på 31,7 mio. kr., og formuen udgjorde ved årets udgang 5.480,0 mio. kr. Omfanget af emissioner i de udbyttebetalende afdelinger i første kvartal 2012 har betydning for den samlede udbyttebetaling, men ved udgangen af 2011 kunne udbyttebetalingen estimeres til 81,9 mio. kr.

## AFKAST I PROCENT

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	SIDEN START		PERFORMANCE MORNINGSTAR KATEGORI™	
							Afkast	Perfor- mance	3 år	5 år
Danske Aktier	41,8	4,0	-47,7	47,4	26,1	<b>-19,8</b>	15,1	11,7	-2,4	3,9
Europa Aktier <sup>1)</sup>	-	-4,4	-38,3	25,9	7,6	<b>-6,1</b>	-25,0	5,1	3,0	-
Aktier	7,5	4,0	-29,3	30,1	<b>24,4</b>	<b>-4,7</b>	21,7	24,3	16,4	31,2
Value Aktier	8,7	-0,4	-36,2	42,3	<b>25,5</b>	<b>0,6</b>	24,0	26,5	42,0	32,1
Miljø & Klima <sup>2)</sup>	-	-	-11,4	<b>41,4</b>	5,5	<b>-16,1</b>	10,9	-14,7	12,7	-
Danske Obligationer	1,1	1,9	7,9	6,3	<b>5,6</b>	<b>6,6</b>	32,9	-1,1	-0,4	5,3
Obligationer	1,3	1,6	4,5	9,8	<b>6,4</b>	<b>3,9</b>	30,5	-3,5	7,2	13,8
Pension	3,3	2,2	-7,9	12,6	<b>13,3</b>	<b>1,4</b>	25,9	-	15,3	30,5
Kontra <sup>3)</sup>	2,2	1,1	21,7	8,6	<b>12,3</b>	<b>7,3</b>	64,7	-	16,7	69,7

Noter: Regnskabsåret 2006 omfatter perioden 18.12.2005 til 31.12.2006. Afdelingerne Pension og Kontra har ikke noget sammenligningsindeks. Performance (merafkast i forhold til sammenligningsindeks) siden start er i forhold til den enkelte afdelings sammenligningsindeks. Performance i forhold til Morningstar Kategori™ er beregnet ud fra den sammenlignelige kategori hos (og data fra) Morningstar, der omfatter sammenlignelige afdelinger i Europa.

1) Afkast i 2007 vedrører perioden 7.6.2007 til 31.12.2007. Afdelingen ændrede i 2011 navn fra Europa Aktieindeks til Europa Aktier.

2) Afkast i 2008 vedrører perioden 7.11.2008 til 31.12.2008.

3) Afkast i 2006 vedrører perioden 16.6.2006 til 31.12.2006.



**UDBYTTER**

Syv afdelinger udbetaler i 2012 udbytte for 2011, mens afdeling Danske Aktier giver et udbytte på 0 kr. Afdeling Kontra er akkumulerende og udbetaler derfor ikke udbytte.

På side 62 er reglerne for udlodning af udbytte beskrevet. Reglerne er komplicerede og ikke let gennemskuelige. F.eks. udloddes urealiserede kursgevinster i afdelingerne ikke som udbytte, mens afdelingernes modtagne udbytter skal udloddes. Derfor er der ikke nogen direkte sammenhæng mellem afkastet i en afdeling og det udbytte, som afdelingen udlodder. Flere afdelinger med negative afkast udlodder derfor udbytter, ligesom udbyttet i afdelinger med positive afkast kan være højere end afkastet.

Investor skal i disse tilfælde være opmærksom på, at han eller hun selv skal geninvestere udbyttet i afdelingen, såfremt han eller hun så vidt muligt ønsker at bevare værdien af sin investering i afdelingen.

**INTERNATIONAL KLASSE**

Maj Invest Value Aktier og Maj Invest Aktier ligger nummer 1 og 2 blandt alle udbudte afdelinger inden for globale aktier i Danmark, når man ser på det samlede afkast i perioden 2007-2011.

Med afkast på henholdsvis 14 og 13 procent i perioden er forskellen til nummer tre på listen mere end 4 procentpoint.

I Danmark bliver der udbudt 146 forskellige afdelinger inden for globale aktier af danske og internationale forvaltere. Heraf har 128 afdelinger tabt penge over de seneste fem år, mens 18 afdelinger har givet plus.

**UDBYTTE I KR. PR. INVESTERINGSBEVIS AF NOMINEL VÆRDI PÅ 100 KR.**

Udbytte for året	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Danske Aktier	6,75	15,00	1,75	0	0	0
Europa Aktier <sup>1)</sup>	-	0	3,50	2,00	2,00	2,50
Aktier	2,00	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00
Value Aktier	2,75	1,50	1,75	0	1,25	1,00
Miljø & Klima <sup>2)</sup>	-	-	0	0	2,50	2,25
Danske Obl.	3,50	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00
Obligationer	3,50	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75
Pension	2,75	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00
Kontra						<i>Udbetaler ikke udbytte</i>

Tabellen viser de udbytter, som Maj Invests bestyrelse indstiller til generalforsamlingens godkendelse. Udbytter for regnskabsåret 2011 udbetales efter generalforsamlingen den 29. marts 2012. Udbyttet angives i kroner pr. investeringsbevis af nominel værdi på 100 kr. Et udbytte på 4,00 kr. betyder altså, at investor modtager 4 kr. i udbytte pr. investeringsbevis i den pågældende afdeling og svarer til en udbytteprocent på 4,00.

Noter:

1) Regnskabsperioden for 2007 er fra den 07.06.07 til d. 31.12.07

2) Regnskabsperioden for 2008 er fra den 07.11.08 til d. 31.12.08

Kurserne på investeringsbeviserne falder umiddelbart efter generalforsamlingen svarende til udbyttets størrelse. Investorer, der har placeret frie midler i obligationsafdelingerne, bør være opmærksomme på, at der fra 2011 efter særlige regler er fradragsret i kapitalindkomsten for et realiseret kurstab på obligationsafdelingerne ved salg af andele i afdelingerne.

Bestyrelsen har på denne baggrund besluttet, at foreningens omkostninger ved at udbyde ex-kupon-beviser i 2012 ikke står mål med obligationsinvestorerens fordele herved. Der udbydes derfor ikke ex-kupon beviser i 2012.

#### FORMUE OVER 5 MIA. KR.

Foreningens samlede formue steg i 2011 efter udbetalt udbytte med 1,1 mia. kr. til 5,5 mia. kr. Formuen er et resultat af det totale nettosalg af investeringsbeviser til nye og eksisterende medlemmer, kursgevinster og -fald i de enkelte afdelinger og fragåede udbytter for i alt 87,1 mio. kr. til medlemmerne i april 2011, som ikke i fuldt omfang er blevet geninvesteret i foreningens afdelinger.

Foreningen realiserede i 2011 et nettosalg af investeringsbeviser på 1,2 mia. kr., hvilket er tilfredsstillende i

et uroligt marked. Salget svarer til en formuevækst på 25 pct., hvilket skal ses i lyset af, at det samlede investeringsforeningsmarked i Danmark rettet mod detailkunder steg 1 pct. Antallet af cirkulerende investeringsbeviser i Maj Invest voksede med 26 pct.

Det er positivt, at foreningen fortsat har nydt eksisterende og nye medlemmers tillid igennem 2011, så foreningen har både væsentlig større formue og væsentlig flere medlemmer ved udgangen af 2011. Det tages som udtryk for, at foreningen vinder stadig stærkere rod fæste på det danske marked i forhold til såvel distributørerne som de enkelte investorer.

Som det fremgår af tabellen, er der stor forskel på udviklingen i de enkelte afdelinger. Formuen er faldet markant i afdeling Miljø & Klima, der havde mange medlemmer i især en af de distributionsbanker, som i løbet af 2011 fusionerede med en anden bank.

Foreningens mindste afdelinger har som ved udgangen af 2010 en formue på omkring 150 mio. kr.

Formuevæksten i afdeling Aktier og Value Aktier på henholdsvis 142 og 635 mio. kr. kan i begge tilfælde tilskrives nyudstedelse af beviser, mens tilvæksten på

#### FORMUE I MIO. KR. ULTIMO ÅRET DE SENESTE 5 ÅR

	2007	2008	2009	2010	2011	Ændring 2011
Danske Aktier	167	80	107	154	161	+7
Europa Aktier <sup>1)</sup>	109	86	196	249	241	-8
Aktier	154	103	270	685	827	+142
Value Aktier	493	477	690	1.273	1.908	+635
Miljø & Klima <sup>2)</sup>	-	99	153	212	148	-64
Danske Obligationer	156	199	316	521	466	-55
Obligationer	306	170	97	148	208	+60
Pension	89	66	98	224	272	+48
Kontra	80	73	115	902	1.249	+347
<b>Maj Invest i alt</b>	<b>1.554</b>	<b>1.353</b>	<b>2.042</b>	<b>4.368</b>	<b>5.480</b>	<b>+1.112</b>

Noter:

1) Afdeling Europa Aktier startede den 07.06.2007

2) Afdeling Miljø & Klima startede den 07.11.2008

347 mio. kr. i afdeling Kontra skyldes en kombination af afdelingens positive afkast og nysalg af investeringsbeviser.

### 21.000 MEDLEMMER

Maj Invest kunne i 2011 byde 6.260 nye medlemmer velkommen i foreningen og har ved årsskiftet 21.240 medlemmer. Det er tilfredsstillende og svarer til en vækst i medlemstallet på 42 pct., hvilket kan ses i forhold til, at danske investeringsforeninger samlet set har oplevet et fald i antal medlemmer på 1,2 pct. i 2011.

I antal medlemmer er foreningen vokset lidt langsommere end i 2010, hvilket primært kan tilskrives ændringer i kredsen af distributionsbanker.

Årsagen til den solide vækst skal både findes i de gode resultater, som Maj Invest over en årrække har opnået i forhold til markedet, og som bl.a. pressen og det internationale analysehus Morningstar har sat fokus på, og i en stadig stigende interesse hos foreningens distributører i at formidle produkterne fra Maj Invest til deres kunder.

Alle afdelinger i Maj Invest har oplevet tilstrømning af nye medlemmer i 2011, men afdelingerne Miljø &

### MAJ INVEST TAGER MARKEDSANDELE

Maj Invest voksede med 25 procent i 2011, mens den samlede formue for danske investeringsforeninger i detailmarkedet kun steg 1 procent.

Maj Invest fylder stadig mere blandt danske investeringsforeninger, og foreningens nettosalg i 2011 svarede til 5,0 procent af det samlede nettosalg blandt alle de danske investeringsforeninger, som henvender sig til private investorer.

Målt på formuen har det flyttet foreningen fra en markedsandel på 0,9 procent til 1,2 procent af den samlede formue i detailforeninger. Inden for globale aktier (afdeling Aktier og Value Aktier) og blandede afdelinger (Pension og Kontra) er foreningens markedsandele henholdsvis 4,5 og 5,5 procent.

Klima og Danske Obligationer blev begge negativt påvirkede af ændringer i kredsen af distributører og havde derfor faldende medlemstal netto.

### ANTAL MEDLEMMER ULTIMO

	2007	2008	2009	2010	2011	Ændring 2011
Danske Aktier	941	971	1.107	1.343	2.831	+1.488
Europa Aktier <sup>1)</sup>	239	270	396	451	580	+129
Aktier	845	853	1.192	2.981	5.603	+2.622
Value Aktier	1.120	1.069	1.311	3.082	4.826	+1.744
Miljø & Klima <sup>2)</sup>	-	82	2.915	4.790	4.273	-517
Danske Obligationer	206	210	1.196	2.142	1.280	-862
Obligationer	264	251	397	736	1.068	+332
Pension	404	411	629	1.158	1.481	+323
Kontra	346	352	686	3.664	6.742	+3.078
<b>Maj Invest i alt</b>	<b>2.799</b>	<b>2.847</b>	<b>6.738</b>	<b>14.980</b>	<b>21.240</b>	<b>+6.260</b>

Noter:

1) Afdeling Europa Aktier startede den 07.06.2007

2) Afdeling Miljø & Klima startede den 07.11.2008





Maj Invest holdt i 2011 fem informationsmøder i København, Kgs. Lyngby, Næstved, Kolding og Århus med fokus på den globale økonomi og afdelingerne Value Aktier og Kontra.

Chefporteføljemanager Kurt Kara fra Fondsmæglerselskabet Maj Invest talte også på Dansk Aktiemesse 2011 om investering i valueaktier.

Foto: Thomas Steen Sørensen.

Afdelingerne Kontra, Aktier og Value Aktier har haft den største vækst i medlemstallet i 2011, og de er nu foreningens største afdelinger målt på både medlemstal og formue.

Det kraftigt stigende medlemstal skyldes, at afdelingerne aktivt har været en del af produktudbuddet hos flere distributører.

Bemærk, at medlemstallene i tabellen summer til mere end foreningens samlede medlemstal, da medlemmerne ved årets udgang var medlem af 1,4 afdelinger i gennemsnit.

#### BASIS- OG SPECIALAFDELINGER

Afdelingerne i Maj Invest er delt i to grupper. Basisafdelingerne er kendetegnet ved, at investor typisk vil have mindre behov for rådgivning end i specialafdelingerne. Specialafdelingerne har højere risiko eller mere specialiserede investeringsstrategier end basisafdelingerne og betaler derfor formidlingsprovision til samarbejdsbankerne. Formidlingsprovisionen er bankernes betaling for at rådgive kunderne om risiko, skat og andre individuelle forhold i forbindelse med investering.

Basisafdelinger: Europa Aktier, Danske Obligationer, Obligationer og Pension.

Specialafdelinger: Danske Aktier, Aktier, Value Aktier, Miljø & Klima samt Kontra.

#### ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

I samtlige afdelinger blev Maj Invests målsætning om lave administrationsomkostninger indfriet i 2011. Målet er udtrykt ved et loft fastsat af bestyrelsen over, hvor meget administrationsomkostningerne må udgøre i pct. af den gennemsnitlige formue i den enkelte afdeling.

Af tabellen fremgår de udmeldte lofter for 2012 i pct. af formuen. Loftet i afdeling Miljø & Klima er hævet til 1,60 pct. som konsekvens af det lavere formueniveau og risiko for fortsat store udsving i afdelingens formue. Loftet i de øvrige afdelinger er uændret i forhold til 2011. Lofterne angiver det højeste omkostningsniveau for foreningens administrationsomkostninger.

De reelle omkostninger kan blive lavere, hvis f.eks. formuen udvikler sig bedre end forventet. For at gøre det lettere for investorerne at sammenligne omkostningerne i forskellige investeringsforeningsafdelinger har InvesteringsForeningsRådet, IFR, i samarbejde med myndigheder og centrale interessenter udarbejdet nøgletallet: Årlige Omkostninger i Procent, forkortet til ÅOP. ÅOP for afdelingerne i Maj Invest er tilgængelige på både [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) og på IFR's hjemmeside [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk).

ÅOP viser, at omkostningerne for investor ved at vælge Maj Invest er på niveau med eller lavere end det typi-

#### ADMINISTRATIONSOMKOSTNINGER OG ÅOP

	Loft over adm.omk. 2012	Estimeret ÅOP 2012	Median ÅOP for IFR- kategori
Danske Aktier	1,45	1,62	1,75
Europa Aktier	0,40	0,65	1,95
Aktier	1,45	1,73	2,02
Value Aktier	1,45	1,84	2,02
Miljø & Klima	1,60	1,82	2,32
Danske Obligationer	0,35	0,54	0,75
Obligationer	0,50	0,65	1,03
Pension	0,65	0,96	1,25
Kontra	1,40	1,69	1,25

Noter: Adm.omk. er et af flere elementer i ÅOP. Se forklaring af ÅOP i boksen næste side. Branchens median er opgjort den 20. jan. 2012 af InvesteringsForeningsRådet, IFR, og gælder regnskabsåret 2010.

#### Omkostningsprocent

Administrationsomkostninger fragår i den løbende opgørelse af indre værdi og dermed i afkastet i den enkelte afdeling. Da omkostningerne fragår afkastet i foreningen, er de ikke synlige på kontooversigter eller handelsnotaer.

Omkostningsprocenterne angiver de årlige administrationsomkostninger i procent af gennemsnitsformuen.

Maj Invest opfordrer medlemmerne til altid at sammenligne både synlige og mindre synlige omkostninger, inden der foretages en investering.

ske niveau i branchen generelt målt ved medianen for den tilsvarende kategori i IFR's statistikker.

Basisafdelingerne Europa Aktier, Danske Obligationer, Obligationer og Pension er alle væsentlig billigere end branchen generelt, ligesom afdeling Miljø & Klima skiller sig ud ved ikke at koste mere end en almindelig global aktieafdeling. Afdeling Kontra er et særligt produkt, hvorfor mediantallet fra IFR ikke er en relevant sammenligning. Både afdeling Danske Obligationer og Obligationer er blandt de billigste i deres kategori blandt de afdelinger, der tilbydes privatkunder. I flere tilfælde er markedets billigste afdelinger ikke tilgængelige for private investorer.

#### FORMIDLING OG DISTRIBUTION

Maj Invest har ved udgangen af 2011 formidlingsaftaler med 35 banker og pensionskasser om bistand til privatkunder i forbindelse med investering. Der er indgået aftaler med netto to nye distributører i løbet af 2011. Oplysninger om, hvilke banker der er indgået formidlingsaftaler med, fremgår af Maj Invests hjemmeside, [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk).

Aftalerne giver bankerne og pensionskasserne ret til tegningsprovision, under forudsætning af at den pågældende afdeling er i emission. Foreningens fem specialafdelinger giver distributørerne en løbende betaling af formidlingsprovision. Det forhold, at Maj Invest ikke betaler formidlingsprovision i de fire basisafdelinger, er den væsentligste kilde til, at de fire basisafdelinger har markant lavere omkostninger, end tilsvarende afdelinger generelt har i branchen.

#### KVALITET I PORTEFØLJEPLEJE

Maj Invest har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Maj Invest A/S) om porteføljerådgivning af alle afdelinger. Investeringsforeningen Maj Invest lægger vægt på kvalitet og kompetence i den rådgivning, der modtages angående investering og pleje af medlemmernes formue. Professionel porteføljepleje fra et anerkendt fondsmæglerselskab, der har vist gode resultater i en lang årrække, er foreningens vej til at give medlemmerne de bedste muligheder for

#### ÅOP - ÅRLIGE OMKOSTNINGER I PROCENT

ÅOP-nøgletallet omfatter følgende omkostninger:

1) Investors omkostninger ved at købe og sælge beviser i form af maksimale emissionstillæg og indløsningsfradrag. Dog omfattes de omkostninger, som betales i kurtage til pengeinstituttet, ikke. ÅOP opgøres, som om investor kommer til at betale de maksimale omkostninger ved at købe og sælge én gang i løbet af syv år. I de fleste tilfælde vil de reelle købs- og salgskomkostninger være lavere. Hvis investor handler oftere end hver syvende år, vil den realiserede ÅOP være højere, end nøgletallet for afdelingen viser.

2) Afdelingens årlige administrationsomkostninger, dvs. omkostningsprocenten. Se boks med forklaring på forrige side.

3) Afdelingens omkostninger ved køb og salg af værdipapirer til afdelingens portefølje. Disse handelsomkostninger fragår også afkastet og estimeres for det kommende år ud fra tilsvarende transaktioner.

gode afkast. Der stilles krav om, at der er tilstrækkelige ressourcer hos porteføljemanagerne og analytikere til at yde en kvalificeret rådgivning. Disse krav er afspejlet i aftalen om porteføljerådgivning, hvor honoraret er fastsat på markedskonforme vilkår.

På side 68 vises en oversigt over satserne i Maj Invests væsentligste aftaler, herunder aftaler om porteføljerådgivning og formidlingsprovision.

#### MAJ INVESTS HANDELSOMKOSTNINGER

Afdelingernes handelsomkostninger i forbindelse med køb og salg af værdipapirer var på et tilfredsstillende niveau. Disse handelsomkostninger fragår afkastet og betales af medlemmerne.



# FINANSMARKEDERNE

## UDVIKLINGEN 2011 OG UDSIGTER FOR 2012

Udviklingen på de globale finansmarkeder blev – som altid – kraftigt præget af skiftende syn på den makro-økonomiske udvikling, men i tillæg hertil også i høj grad af gældskrisen i Europa.

USA er et godt eksempel på, at markedsforventningerne til global økonomisk vækst nåede hele kompasset rundt. Fra tro på robust fremgang ved årets start til næsten vished om ny recession med faldende aktivitet i efteråret og til mere realistiske forventninger om moderat fremgang ved årets afslutning.

### EUROPA PÅ KANTEN

Forventningerne til væksten i Europa afspejlede langt hen ad vejen tendenserne fra USA. Dog med den væsentlige forskel, at Europa ved udgangen af året stadig befinder sig på kanten af en recession som følge af gældskrisen og de tilhørende finanspolitiske stramninger.

På den pengepolitiske front medførte udviklingen, at en fremtidig normalisering af pengepolitikken med et

højere renteniveau endnu en gang blev udskudt på ubestemt tid. I ECB's tilfælde betød det også en tilbagevending af den normalisering, der var påbegyndt tidligere på året med stigende renter. Det vil sige, at ECB måtte sænke renten til 1 pct. igen.

### RENTEN STEG FØRST, MEN ENDTE LAVERE

Samtidigt medførte udviklingen en ny periode med markant stigende risikopræmier, som dog mod årets slutning modereredes noget – især uden for Europa.

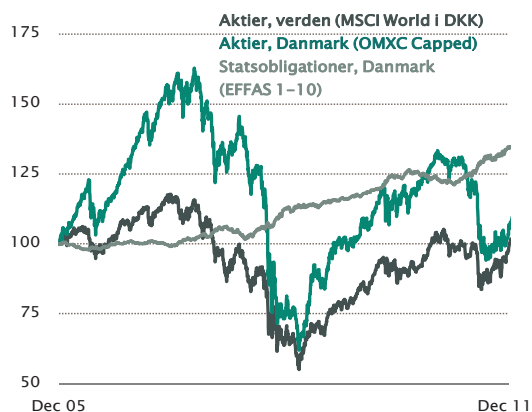
Renten på en 10-årig amerikansk statsobligation lå på 3,29 pct. ved begyndelsen af året og var derefter svagt stigende frem til slutningen af august, hvor den faldt til et niveau på ca. 2 pct. Ved årets udgang lå den på 1,88 pct.

Renten på en tysk statsobligation lå på 2,96 pct. ved begyndelsen af året, steg til 3,49 pct. i midten af april, men faldt så omkring 1 procentpoint gennem juli og august. Ved årets udgang lå den på 1,83 pct.

Danske statsobligationer har givet et markant højere afkast end aktier siden 2005 som følge af store rentefald. Meget tyder på, at obligationer nu er blevet dyre, mens aktier er blevet billige.

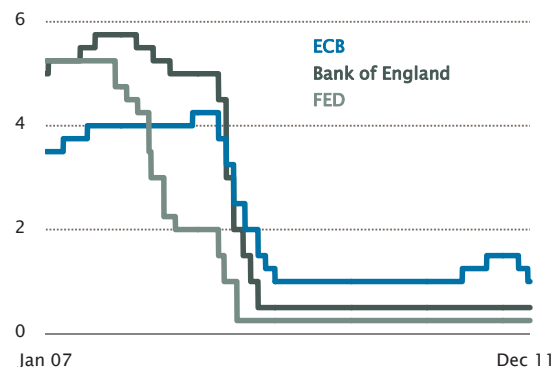
### Aktie- og obligationsmarkedet

Indeks



### Europæisk rentenedsættelse

Procent p.a.



Kilde: Bloomberg og Maj Invest

Mens mange – især sydeuropæiske – lande oplevede markant stigende rentespænd vis-a-vis Tyskland, forblev spændet på danske statsobligationer lavt og var mod årets slutning endda negativt.

#### AKTIER

Aktiemarkederne var generelt forholdsvis stabile frem til udgangen af juli og faldt så markant i begyndelsen af august, hvorefter der først mod årets slutning på ny viste sig tendenser til stigning. Det amerikanske S&P 500-indeks lå således på 1.258 ved årets begyndelse og på 1.292 ved udgangen af juli. Herefter faldt indekset så 13 pct. de første dage af august.

S&P 500 endte dog året på 1.258. For året som helhed blev der således tale om et uændret niveau målt i dollar, men omregnet til danske kroner svarer det til en stigning på 3,1 pct., da dollaren blev styrket i 2011.

Det tyske DAX-indeks faldt 14,7 pct. målt i euro gennem 2011, præcis det samme som det danske C20-indeks.

#### UDSIGTEN FOR FINANSMARKEDERNE I 2012

Prisfastsættelsen af aktiemarkederne modsvarer efter Maj Invests vurdering ikke den normalisering af virksomhedernes indtjening, der reelt er sket siden finanskrisen, og som efter vores vurdering er holdbar i

lyset af udsigterne for den økonomiske vækst. Vi forventer moderat vækst i USA, stilstand i EU og fortsat vækst i emerging markets.

Den lave prisfastsættelse afspejler blandt andet frygten for, at den europæiske gældskrise skal eskalere ud af kontrol. Modsvarende er såkaldt "sikre" finansaktiver som amerikanske, tyske og danske statsobligationer efter Maj Invests vurdering højt prissat.

Hvis investorerne genvinder troen på, at man kan undgå et sammenbrud i eurolandenes krisehåndtering, kan der på sigt være grundlag for et skift i pris-sætningen af finansmarkederne, hvor aktier oplever fremgang på bekostning af statsobligationer.

Selv om de pengepolitiske styringsrenter i USA og Europa forventes at forblive ekstraordinært lave, er der således alligevel risiko for stigninger i renten på lange statsobligationer i såvel USA som Danmark og Europa. I dette scenarie kan der samtidigt være grundlag for en vis indsnævring af rentespændet på kreditobligationer, ligesom der er mulighed for, at euroen kan genvinde en del af sit kurstab over for den amerikanske dollar. Europas gældskrise er dog langt fra løst, og blandt andet derfor er der fortsat betydelig risiko for periodevise korrektioner på aktiemarkederne og på øvrige markeder med risikofyldte værdipapirer.

#### AFKAST FREM TIL DEN 1. MARTS 2012

Afkast i pct. i perioden 31.12.11 - 01.03.12

	Procent	Sammenligningsindeks
Danske Aktier	16,4	14,9
Europa Aktier	6,5	8,1
Aktier	8,4	6,9
Value Aktier	8,5	6,9
Miljø & klima	8,6	6,9
Danske Obligationer	0,2	-0,5
Obligationer	1,6	-0,5
Pension	4,4	-
Kontra	-1,3	-

Note: Afkastene er opgjort på basis af kurser pr. 29. feb. 2012.

#### UDSAGN OM FORVENTNINGERNE

De udsagn om fremtiden, som er indeholdt i denne årsrapport, afspejler ledelsens forventninger til fremtidige begivenheder og økonomiske resultater samt til konjunkturerne i verdensøkonomien og på finansmarkederne på tidspunktet for offentliggørelsen af årsrapporten i marts 2012. Denne type forventninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed, og aktuelt er usikkerheden betydelig.

# AFKAST- OG RISIKOPROFILER

## AFDELINGERNES AFKAST- OG RISIKOPROFILER

På foreningens hjemmeside findes en investeringsguide, der kan virke som en støtte for privatkunder. Investeringsguiden omfatter generelle råd om investeringshorisont og risikoprofiler.

Afkastet for de enkelte afdelinger forventes over en periode på tre til fem år at ligge som illustreret på figuren nedenfor. Det absolutte afkast skal vurderes i forhold til renteniveauet og inflationen i samfundet. "Middel afkast" svarer til et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 pct. over inflationen. Inflationen, målt som stigningen i det generelle forbrugerprisindeks, var i 2011 på 2,3 pct.

Ud fra historiske data vurderes "lav risiko" at svare til, at tab forekommer i et eller to år ud af en tiårig periode, men historiske data kan ikke nødvendigvis anvendes som grundlag for at vurdere risikoen i et fremtidigt marked.

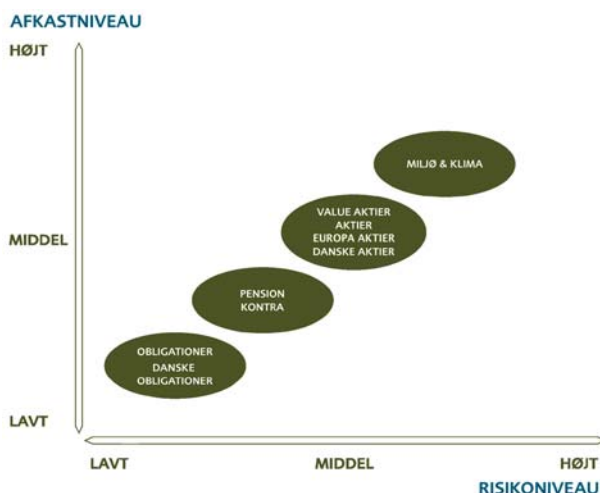
På figuren er afdelingerne grupperet i nogle risikogrupper. Dette er ikke udtryk for, at afdelingerne i samme gruppe nødvendigvis påvirkes af de samme risikofaktorer. Investeringsstrategierne i afdelingerne er forskellige, og derfor kan der i det enkelte år være betydelige forskelle på udvikling og afkast i afdelingerne. Risiko- og afkastprofil skal vurderes over en årrække.

Figuren viser foreningens egen risikovurdering. Opmærksomheden henledes på, at informationsudbydere som f.eks. Morningstar og IFR kan anvende en anden risikoklassificering af afdelingerne. Under de enkelte afdelinger i årsrapporten anvendes den EU-standardiserede risikoindikator.

Som illustration af, hvad risiko i afdelingerne kan betyde, henvises til tabellen side 8 med historiske afkast for kalenderårene 2006 til 2011. Resultaterne i 2008 er et eksempel på, hvad en meget omfattende global økonomisk krise kan komme til at betyde for investors investering. Kommende kriser i nær eller fjern fremtid vil ikke nødvendigvis følge samme mønster.

### RISIKOFAKTORER I AFDELINGERNE

Som investor i Investeringsforeningen Maj Invest 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 det danske aktiemarked stiger eller falder i værdi.



#### SKALA FOR AFKAST

Investorer du med middel risiko, kan du som tommelfingerregel forvente et gennemsnitligt årligt afkast på 2-4 procent over prisudviklingen - dog med betydelige udsving fra år til år.

#### SKALA FOR RISIKO

Historisk har lav risiko svaret til 1 eller 2 år med negativt afkast i en periode på 10 år. Historiske data er dog ingen garanti for den fremtidige udvikling.



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 løbe med sin investering, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er, ligesom den skal tage højde for individuelle forhold som skat og investors øvrige økonomiske forhold. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine Maj Invest-beviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren). Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet central investorinformation. 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.

Lavere risiko							Højere risiko
←							→
Typisk lavere afkast							Typisk højere afkast
1	2	3	4	5	6	7	

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig 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 ti-

den. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Maj Invest har indgået aftaler med 35 banker og pensionskasser om rådgivning af investorerne om valg af afdelinger og risikospredning. Bankrådgivere og investorer kan i Maj Invests materiale og på hjemmesiden få viden om afdelingernes risikoprofiler.

Maj Invest stiller et gør det selv-værktøj til rådighed for investorerne på foreningens hjemmeside. Dette værktøj er blevet udviklet, fordi mange investorer i dag investerer via netbanker og uden at mødes med en rådgiver.

Maj Invest advarer generelt investorer imod at investere for lånte midler, herunder også at øge gælden i egen bolig for at investere.

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSMARKEDERNE

Disse risikoelementer er f.eks. risici på aktiemarkederne, renterisici, kreditrisici og valutarisici. Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

#### RISICI KNYTTET TIL INVESTERINGSBESLUTNINGERNE

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

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har foreningen for syv af ni afdelinger udvalgt et sammenligningsindeks. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. De respektive indeks er udvalgt sådan, at de repræsenterer den

langsigtede afkastforventning. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i sammenligningsindekset (afkastet) tager ikke højde for omkostninger. Afdelingerne Pension og Kontra har ikke et sammenligningsindeks, men holdes op imod kategorien af sammenlignelige afdelinger hos Morningstar.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi, er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive sammenligningsindeks. 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 sammenligningsindekset, og at afkastet kan blive både højere og lavere end sammenligningsindekset.

Afdeling Europa Aktier følger en passiv investeringsstrategi - også kaldet en indeksbaseret strategi. Det betyder, at investeringerne er sammensat, så de over tid følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet over tid 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 er der som hovedregel fastsat restriktioner på den valutariske fordeling. I obligationsafdelingerne er der typisk fastsat begrænsninger på varighed (rentefølsomhed) og fordeling på obligationstyper.

Som porteføljerådgiver for Maj Invest arbejder Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S med en investeringsstrategi, hvor indtjeningssevne, kapitalforhold og gældsætning vurderes for hvert enkelt selskab, der investeres i, ligesom risici nøje afvejes i forhold til afkastpotentialet ved obligationsinvesteringer. Samtidigt spredes investeringerne på flere værdipapirer, og Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S arbejder systematisk med at skabe porteføljer, hvor der i væsentligt omfang er taget højde for særlige risikofaktorer på forskellige dele af aktiemarkedene. Ved at anvende en investeringsstrategi med en aktiv udvælgelse og prioritering af investeringerne ud fra fundamentale aktieanalyser kan Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S

som porteføljerådgiver medvirke til at afdæmpe noget af den risiko, der ellers ville være ved at investere direkte i aktier.

#### RISICI KNYTTET TIL DRIFTEN AF FORENINGEN

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Danske Invest Management A/S foretager opfølgning på områder, hvor udviklingen ikke er tilfredsstillende.

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

På it-området lægges stor vægt på data- og system-sikkerhed. 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 og opdaterede oplysninger om de enkelte afdelinger i Maj Invest henvises til de gældende prospekter og dokumentet central investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk) under produktinformationen om den enkelte afdeling.

#### GENERELLE RISIKOFAKTORER

##### Enkeltlande:

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, er 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 i emerging markets. Tilsvarende er risikoen i en bred, global aktieportefølje generelt lavere end ved investering i en enkelt sektor eller i et enkelt land. Nogle udenlandske markeder kan 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 give større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

#### **Valuta:**

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan give 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 i stort omfang investerer i aktier eller obligationer udstedt i euro, har begrænset valutarisiko.

#### **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 i selskabets aktier vil være tabt.

#### **SÆRLIGE RISICI VED OBLIGATIONSAFDELINGERNE:**

##### **Obligationsmarkedet:**

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteudviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi. Låntagernes adgang til at konvertere gælden og dermed indløse obligationerne spiller også en rolle for det afkast, som obligationsinvesteringer kan give, ligesom alternative placeringsmuligheder også spiller en rolle. Blandt andet har det betydning, om investorerne generelt søger bort fra risici på aktiemarkederne, eller om der tværtimod søges over i mere risikofyldte investeringer.

##### **Renterisiko:**

Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, falder kurserne generelt. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, vi investerer 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 kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.



**SÆRLIGE RISICI VED AKTIEAFDELINGERNE:****Udsving på aktiemarkedet:**

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

Manglende likviditet i markedet kan være en risiko. Likviditet er især et spørgsmål om, hvor mange investorer der er i markedet for at købe eller sælge aktier. Investorenes risikovillighed spiller en rolle for, hvor mange penge der investeres, og hvilke lande, sektorer og segmenter der er størst interesse for. Her kan det også spille en rolle, hvordan investorerne vurderer alternative investeringsmuligheder som f.eks. obligationsinvesteringer.

Virksomhedernes kapitalforhold og gældsætning kan få konsekvenser, hvis f.eks. rentestigninger gør gælden mere byrdefuld og dermed fremtvinger kursfald på aktierne i de mest forgældede virksomheder. Ligeledes kan afkastet svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter og projekter.

Virksomhedernes evne til at skabe indtjening er central for aktiernes værdi. Her kan forretningsområde og markedsposition spille en stor rolle. Også virksomhedens afhængighed af udviklingen i bestemte valutaer spiller en rolle for indtjeningen og dermed aktiekursudviklingen.

**Investeringsområde:**

Hvis en afdeling har mange investeringer tilknyttet et afgrænset område som f.eks. klimaområdet, kan afdelingens afkast svinge meget, f.eks. som følge af ændringer i den politiske understøttelse af klimamaet, udsving i energi- og råvarepriser samt ændringer i videnskabelige analyser vedrørende området.

**SÆRLIGE RISICI VED BLANDEDE AFDELINGER:**

Det følger af ovenstående, at de blandede afdelinger – afdelingerne Pension og Kontra – både er følsomme over for de faktorer, der påvirker aktieinvesteringer, og de faktorer, der påvirker obligationsinvesteringer. Men spredningen på både aktie- og obligationsinvesteringer vil generelt betyde, at den samlede risiko for blandede afdelinger vil være lavere end i rene aktieafdelinger. For afdeling Kontra er de særlige risici beskrevet nærmere i afdelingens beretning side 56.

**SAMFUNDSANSVAR OG LEDELSE****Redegørelse for samfundsansvar:**

Foreningens porteføljerådgiver, Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S, foretager løbende overvågning og screening af de enkelte selskaber i foreningens forskellige børsnoterede aktieporteføljer med henblik på at vurdere, hvorvidt selskabernes aktiviteter er i overensstemmelse med foreningens krav til virksomhedernes etiske ansvar.

Det sker for at efterleve de standarder og retningslinjer, der er indeholdt i internationalt anerkendte konventioner og normer. Dette omfatter etik, social og miljømæssig ansvarlighed samt corporate governance.

Den løbende overvågning sker i samarbejde med den nordiske konsulentvirksomhed GES Investment Services (GES), der løbende overvåger ESG-forholdene (Environmental, Social, Governance) i de selskaber, der indgår eller kunne tænkes at indgå i foreningens porteføljer.

GES Investment Services screener løbende 16.000 selskaber over hele verden for eventuelle krænkelser af bredt anerkendte internationale konventioner og normer vedrørende miljø, menneskerettigheder og forretningsetik. I 2011 advarede screeningselskabet om godt 117 selskaber, som kunne sættes i forbindelse med klart dokumenterede brud på disse normer. Her til kommer 182 mulige hændelser på GES Investment Services' observationsliste.

GES foretager herudover eksplicit screening af de selskaber, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest har investeret i på vegne af kunder, herunder Investeringsforeningen Maj Invest. Såfremt de selskaber, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest har investeret i på vegne af kunder, kommer i konflikt med Fondsmæglerselskabet Maj Invests grundlag for ansvarlige investeringer, medvirker Fondsmæglerselskabet Maj Invest til at påvirke virksomhederne til en ændring af adfærden sammen med andre institutionelle investorer gennem GES Engagement Forum. I 2011 blev der herigennem udført aktivt ejerskab eller engagement i forbindelse med 92 kontroversielle sager. Vedvarende kritik af manglende ansvarlighed omkring overtrædelser af internationale konventioner og normer uden tilstrækkelig lydhørhed og adfærdsændringer fra virksomhedens ledelse vil normalt føre til salg af aktieposten.

Hensyntagen til ESG-forhold indgår dermed som en integreret del af det generelle analysearbejde med foreningens aktieinvesteringer, sådan som det bl.a. er formuleret i FN's principper for Ansvarlig Investeringspraksis, UNPRI.

#### **Fund governance:**

Bestyrelsen har vedtaget en såkaldt fund governance-politik, som beskriver samspillet mellem medlemmer, bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabet. Politikken skal bl.a. sikre, at foreningens informationspraksis giver medlemmer og andre interessenter mulighed for dels at følge udviklingen i foreningen og i afdelingerne, dels at komme med indsigelser og forslag på områder, som er væsentlige. Endvidere skal fund governance-politikken belyse, hvordan bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet arbejder med driftsmæssige risici og kontroller. Denne politik kan ses på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

#### **Investeringsfilosofi:**

Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S (Fondsmæglerselskabet Maj Invest) er valgt som porteføljerådgiver for alle afdelinger i Maj Invest. Fondsmæglerselskabet Maj Invest rådgiver både om porteføljestrategi og

investeringsvalg samt om produktudvikling og -formidling. Fondsmæglerselskabet Maj Invest er bemandet med medarbejdere, som i årevis har forvaltet værdipapirer for Lønmodtagernes Dyrtidsfond og en lang række andre institutionelle investorer.

En lang og bred erfaring med investering og porteføljestyring samt medarbejdernes viden og integritet var væsentlige kriterier ved valget af Fondsmæglerselskabet Maj Invest som porteføljerådgiver. Endvidere kunne ledelse og centralt placerede medarbejdere dokumentere meget tilfredsstillende investeringsresultater over en lang årrække.

Arbejdsmetoden hos Fondsmæglerselskabet Maj Invest er kendetegnet ved "købmandskab", hvor fokus fastholdes på det, som skaber afkast på lang sigt for medlemmerne. Der foretages en aktiv udvælgelse og prioritering af værdipapirerne ud fra en grundig analyse af risici og afkastpotentiale. Endvidere arbejdes der i høj grad med egenskaberne ved den portefølje, som de samlede investeringer i en afdeling udgør. Ved at arbejde med porteføljens sammensætning kan der med fornuft på udvalgte områder investeres i værdipapirer med høje afkastpotentialer, men også høje risici, uden at den samlede risiko for afdelingens investeringer som helhed øges. Uanset hvilke temaer der er populære på investeringsmarkederne, så fastholdes denne tilgang i investeringsstrategien.

Fondsmæglerselskabet Maj Invest vurderes ligeledes at have stærke kompetencer inden for analyse af udviklingstendenser i global økonomi og kan med afsæt heri levere et kompetent grundlag for investeringsvalgene i afdelingernes porteføljer. Fondsmæglerselskabet Maj Invests kompetencer inden for analyse af global økonomi ligger også til grund for udvikling af nye afdelinger.

Foruden rådgivning af Maj Invest og andre institutionelle investorer om porteføljestyring og investeringsvalg omfatter Fondsmæglerselskabet Maj Invest en af de største private equity-afdelinger i Danmark samt børsmæglerfunktionen Maj Invest Markets.

# LEDELSENS ØVRIGE HVERV

## BESTYRELSE

### ■ MADS KRAGE, FORMAND

#### *Formand for bestyrelsen i:*

Fair Trade Mærket Danmark  
Emmerys A/S  
K/S Kristensen German Retail Partners 1

#### *Bestyrelsesmedlem i:*

Toms Gruppen A/S  
Tulip Food Company A/S  
Imerco A/S  
Hans Just A/S  
F. A. Thiele A/S  
Harboes Bryggeri A/S  
Holberg Fenger Invest A/S  
Plast Team A/S

#### *Øvrige:*

Medlem af investeringskomitéen for LD Equity 2 K/S

### ■ OLE RISAGER, NÆSTFORMAND

Professor ved INT, Copenhagen Business School

#### *Formand for bestyrelsen i:*

Core German Residential II Kommanditaktieselskab  
samt 7 aktieselskaber under dette selskab

#### *Øvrige:*

Medlem af APM Terminals Executive Risk Steering  
Committee, Haag, Holland

### ■ IB MARDAHL-HANSEN

#### *Direktør for:*

Mardahl Consult Aps  
Dansk Erhvervsinvestering A/S

#### *Bestyrelsesmedlem i:*

CAT Invest A/S  
Dalum Holding A/S

### ■ CARSTEN KOCH

#### *Formand for bestyrelsen i:*

Udviklingsselskabet By & Havn I/S  
Københavns Havns Pensionskasse  
FredericiaC Arealudviklingsselskab P/S  
Forca A/S  
Vækstfonden

#### *Bestyrelsesmedlem i:*

Sund & Bælt Holding A/S (næstformand) samt  
5 datterselskaber  
Øresundsbrokonsortiet I/S  
CMP Copenhagen Malmö Port A/B  
Dades A/S  
Duke Infrastructure Holding ApS med datterselskaber  
GES Investment Services Danmark A/S  
Kærkommen Holding Aps med 2 datterselskaber  
Pluss Leadership A/S

#### *Øvrige:*

Formand for Beskæftigelsesrådet

### ■ JETTE CLAUSEN

#### *Bestyrelsesmedlem i:*

Junckers Velfærdsfond

## DIREKTION

### Danske Invest Management A/S

#### ■ THOMAS MITCHELL

Administrerende direktør

#### ■ FINN KJÆRGÅRD

Vicedirektør

#### *Bestyrelsesmedlem i:*

FundCollect A/S  
FundConnect A/S  
InvesteringsForeningsRådet



## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

### RISIKOPROFIL

Da afdelingen investerer i danske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen for danske aktier. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande, selskabsspecifikke forhold samt udsving på aktiemarkedet.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

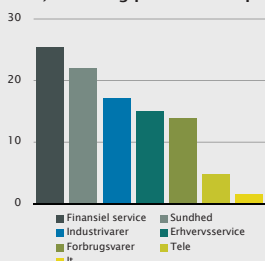
### STAMDATA

Fondscode: **DK0060005171**  
 Startdato: **16.12.2005**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerforeningen Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Keld Henriksen**  
 IFR-kategori: **Danske Aktier**  
 Morningstar Kategori™: **Aktier - Danmark**

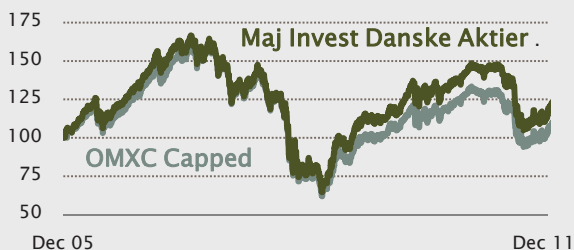
Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	-19,8 %	15,1 %
Sml. indeks	-19,9 %	3,4 %

Morningstar Rating™  
 ★★

Graf, fordeling på sektorer i pct.



### VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR

Lavere risiko		Højere risiko				
←		→				
Typisk lavere afkast		Typisk højere afkast				
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingen gav i 2011 et negativt afkast på 19,8 pct. Afkastet er i absolut forstand utilfredsstillende, men på niveau med den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset OMXCCAP, der faldt 19,9 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ klarede afdelingen sig 0,4 pct. bedre. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte.

Afdelingen har ikke indfriet forventningerne i årsrapporten for 2010 om et positivt afkast som følge af uventede og massive kursfald i august og september måned som reaktion på den europæiske gælds-krise.

### MARKEDET

På trods af uro i Mellemøsten og en tsunami, der udløste en atomkatastrofe i Japan, artede det danske aktiemarked sig ganske roligt i årets første måneder. De største begivenheder på det danske aktiemarked var DuPonts overtagelse af Danisco, samt at det ikke lykkedes at genintroducere ISS på fondsbørsen. Hen over sommeren faldt markedet derimod kraftigt. Grækenlands massive gældsproblemer var starten, efterfulgt af en egentlig eurokrise.

Investorerens risikoappetit dalede drastisk, hvilket oplevedes på obligationsmarkederne, hvor lande som Italien og Spanien måtte acceptere høje renter ved nyudstedelser. Modsat er renten yderst lav i "sikre" lande, hvortil Danmark regnes.

### PERFORMANCE

Det er strategien med aktiv aktieudvælgelse at skabe et langsigtet merafkast i forhold til markedet. I 2011 lå afkastet 0,1 procentpoint foran sammenligningsindekset, og siden afdelingens lancering for godt 6 år siden er merafkastet i forhold til markedet 11,7 procentpoint.

Det markant største positive bidrag til årets relative performance kom fra Pandora. Afdelingen havde ved årets start ikke investeringer i virksomheden, hvis kurs faldt hele 84 pct. i 2011. Overvægt i forsikrings-selskabet Topdanmark bidrog også positivt. Aktien besidder defensive kvaliteter, som aktiemarkedet typisk værdsetter højere i perioder med usikkerhed og lav vækst.

Modsat bidrog det negativt til årets relative performance, at afdelingen var undervægtet i Novozymes. Desuden bidrog overvægt i IC Companys negativt. Virksomheden måtte ad flere omgange nedjustere forventningerne til regnskabsåret 2011/12.

#### **SÆRLIGE RISICI 2012**

De fleste større danske børsnoterede virksomheder er i ganske god forfatning ved indgangen til 2012. Selskaberne er generelt veldrevne og fornuftigt konso-liderede. Risikoen for en lang række kapitaludvidelser, som vi så tilbage i 2009, virker ganske beskedne.

Sigtbarheden for virksomhederne er dog ringere end normalt, og det kan betyde forsigtige udmeldinger om forventningerne til helåret, når der guides i første kvartal. Derudover virker analytikernes estimater relativt positive, og hvis disse skal nedrevideres, kan det skuffe aktiemarkedet.

Den største risiko i 2012 ser dog ud til at komme ude-fra. Hvordan løsningen af statsgældskrisen i eurolan-dene skal udføres i praksis, står ikke klart, og heri be-står en stor risiko.

#### **FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI**

Strategien, der er fastholdt siden afdelingens start i 2005, fortsættes uforandret i 2012 med en købmands-mæssig tilgang, hvor der kontinuerligt afsøges inve-steringsmuligheder i det danske aktiemarked på tværs af sektorer, selskabsstørrelser og -typer. Prisfastsæt-telsen af den enkelte aktie er en væsentlig parameter, hvor selskaberne vurderes enkeltvis ud fra en langsigtet fundamental betragtning. Der lægges stor vægt på at vedligeholde kendskabet til det enkelte selskab. Jævn-lige møder med den enkelte ledelse er vigtige, da den-nes track record og troværdighed er meget afgørende.

Det danske aktiemarked er ved indgangen til 2012 relativt billigt prissat på indtjeningsnøgletal, og gæl-den hos de fleste virksomheder er ikke høj. Dette taler for en fornuftig udvikling på det danske aktiemarked i 2012. Modsat trækker dog situationen i eurozonen, hvor man har lav vækst og statsgældsproblemer at slås med. Ikke mindst i Sydeuropa.

For 2012 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast på niveau med sammenligningsin-dekset. Afkastet kan dog blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en ak-tiv investeringsstrategi.

Normalt siger man, at aktier på langt sigt giver et af-kast på i gennemsnit 7-8 pct. p.a., men at afkastet det enkelte år ofte vil afvige markant fra gennemsnittet.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afde-lingen henvises til tabellen over historiske afkast side 8. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -48 og +47 pct. de seneste seks år. Der er så-ledes en betydelig usikkerhed forbundet med at for-udsige afkastet for 2012.

## MAJ INVEST DANSKE AKTIER

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011 1.000 kr.	1.1.-31.12.2010 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	16	12
2 Udbytter	2.279	1.463
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.295</b>	<b>1.475</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	÷39.344	28.789
4 Handelsomkostninger	÷231	÷106
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷39.575</b>	<b>28.683</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷37.280</b>	<b>30.158</b>
5 Administrationsomkostninger	1.889	1.195
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷39.169</b>	<b>28.963</b>
6 Skat	15	13
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷39.184</b>	<b>28.950</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	235	100
Overført fra sidste år	963	596
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.198</b>	<b>696</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷37.986</b>	<b>29.646</b>
7 Til rådighed for udlodning	1.589	963
Overført til udlodning næste år	1.589	963
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷39.575</b>	<b>28.683</b>

## Balance

	31.12.2011 1.000 kr.	31.12.2010 1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	1.501	2.292
<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.501</b>	<b>2.292</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Noterede aktier		
fra danske selskaber	153.883	149.168
Noterede aktier		
fra udenlandske selskaber	5.565	2.159
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>159.448</b>	<b>151.327</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Mellemværende		
vedr. handelsafvikling	0	714
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>0</b>	<b>714</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>160.949</b>	<b>154.333</b>
<b>Passiver</b>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>160.677</b>	<b>153.775</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	272	208
Mellemværende vedr.		
handelsafvikling	0	350
<b>I alt anden gæld</b>	<b>272</b>	<b>558</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>160.949</b>	<b>154.333</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	4,03	÷47,66	47,44	26,07	÷19,76
Sammenligningsindeks (pct.)	7,97	÷49,32	38,55	25,25	÷19,90
Indre værdi (kr. pr. andel)	141,14	65,21	93,89	118,37	94,98
Nettoresultat (t.kr.)	2.815	÷72.871	39.581	28.950	÷39.184
Udbytte (pct.)	15,00	1,75	0,00	0,00	0,00
Administrationsomk. (pct.)	0,55	0,63	0,65	0,93	1,09
ÅOP	0,98	1,13	1,01	1,26	1,47
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	158.657	45.843	34.753	54.641	110.759
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	163.057	58.615	47.497	35.575	62.947
Omsætningshastighed (antal gange)	0,18	0,33	0,24	0,22	0,33
Medlemmernes formue (t.kr.)	166.470	80.462	106.723	153.775	160.677
Cirkulerende kapital (t.kr.)	117.946	123.396	113.665	129.915	169.177
Kurs ultimo året	140,50	66,10	95,03	119,70	96,15
Sharpe Ratio	-	-	-	0,15	÷0,29

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

<b>Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Indestående i depotselskab	16	12
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>16</b>	<b>12</b>

<b>Note 2: Udbytter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	2.182	1.380
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	97	83
<b>I alt udbytter</b>	<b>2.279</b>	<b>1.463</b>

<b>Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	+37.909	28.454
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+1.435	335
Handelsomkostninger	+231	+106
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+39.575</b>	<b>28.683</b>

<b>Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	+347	+170
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	116	64
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+231</b>	<b>+106</b>

<b>Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	26	0	26
Revisionshonorar til revisorer	0	19	0	19
Andre honorarer til revisorer	0	4	0	3
Markedsføringsomkostninger	889	54	486	2
Gebyrer til depotselskab	138	0	78	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	647	14	488	0
Øvrige omkostninger	5	13	8	10
Fast administrationshonorar	80	0	75	0
I alt opdelte adm.omk.	1.759	130	1.135	60
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.889</b>		<b>1.195</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

<b>Note 6: Skat i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	15	13
<b>I alt skat</b>	<b>15</b>	<b>13</b>

<b>Note 7: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Renter og udbytter	2.295	1.475
Ikke refunderbar udbytteskat	+15	+13
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.889	1.195
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	235	100
Udlodning overført fra sidste år	963	596
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>1.589</b>	<b>963</b>

<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,1	98,5
Øvrige finansielle instrumenter	0,9	1,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

<b>Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank</b>				
<b>Navn</b>	<b>Markedsværdi</b>	<b>Markedsværdi</b>		
Danske Bank	13.429	0		

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

<b>Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
------------------------------------------------	-------------	-------------

		Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	129.915	153.775	113.665	106.723	
Emissioner i året	44.512	51.858	23.750	25.996	
Indløsninger i året	+5.250	+5.856	+7.500	+7.965	
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		84		71	
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+235		+100	
Overført til udlodning fra sidste år		+963		+596	
Overført til udlodning næste år		1.589		963	
Overførsel af periodens resultat		+39.575		28.683	
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>169.177</b>	<b>160.677</b>	<b>129.915</b>	<b>153.775</b>	



## MAJ INVEST EUROPA AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

### RISIKOPROFIL

Da afdelingen investerer i europæiske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på europæiske aktier og valutaer.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering til udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

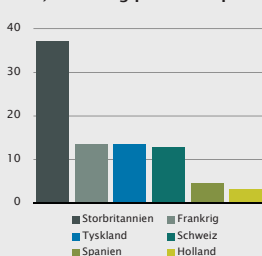
Fondskode: **DK0060079960**  
 Startdato: **06.06.2007**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fonds-  
 mæglerfirmaet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Ulrik Jensen**  
 IFR-kategori: **Aktier Europa**  
 Morningstar Kategori™: **Aktier -  
 Europa Large Cap Value**

Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	-6,1 %	-25,0 %
Sml. indeks	-8,3 %	-30,1 %

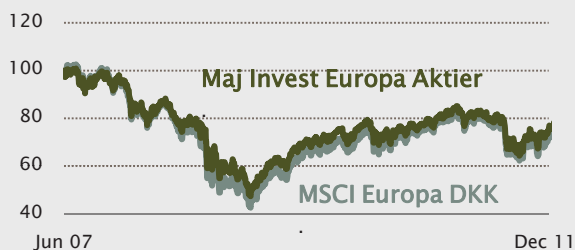
### Morningstar Rating™

★★★★★

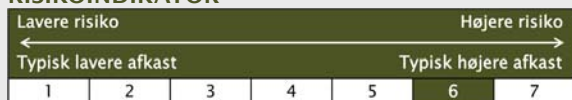
Graf, fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2011 et negativt afkast på 6,1 pct., hvilket var mindre tilfredsstillende, men dog noget bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Europa inkl. nettoudbytter, der omregnet til danske kroner faldt med 8,3 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der faldt 11,3 pct., var afkastet meget tilfredsstillende. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,50 pct.

Afdelingen har ikke indfriet forventningerne i årsrapporten for 2010 om et fornuftigt afkast som følge af uventede og massive kursfald i august og september måned som reaktion på den europæiske gældskrise.

### MARKEDET

2011 var året, hvor gældskrisen i Europa var med til at skabe store udsving på de globale markeder. De mange redningspakker, der blev søsat i kølvandet på finanskrisen i 2008, havde til formål at stabilisere det finansielle system verden over – herunder også i Europa.

Redningspakkerne bestod primært i støtteopkøb af problematiske obligationer og en rekapitalisering af især bankerne, der havde mistet store dele af egenkapitalen. Dog viste denne opgave sig at være noget større end først antaget. De europæiske staters gældsætning kom derfor i søgelyset hos både investorerne og ratingbureauerne.

Da det kun er Den Europæiske Centralbank, ECB, der kan trykke euro, og ikke de enkelte lande i Europa, kan et land i eurozonen kun fremskaffe flere euro ved enten at øge eksporten, øge beskatningen eller skære i de offentlige udgifter. Dette er imidlertid meget svært i en hård og langvarig lavkonjunktur, og på markedet opstod der en dyb skepsis til, hvorvidt de sydeuropæiske lande havde økonomisk kapacitet til at dække de fremtidige rentebetalinger. Investorerne flygtede derfor væk fra eurozonen og ind i traditionelt mere stabile lande som Schweiz og USA.

Konsekvensen af disse begivenheder blev, at de europæiske aktier i årets første otte måneder faldt med over 20 pct. Dog rettede de sig noget mod slutningen af året og indhentede således en del af det tabte terrain i årets sidste kvartal. Det dækker over en betyde-

lig variation, og græske aktier faldt med mere end 50 pct., mens irske aktier lukkede i plus for året.

### PERFORMANCE

Den europæiske statsgældskrise satte også sine dybe spor i valutamarkedet, idet euro blev svækket over for stort set alle store valutaer. I kølvandet på statsgældskrisen debatterede markedet åbent, hvorvidt den fælles europæiske valuta, euroen, overhovedet var en levedygtig idé – og i fald den ikke var, hvor lang tid den så havde igen. Denne diskussion var naturligvis positiv for alle andre valutaer end euro og danske kroner, der følger euro, og den amerikanske dollar steg således med 3,1 pct. i 2011 over for danske kroner, mens japanske yen og britiske pund steg med 8,7 pct. henholdsvis 2,3 pct. over for danske kroner.

Afdelingens afkast var noget bedre end markedets afkast i 2011. Dette er utilsigtet, idet afdelingen søger at generere et afkast, der ligger så tæt op af markedsafkastet som muligt ved at følge en passiv indeksstrategi.

Når afkastet alligevel er blevet bedre end markedsafkastet, skyldes det, at afdelingen i forhold til indekset er overrepræsenteret i store selskaber og underrepræsenteret i små og mellemstore selskaber, og det er generelt mindre og risikofyldte selskaber, der falder mest under kriser. Dette mønster gentog sig i 2011.

### SÆRLIGE RISICI 2012

Der er fortsat betydelige risici for markedet i 2012. Da afdelingens formål er over tid at følge det europæiske aktiemarked så tæt som muligt, er afdelingens risici det europæiske aktiemarkeds generelle udvikling. Fornyet opblussen af den europæiske gældskrise, herunder udviklingen i de sydeuropæiske lande, kan få betydelige konsekvenser for det europæiske aktiemarked.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Vi forventer ikke, at 2012 bliver så slemt for Europa som 2011, men denne forventning er forbundet med betydelig usikkerhed.

Meget tyder dog på, at euroen vil overleve, men at prisen for dette bliver en yderligere svækkelse af euro. ECB har allerede støtteopkøbt mange eurozoneobli-

gationer ved at lade pengeseddelpressen køre. Dette sænker værdien af euro over for andre valutaer.

Derudover er der nu en betydelig risiko for, at Kinas væksthistorie krakelerer. Sker det, vil det utvivlsomt sende bølger igennem det globale finansielle system. Ikke mindst på råvaremarkedet, men også de europæiske aktier vil blive ramt.

En del af disse risici er formentlig allerede priset ind i aktiemarkedene, idet de globale aktiemarkeder, herunder også de europæiske, ved årsskiftet handler til meget lave priser.

Afdelingen følger en passiv investeringsstrategi, hvor afdelingen er sammensat, så den med et begrænset antal positioner over tid kan forventes at give et afkast, der er tæt på sammenligningsindekset minus omkostninger. For 2012 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast, men der er væsentlig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2012. Til illustration af denne usikkerhed henvises til tabellen side 8, der viser, at afdelingens afkast de seneste 6 år har svinget mellem -38 og +26 pct.

## MAJ INVEST EUROPA AKTIER

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011	1.1.-31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	43	29
2 Udbytter	10.004	7.656
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.047</b>	<b>7.685</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	+24.268	11.000
Valutakonti	274	88
Øvrige aktiver/passiver	+100	109
4 Handelsomkostninger	+54	+20
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+24.148</b>	<b>11.177</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>+14.101</b>	<b>18.862</b>
5 Administrationsomkostninger	702	629
<b>Resultat før skat</b>	<b>+14.803</b>	<b>18.233</b>
6 Skat	1.001	754
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>+15.804</b>	<b>17.479</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	134	659
Overført fra sidste år	476	547
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>610</b>	<b>1.206</b>
<b>Til disposition</b>	<b>+15.194</b>	<b>18.685</b>
7 Til rådighed for udlodning	9.028	7.289
Foreslået udlodning	9.014	6.813
Overført til udlodning næste år	14	476
<b>Overført til formuen</b>	<b>+24.222</b>	<b>11.396</b>

## Balance

	31.12.2011	31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	10.129	8.271
<b>I alt likvide midler</b>	<b>10.129</b>	<b>8.271</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Noterede aktier		
fra danske selskaber	3.233	2.902
Noterede aktier		
fra udenlandske selskaber	226.054	236.218
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>229.287</b>	<b>239.120</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodehavende		
renter, udbytter m.m.	528	302
Mellemværende		
vedr. handelsafvikling	0	373
Aktuelle skatteaktiver	891	900
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.419</b>	<b>1.575</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>240.835</b>	<b>248.966</b>
<b>Passiver</b>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>240.815</b>	<b>248.907</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	20	59
<b>I alt anden gæld</b>	<b>20</b>	<b>59</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>240.835</b>	<b>248.966</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)*	+4,35	+38,34	25,95	7,57	+6,10
Sammenligningsindeks (pct.)*		+43,75	31,56	11,26	+8,33
Indre værdi (kr. pr. andel)	95,65	58,98	69,84	73,07	66,79
Nettoresultat (t.kr.)*	+4.027	+47.549	35.636	17.479	+15.804
Udbytte (pct.)	0,00	3,50	2,00	2,00	2,50
Administrationsomk. (pct.)	0,26	0,34	0,31	0,29	0,29
ÅOP	0,71	0,78	0,65	0,58	0,59
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)*	110.599	32.886	84.382	42.650	22.238
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)*	143	4.232	8.702	3.244	7.701
Omsætningshastighed (antal gange)*	0,00	0,04	0,01	0,00	0,00
Medlemmernes formue (t.kr.)	109.460	86.419	196.078	248.907	240.815
Cirkulerende kapital (t.kr.)	114.438	146.534	280.756	340.645	360.554
Kurs ultimo året	97,65	59,00	70,80	74,65	67,00
Sharpe Ratio	-	-	-	+0,52	+0,51

\* 2007 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

<b>Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Indestående i depotselskab	43	29
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>43</b>	<b>29</b>

<b>Note 2: Udbytter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	47	32
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.957	7.624
<b>I alt udbytter</b>	<b>10.004</b>	<b>7.656</b>

<b>Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	157	1.277
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+24.425	9.723
Valutakonti	274	88
Øvrige aktiver/passiver	+100	109
Handelsomkostninger	+54	+20
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+24.148</b>	<b>11.177</b>

<b>Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	+102	+224
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	48	204
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+54</b>	<b>+20</b>

<b>Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	37	0	44
Revisionshonorar til revisorer	0	19	0	23
Andre honorarer til revisorer	0	8	0	3
Markedsføringsomkostninger	123	11	120	1
Gebyrer til depotselskab	76	0	56	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	298	23	272	0
Øvrige omkostninger	9	18	14	21
Fast administrationshonorar	80	0	75	0
I alt opdelte adm.omk.	586	116	537	92
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>702</b>		<b>629</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

<b>Note 6: Skat i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	1.001	754
<b>I alt skat</b>	<b>1.001</b>	<b>754</b>

<b>Note 7: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Renter og udbytter	10.047	7.685
Ikke refunderbar udbytteskat	+1.001	+754
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	29	+427
Kursgevinst til udlodning	45	208
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	702	629
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	134	659
Udlodning overført fra sidste år	476	547
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>9.028</b>	<b>7.289</b>

<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,8	96,7
Øvrige finansielle instrumenter	4,2	3,3
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

<b>Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	340.645	248.907	280.756	196.078
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+6.813		+5.615
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+302		+553
Emissioner i året	19.909	14.786	59.889	41.498
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		41		20
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+134		+659
Overført til udlodning fra sidste år		+476		+547
Overført til udlodning næste år		14		476
Foreslået udlodning		9.014		6.813
Overførsel af periodens resultat		+24.222		11.396
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>360.554</b>	<b>240.815</b>	<b>340.645</b>	<b>248.907</b>



## MAJ INVEST AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

### RISIKOPROFIL

Da afdelingen kan investere i danske og udenlandske aktier, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponeringen til udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

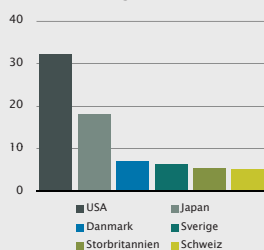
Fondskode: **DK0060005254**  
 Startdato: **16.12.2005**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerfirmaet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Henrik Ekman**  
 IFR-kategori: **Aktier Globalt**  
 Morningstar Kategori™: **Aktier - Globale Large Cap Blend**

Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	-4,7 %	21,7 %
Sml. indeks	-2,6 %	-2,5 %

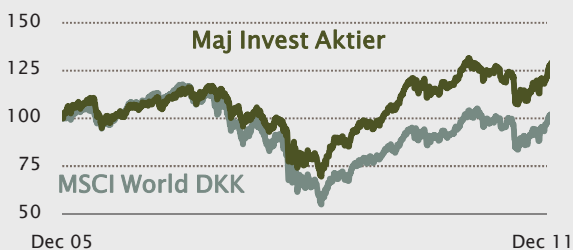
### Morningstar Rating™

★★★★★

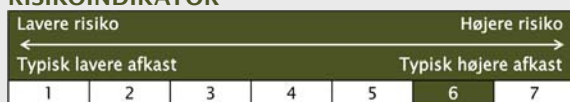
Graf, fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2011 et negativt afkast på 4,7 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende og lavere end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner faldt 2,6 pct. Afkastet er dog 3,4 procentpoint bedre end den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der faldt 8,1 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,00 pct.

Afdelingen har ikke indfriet forventningerne i årsrapporten for 2010 om et positivt afkast som følge af uventede og massive kursfald i august og september måned som reaktion på den europæiske gælds Krise.

### MARKEDET

Verdens aktiemarkeder har gennemlevet et turbulent år, hvor første halvår var præget af relativt god stemning med undtagelse af perioden efter tsunamien og den efterfølgende atomkatastrofe i Japan. Den gav dog kun kortvarig uro på aktiemarkedet, da den økonomiske effekt var betydeligt mindre end først frygtet. Andet halvår af 2011 bød i stedet på nærmest konstant uro som følge af statsgældskrisen i Sydeuropa, der konstant udviklede sig i takt med vanskelige politiske forhandlinger mellem især Tyskland og Frankrig på den ene side og Grækenland og Italien på den anden side. Renten på gælden i de to sidstnævnte lande (og en række andre sydeuropæiske lande) steg i løbet af andet halvår kraftigt og medvirkede til yderligere uro på aktiemarkedene.

### PERFORMANCE

Som beskrevet i årsrapporten for 2010 virkede forventningerne til selskabernes indtjening blandt investorerne i begyndelsen af 2011 for optimistiske med en forventet indtjeningsvækst i virksomhederne på ca. 15 pct. I løbet af 2011 blev markedernes forventninger til væksten i virksomhedernes indtjening løbende justeret nedad, om end der stadig blev forventet en relativt pæn og høj vækst.

Med en forventning i afdelingen om, at der ville ske nedadgående justeringer af virksomhedernes vækst i indtjeningen, blev afdelingen vægtet over mod aktier i selskaber, der traditionelt har en mere stabil udvikling i indtjeningen - og dermed også en mere stabil aktiekurs. Det drejer sig typisk om virksomheder in-

den for sundheds-, tele-, forsynings- og fødevarerområdet. Den type virksomheder har almindeligvis mindre sandsynlighed for nedjusteringer til indtjeningen, da efterspørgslen efter virksomhedernes produkter ikke ændrer sig markant, når de generelle økonomiske konjunkturer svækkes.

Enkelte aktier har trukket uforholdsmæssigt meget ned i afkastet, og det er hovedårsagen til, at afdelingen har givet et afkast en smule lavere end markedet. Afdelingen havde blandt andet investeringer i danske banker, som set fra afdelingens side blev anset for relativt sikre, da de ikke var viklet ind i den sydeuropæiske gælds Krise. Disse banker blev i stedet ramt af nervøsitet omkring det danske bankmarked - og specielt bankernes eksponering mod boligmarkedet, som udenlandske investorer anså for en betydelig risiko.

Også teknologivirksomheder som Nintendo og Nokia bidrog med meget negative afkast, og kursen på de to selskabers aktier faldt med ca. 50 pct. målt i danske kroner.

I lyset af den usikre situation i Sydeuropa havde afdelingen dog som nævnt fokus på investeringer i mere stabile virksomheder inden for mindre konjunkturfølsomme brancher. Det betød, at aktier i virksomheder som Roche, Colgate-Palmolive, Kraft Foods og Coca-Cola, trak afkastet i positiv retning med høje positive afkast i 2011.

#### SÆRLIGE RISICI

De kursfald, som aktiemarkedene oplevede i andet halvår af 2011, betyder, at værdiansættelsen af aktiemarkedene nu synes at være lav ud fra en langsigtet betragtning. På baggrund af de måder, aktiekurserne normalt bedømmes, tilsiger de aktuelle kursniveauer således, at det langsigtede kurspotentiale i aktier er stort. Det kan dog ikke udelukkes, at en fornyet genoplussen af den europæiske statsgælds Krise kan føre til aktiekursfald i og uden for Europa.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Selvom aktierne i et langsigtet perspektiv vurderes at være billige ved årsskiftet, er der stadig risiko for fald i kurserne. Aktiekursernes udvikling bestemmes i høj grad af de underliggende selskabers indtjening i fremtiden. Mange selskaber forventer ved årsskiftet,

at 2012 bliver et år med vækst i indtjeningen, hvilket mange økonomiske nøgletal også indikerer. Ændrer situationen sig, således at Europa eller USA kommer tilbage i recession, hvor den økonomiske vækst atter bliver negativ, vil det med al sandsynlighed føre til lavere kurser, i takt med at virksomhederne sænker deres forventninger. Den fortsatte gælds Krise i Sydeuropa kan også vise sig at udgøre en trussel mod aktierne, hvis eksempelvis et land må forlade eurounionen eller går statsbankerot.

Meget tyder på, at afdelingen vil give et positivt afkast i 2012, men afhængigt af, hvilket af ovennævnte forhold der får størst betydning for kursdannelsen, kan det ikke udelukkes, at aktiemarkedene kan give et væsentligt negativt afkast i 2012. Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 8. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -29 og +30 pct. de seneste seks år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2012.

## MAJ INVEST AKTIER

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011	1.1.-31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	165	111
2 Udbytter	21.531	11.252
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.696</b>	<b>11.363</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	÷47.329	95.970
Valutakonti	1.914	÷16
Øvrige aktiver/passiver	÷131	150
4 Handelsomkostninger	÷1.274	÷352
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷46.820</b>	<b>95.752</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷25.124</b>	<b>107.115</b>
5 Administrationsomkostninger	9.199	5.767
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷34.323</b>	<b>101.348</b>
6 Skat	2.080	1.084
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷36.403</b>	<b>100.264</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷724	1.400
Overført fra sidste år	102	323
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷622</b>	<b>1.723</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷37.025</b>	<b>101.987</b>
7 Til rådighed for udlodning	17.174	6.267
Foreslået udlodning	15.753	6.165
Overført til udlodning næste år	1.421	102
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷54.199</b>	<b>95.720</b>

## Balance

	31.12.2011	31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	20.569	26.028
<b>I alt likvide midler</b>	<b>20.569</b>	<b>26.028</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	58.710	51.786
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	748.085	603.097
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>806.795</b>	<b>654.883</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	3.128	1.491
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	3.952
Aktuelle skatteaktiver	556	329
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.684</b>	<b>5.772</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>831.048</b>	<b>686.683</b>
<b>Passiver</b>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>826.717</b>	<b>685.264</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	1.311	1.419
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.020	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.331</b>	<b>1.419</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>831.048</b>	<b>686.683</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	3,99	÷29,30	30,12	24,31	÷4,70
Sammenligningsindeks (pct.)	÷1,63	÷37,75	25,90	19,71	÷2,64
Indre værdi (kr. pr. andel)	109,75	71,80	90,72	111,15	104,96
Nettoresultat (t.kr.)	7.809	÷44.614	48.550	100.264	÷36.403
Udbytte (pct.)	7,25	2,25	1,50	1,00	2,00
Administrationsomk. (pct.)	0,63	0,67	0,71	1,14	1,22
ÅOP	1,08	1,09	1,06	1,47	1,65
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	30.139	31.505	159.505	380.306	528.507
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	63.960	35.127	41.929	82.695	327.485
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,12	0,12	0,15	0,39
Medlemmernes formue (t.kr.)	153.462	103.296	270.466	685.264	826.717
Cirkulerende kapital (t.kr.)	139.835	143.871	298.146	616.500	787.673
Kurs ultimo året	109,50	70,93	91,57	113,10	106,40
Sharpe Ratio	-	-	÷0,25	0,11	0,00

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

<b>Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Indestående i depotselskab	165	111
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>165</b>	<b>111</b>

<b>Note 2: Udbytter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	66	19
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	21.465	11.233
<b>I alt udbytter</b>	<b>21.531</b>	<b>11.252</b>

<b>Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	+21.570	9.568
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+25.759	86.402
Valutakonti	1.914	+16
Øvrige aktiver/passiver	+131	150
Handelsomkostninger	+1.274	+352
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+46.820</b>	<b>95.752</b>

<b>Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	+1.780	+1.148
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	506	796
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+1.274</b>	<b>+352</b>

<b>Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	114	0	101
Revisionshonorar til revisorer	0	30	0	34
Andre honorarer til revisorer	0	17	0	4
Markedsføringsomkostninger	5.053	219	3.166	14
Gebyrer til depotselskab	372	0	214	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	3.079	66	2.044	0
Øvrige omkostninger	25	55	25	40
Fast administrationshonorar	169	0	125	0
I alt opdeltede adm.omk.	8.698	501	5.574	193
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>9.199</b>		<b>5.767</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

<b>Note 6: Skat i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	2.080	1.084
<b>I alt skat</b>	<b>2.080</b>	<b>1.084</b>

<b>Note 7: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Renter og udbytter	21.696	11.363
Ikke refunderbar udbytteskat	+2.080	+1.084
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+202	+144
Kursgevinst til udlodning	7.581	176
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	9.199	5.767
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+724	1.400
Udlodning overført fra sidste år	102	323
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>17.174</b>	<b>6.267</b>

<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,5	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	2,5	3,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	18.791	16.734

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

<b>Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	616.500	685.264	298.146	270.466
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+6.165		+4.472
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+961		+1.568
Emissioner i året	198.673	213.671	318.354	319.647
Indløsninger i året	+27.500	+29.255	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		566		927
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		724		+1.400
Overført til udlodning fra sidste år		+102		+323
Overført til udlodning næste år		1.421		102
Foreslået udlodning		15.753		6.165
Overførsel af periodens resultat		+54.199		95.720
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>787.673</b>	<b>826.717</b>	<b>616.500</b>	<b>685.264</b>



## MAJ INVEST VALUE AKTIER

### LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

### RISIKOPROFIL

Afdelingen kan investere i danske og udenlandske aktier udvalgt ud fra en værdibaseret tilgang og en vurdering af selskabets markedsposition.

Afdelingen har ikke et branche- eller landemæssigt fokus, og det betyder, at den kan investere i alle lande, i alle sektorer og i små såvel som store selskaber. Afdelingen har en investeringsmæssig risiko mod globale aktier og valutaer.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

### STAMDATA

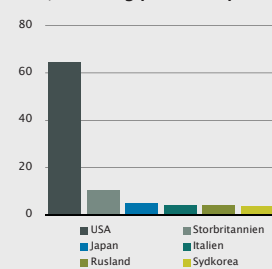
Fondskode: **DK0060005338**  
 Startdato: **16.12.2005**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fonds-  
 mægler selskabet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Kurt Kara &  
 Ulrik Jensen**  
 IFR-kategori: **Aktier Globalt**  
 Morningstar Kategori™: **Aktier -  
 Globale Large Cap Blend**

Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	0,6 %	24,0 %
Sml. indeks	-2,6 %	-2,5 %

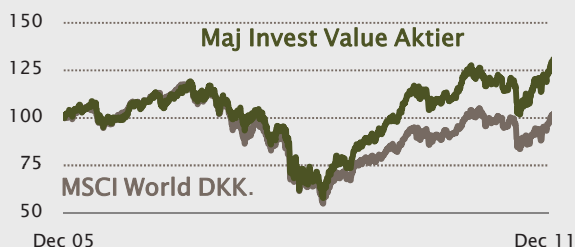
### Morningstar Rating™

★★★★★

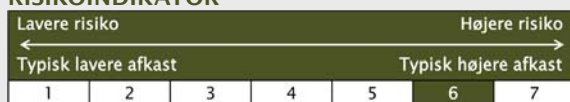
Graf, fordeling på lande i pct.



### VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



### RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2011 et afkast på 0,6 pct., hvilket i absolut forstand var mindre tilfredsstillende, men bedre end den generelle udvikling målt ved sammenligningsindekset MSCI World, der omregnet til danske kroner faldt med 2,6 pct. Set i forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™, der faldt 8,7 procent, var afkastet meget tilfredsstillende. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 1,00 pct.

Som forventet er afkastet lavere end i 2010 og negativt påvirket af kursfaldene i august måned, der kom som reaktion på den fortsatte europæiske gældskrise. Afkastet er i den lave ende af forventningerne udtrykt i årsrapporten for 2010.

### MARKEDET

2011 var året, hvor gældskrisen i Europa var med til at skabe store udsving på de globale markeder. De mange redningspakker, der blev søsat i kølvandet på finanskrisen i 2008, havde til formål at stabilisere det finansielle system verden over – herunder også i Europa.

Redningspakkerne bestod primært i støtteopkøb af problematiske obligationer og en rekapitalisering af især banker, der havde mistet store dele af egenkapitalen. Dog viste denne opgave sig at være noget større end først antaget. De europæiske staters gældsætning kom derfor i søgelyset hos både investorerne og ratingbureauerne.

Da det kun er Den Europæiske Centralbank, ECB, der kan trykke euro, og ikke de enkelte lande i Europa, kan et land i eurozonen kun fremskaffe flere euro ved enten at øge eksporten, øge beskatningen eller skære i de offentlige udgifter. Dette er imidlertid meget svært i en hård og langvarig lavkonjunktur, og i markedet opstod der en dyb skepsis til, hvorvidt de sydeuropæiske lande havde økonomisk kapacitet til at dække de fremtidige rentebetalinger. Investorerne flygtede derfor væk fra eurozonen og ind i traditionelt mere stabile lande som Schweiz og USA.

Konsekvensen af disse begivenheder blev, at de amerikanske aktier i årets første 8 måneder faldt med ca. 10 pct. målt i dollar og 15 pct. målt i danske kroner. Dog rettede de sig og indhentede hele det tabte terræn i årets sidste kvartal. For året som helhed steg det amerikanske aktiemarked 4,5 pct. målt i danske kroner.

Japanske aktier faldt 18,7 pct. igennem 2011 målt i yen og 11,7 pct. målt i danske kroner. Europa, der var epicenteret for statsgældskrisen i 2011, kvitterede dog med de væsentligste fald. Over en bred kam faldt europæiske aktier med godt 23 pct. i løbet af de første 8 måneder i 2011, men rettede sig og lukkede året med et fald på 8,3 pct. målt i danske kroner.

### PERFORMANCE

Den europæiske statsgældskrise satte også sine dybe spor i valutamarkedet, idet euro blev svækket over for stort set alle store valutaer. I kølvandet på statsgældskrisen debatterede markedet åbent, hvorvidt den fælles europæiske valuta, euroen, overhovedet var en levedygtig idé – og i fald den ikke var, hvor lang tid den så havde igen. Denne diskussion var naturligvis positiv for alle andre valutaer end euro og danske kroner, der følger euro, og den amerikanske dollar steg således med 3,1 pct. i 2011 over for danske kroner, mens japanske yen og britiske pund steg med 8,7 pct. henholdsvis 2,3 pct. over for danske kroner. Det har påvirket afdelingens afkast positivt, da størstedelen af porteføljen er i valutaer uden for euroen.

Afdelingens afkast var større end markedets afkast i 2011. Resultatet er især drevet af enkeltaktier, da afdelingen investerer i relativt få aktier, og de bedste investeringer i 2011 kom især fra de amerikanske selskaber.

Den absolut bedste investering i 2011 var varehuskæden TJX Companies, der steg med over 50 pct. Derudover steg leasingelskabet Aarons samt annoncefirmaet Google begge mere end 30 pct.

Den dårligste investering i 2011 var krydstogtselskabet Carnival Corp, der faldt med 25 pct., Teva Pharmaceuticals, der faldt 23 procent, mens det japanske industriselskab Hirose faldt med godt 18 pct. Derudover noterede afdelingen også tab på det russiske energiselskab Gazprom samt den japanske kopigigant Canon, der faldt henholdsvis 12 pct. og 9 pct.

### SÆRLIGE RISICI

Afdelingen følger en meget koncentreret investeringsstil, og derfor er risici for afdelingen primært knyttet til udviklingen i enkeltaktier målt i danske kroner. Dog påvirkes disse enkeltaktiers afkast naturligvis også af den generelle udvikling i verdensmarkedet og det

globale risikobillede, hvor bl.a. den europæiske statsgældskrise og udviklingen i de sydeuropæiske lande indgår.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Der er fortsat betydelige risici for markedet i 2012. Vi forventer ikke, at 2012 bliver så slemt for Europa som 2011, men denne forventning er forbundet med betydelig usikkerhed. Meget tyder dog på, at euroen vil overleve, men at prisen for dette bliver en yderligere svækkelse af euro. ECB har allerede støtteopkøbt mange eurozoneobligationer ved at lade seddelpressen køre. Dette sænker værdien af euro over for andre valutaer. Derudover er der nu en betydelig risiko for, at Kinas væksthistorie krakelerer. Dette vil utvivlsomt sende bølger igennem det finansielle system og ikke mindst på råvaremarkedet.

En del af disse risici er formentlig allerede priset ind i aktiemarkederne, idet de globale aktiemarkeder handler til meget lave priser. Vi forventer derfor, at afdelingen i 2012 vil kunne levere et positivt afkast, omend det er forbundet med betydelig usikkerhed.

Afkastet kan blive højere eller lavere end sammenligningsindekset, da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 8. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -36 og +42 procent de seneste seks år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2012.

## MAJ INVEST VALUE AKTIER

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011	1.1.-31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	81	86
2 Udbytter	32.342	17.797
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>32.423</b>	<b>17.883</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	32.882	211.789
Valutakonti	2.431	948
Øvrige aktiver/passiver	73	274
4 Handelsomkostninger	÷3.034	÷1.762
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>32.352</b>	<b>211.249</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>64.775</b>	<b>229.132</b>
5 Administrationsomkostninger	21.007	11.960
<b>Resultat før skat</b>	<b>43.768</b>	<b>217.172</b>
6 Skat	3.801	1.854
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>39.967</b>	<b>215.318</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	5.212	3.439
Overført fra sidste år	1.993	6.919
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>7.205</b>	<b>10.358</b>
<b>Til disposition</b>	<b>47.172</b>	<b>225.676</b>
7 Til rådighed for udlodning	17.063	15.766
Foreslået udlodning	16.601	13.773
Overført til udlodning næste år	462	1.993
<b>Overført til formuen</b>	<b>30.109</b>	<b>209.910</b>

## Balance

	31.12.2011	31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	28.140	22.282
<b>I alt likvide midler</b>	<b>28.140</b>	<b>22.282</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.878.982	1.244.354
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.878.982</b>	<b>1.244.354</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.018	1.182
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.675	7.055
Aktuelle skatteaktiver	169	172
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.862</b>	<b>8.409</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.910.984</b>	<b>1.275.045</b>
<b>Passiver</b>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>1.908.017</b>	<b>1.272.648</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	2.967	2.397
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.967</b>	<b>2.397</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.910.984</b>	<b>1.275.045</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	÷0,39	÷36,22	42,28	25,49	0,63
Sammenligningsindeks (pct.)	÷1,63	÷37,75	25,90	19,71	÷2,64
Indre værdi (kr. pr. andel)	105,58	66,29	92,04	115,50	114,94
Nettoresultat (t.kr.)	÷13.250	÷201.247	205.065	215.318	39.967
Udbytte (pct.)	1,50	1,75	0,00	1,25	1,00
Administrationsomk. (pct.)	0,64	0,65	0,70	1,23	1,36
ÅOP	1,13	1,06	1,17	1,68	1,82
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	457.906	351.145	263.836	852.641	1.423.535
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	353.525	142.770	255.913	497.996	817.580
Omsætningshastighed (antal gange)	2,34	0,21	0,41	0,51	0,52
Medlemmernes formue (t.kr.)	493.352	476.628	690.113	1.272.648	1.908.017
Cirkulerende kapital (t.kr.)	467.259	719.030	749.796	1.101.842	1.660.057
Kurs ultimo året	105,50	64,48	93,77	118,00	116,40
Sharpe Ratio	-	-	÷0,27	0,05	0,00

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

<b>Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Indestående i depotselskab	81	86
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>81</b>	<b>86</b>

<b>Note 2: Udbytter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	32.342	17.797
<b>I alt udbytter</b>	<b>32.342</b>	<b>17.797</b>

<b>Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	32.882	211.789
Valutakonti	2.431	948
Øvrige aktiver/passiver	73	274
Handelsomkostninger	+3.034	+1.762
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>32.352</b>	<b>211.249</b>

<b>Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	+4.208	+2.423
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.174	661
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+3.034</b>	<b>+1.762</b>

<b>Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	232	0	194
Revisionshonorar til revisorer	0	44	0	51
Andre honorarer til revisorer	0	35	0	7
Markedsføringsomkostninger	10.991	1.658	6.692	16
Gebyrer til depotselskab	407	0	246	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	7.005	134	4.374	0
Øvrige omkostninger	51	111	54	83
Fast administrationshonorar	339	0	243	0
I alt opdelte adm.omk.	18.793	2.214	11.609	351
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>21.007</b>		<b>11.960</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

<b>Note 6: Skat i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	3.801	1.854
<b>I alt skat</b>	<b>3.801</b>	<b>1.854</b>

<b>Note 7: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Renter og udbytter	32.423	17.883
Ikke refunderbar udbytteskat	+3.801	+1.854
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	8	15
Kursgevinst til udlodning	2.235	1.324
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	21.007	11.960
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	5.212	3.439
Udlodning overført fra sidste år	1.993	6.919
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>17.063</b>	<b>15.766</b>

<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,5	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,5	1,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

<b>Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	1.101.842	1.272.648	749.796	690.113
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+13.773		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+2.892		0
Emissioner i året	563.315	616.087	352.046	365.931
Indløsninger i året	+5.100	+5.605	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		1.585		1.286
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+5.212		+3.439
Overført til udlodning fra sidste år		+1.993		+6.919
Overført til udlodning næste år		462		1.993
Foreslået udlodning		16.601		13.773
Overførsel af periodens resultat		30.109		209.910
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.660.057</b>	<b>1.908.017</b>	<b>1.101.842</b>	<b>1.272.648</b>



## MAJ INVEST MILJØ &amp; KLIMA

## LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

## RISIKOPROFIL

Da afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier i selskaber med betydelig aktivitet inden for miljø- og klimaområdet og i selskaber, som gør en særlig indsats for at forbedre produkter og produktionsmetoder i forhold til miljø og klima, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på denne type aktier.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet, valutarisiko samt investeringsområde.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

## STAMDATA

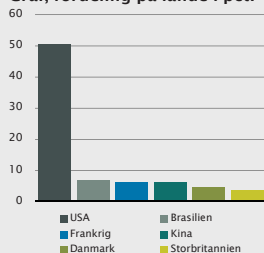
Fondskode: **DK0060157196**  
 Startdato: **10.11.2008**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmægler selskabet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Morten Rask Nymark**  
 IFR-kategori: **Aktier Globalt**  
 Morningstar Kategori™: **Miljø & Klima, Aktier**

Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	-16,1 %	10,9 %
Sml. indeks	-2,6 %	25,5 %

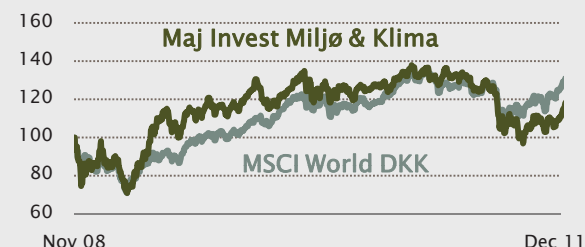
## Morningstar Rating™

★★★

Graf, fordeling på lande i pct.



## VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



## RISIKOINDIKATOR

Lavere risiko		Højere risiko				
←		→				
Typisk lavere afkast		Typisk højere afkast				
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingen gav i 2011 et negativt afkast på 16,1 pct. Afkastet er utilfredsstillende og ringere end den generelle udvikling for aktier målt ved sammenligningsindekset MSCI Verden, der omregnet til danske kroner faldt 2,6 pct. Afkastet er dog en anelse bedre end sammenlignelige afdelinger målt ved afdelingens Morningstar Kategori™, der faldt 18,6 procent. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 2,25 pct.

Afkastet levede ikke op til forventningerne i årsrapporten for 2010 om et positivt afkast, der skulle have været drevet af stigende efterspørgsel efter miljø- og klimarelaterede løsninger.

## MARKEDET

Markedet for miljø- og klimarelaterede produkter og serviceydelser har generelt haft en svær tid i 2011. Således er indekset for miljø- og klimaaktier faldet med 26,2 pct. i danske kroner udtrykt ved indekset FTSE ET50, som er et indeks over de 50 største selskaber inden for miljø- og klimaområdet. Især vindenergi og solenergi har klaret sig dårligt i 2011 som følge af prispress i hele sektoren. Vestas, som er verdensførende inden for vindenergi, faldt med 64,8 pct. i 2011 på trods af god ordreindgang. Amerikanske First Solar, som er verdens førende inden for solenergi og har de laveste produktionsomkostninger, faldt med 73,7 pct. målt i danske kroner. Prisen på CO<sub>2</sub>-kvoter i Europa faldt fra 14,72 euro pr. ton CO<sub>2</sub> til bare 6,51 euro pr. ton.

I 2011 satte først atomulykken i Japan og siden det arabiske forår ellers igen fokus på forsyningssikkerheden for energi i såvel Japan som Europa og USA. Olieprisen satte ny rekord med en gennemsnitlig pris på ca. 112 dollar pr. tønde olie i Europa. Klimatopmødet i Sydafrika lagde grundlaget for en ny og mere bindende global aftale for at bekæmpe verdens udledning af CO<sub>2</sub> og de afledte klimaændringer.

## PERFORMANCE

Porteføljens eksponering mod vind- og solenergi var blandt årsagerne til det dårlige afkast på trods af afdelingens fokus på markedsledere med de laveste omkostninger og stærkeste markedspositioner. Som følge af den fortsatte overkapacitet i industrien og svære markeder er andelen af vindenergi reduceret kraftigt

til ultimo 2011 at udgøre ca. 6 pct., ligesom alle aktier i solenergi er solgt fra.

Desuden faldt en række af porteføljens konjunkturfølsomme kinesiske aktier, hvor Chaoda Modern Agriculture, China High Speed Transmission og Lee & Man Paper Manufacturing faldt med henholdsvis 81,0 pct., 69,5 pct., og 55,7 pct. målt i danske kroner. Nogle af porteføljens bedste investeringer var i LKQ (genbrug af bildele) med et afkast på 36,6 pct., Wabtec (dele til togindustrien) med 36,6 pct. og Cemig (elforsynings-selskab) med et afkast på 25,8 pct. målt i kroner.

#### SÆRLIGE RISICI 2012

Miljø & Klima-universet er i særdeleshed domineret af industriselskaber, som i deres natur er mere konjunkturfølsomme end markedet generelt, hvilket alt andet lige betyder, at der er højere risiko ved at investere i afdelingen end i en bred global aktieportefølje som f.eks. Maj Invest Aktier. Porteføljens andel af industriselskaber er på ca. 75 pct. mod markedets ca. 11 pct. Det betyder generelt, at Miljø & Klima-porteføljen typisk vil give et positivt merafkast, når verdensøkonomien er i bedring og inde i en positiv eller stabil udvikling, mens porteføljen typisk giver et negativt merafkast, når verdensøkonomien forringes, eller der er høj usikkerhed i aktiemarkedet. Aktier inden for Miljø & Klima-universet bliver i høj grad påvirket af politiske beslutninger.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Porteføljens største eksponeringer er fortsat mod resourceoptimering og affaldsbehandling med ca. 27 pct. samt energieffektivitet med ca. 25 pct. Desuden er andelen af amerikanske aktier hævet væsentligt til at udgøre over 50 pct. af porteføljen ved årsskiftet. Dette er udtryk for en forventning om en mere positiv udvikling i den amerikanske økonomi end i den europæiske.

I 2012 forventer vi en fortsat bedring i efterspørgslen på miljø- og klimavenlige produkter og løsninger som følge af en forbedring i verdensøkonomien. Den store usikkerhed omkring den økonomiske vækst og stabilitet i verdensøkonomien kan dog betyde endnu et år med store kursudsving inden for især de konjunkturfølsomme aktier, som porteføljen og miljø-

og klimaområdet generelt har en klar overvægt af i forhold til det generelle aktiemarked.

Den overordnede investeringsstrategi med hovedsageligt at investere i markedsledere fastholdes. Det være sig selskaber med stærke markedspositioner, selskaber med de bedste teknologier, selskaber med de laveste omkostninger i produktionen, selskaber med nogle af de stærkeste finansielle balancer og/eller særligt innovative selskaber.

Under forudsætning af en bedring i verdensøkonomien forventes afdelingen at give et positivt afkast i 2012. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og på grund af det særlige investeringsområde må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset, der udtrykker de globale aktiemarkeder generelt.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen så har afdelingen og den sammenlignelige Morningstar Kategori™ givet et afkast på mellem -44 og +41 pct. de seneste fem år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2012.

## MAJ INVEST MILJØ &amp; KLIMA

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011	1.1.-31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	53	33
2 Udbytter	6.735	3.740
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>6.788</b>	<b>3.773</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Kapitalandele	÷41.026	11.551
Valutakonti	421	245
Øvrige aktiver/passiver	÷7	44
4 Handelsomkostninger	÷212	÷178
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷40.824</b>	<b>11.662</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>÷34.036</b>	<b>15.435</b>
5 Administrationsomkostninger	2.799	2.679
<b>Resultat før skat</b>	<b>÷36.835</b>	<b>12.756</b>
6 Skat	378	352
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>÷37.213</b>	<b>12.404</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	÷732	÷680
Overført fra sidste år	158	729
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷574</b>	<b>49</b>
<b>Til disposition</b>	<b>÷37.787</b>	<b>12.453</b>
7 Til rådighed for udlodning	3.351	4.158
Foreslået udlodning	3.059	4.000
Overført til udlodning næste år	292	158
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷41.138</b>	<b>8.295</b>

## Balance

	31.12.2011	31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	8.802	5.678
<b>I alt likvide midler</b>	<b>8.802</b>	<b>5.678</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	6.648	6.926
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	132.649	198.118
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>139.297</b>	<b>205.044</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	288	574
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	671
Aktuelle skatteaktiver	40	21
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>328</b>	<b>1.266</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>148.427</b>	<b>211.988</b>
<b>Passiver</b>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>148.037</b>	<b>211.513</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	390	475
<b>I alt anden gæld</b>	<b>390</b>	<b>475</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>148.427</b>	<b>211.988</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)*		÷11,41	41,44	5,50	÷16,07
Sammenligningsindeks (pct.)*			25,90	19,71	÷2,64
Indre værdi (kr. pr. andel)		88,59	125,30	132,19	108,89
Nettoresultat (t.kr.)*		÷8.277	35.347	12.404	÷37.213
Udbytte (pct.)		0,00	0,00	2,50	2,25
Administrationsomk. (pct.)		0,64	0,76	1,32	1,42
ÅOP		1,10	1,08	1,69	1,80
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)*		104.557	51.851	103.001	78.956
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)*		954	32.367	58.230	103.300
Omsætningshastighed (antal gange)*		0,05	0,04	0,16	0,25
Medlemmernes formue (t.kr.)		99.124	152.615	211.513	148.037
Cirkulerende kapital (t.kr.)		111.893	121.803	160.003	135.953
Kurs ultimo året		86,90	127,09	135,50	109,00

\* 2008 dækker en periode på mindre end 12 måneder

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

<b>Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Indestående i depotselskab	53	33
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>53</b>	<b>33</b>

<b>Note 2: Udbytter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	66	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.669	3.740
<b>I alt udbytter</b>	<b>6.735</b>	<b>3.740</b>

<b>Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	+ 3.170	+ 4.774
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+ 37.856	16.325
Valutakonti	421	245
Øvrige aktiver/passiver	+ 7	44
Handelsomkostninger	+ 212	+ 178
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+ 40.824</b>	<b>11.662</b>

<b>Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	+ 378	+ 448
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	166	270
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+ 212</b>	<b>+ 178</b>

<b>Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	29	0	41
Revisionshonorar til revisorer	0	19	4	22
Andre honorarer til revisorer	0	6	0	3
Markedsføringsomkostninger	1.454	42	1.450	3
Gebyrer til depotselskab	296	0	194	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	829	19	853	0
Øvrige omkostninger	10	15	16	18
Fast administrationshonorar	80	0	75	0
I alt opdelte adm.omk.	2.669	130	2.592	87
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>2.799</b>		<b>2.679</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

<b>Note 6: Skat i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	378	352
<b>I alt skat</b>	<b>378</b>	<b>352</b>

<b>Note 7: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Renter og udbytter	6.788	3.773
Ikke refunderbar udbytteskat	+ 378	+ 352
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+ 19	+ 12
Kursgevinst til udlodning	333	3.379
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	2.799	2.679
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+ 732	+ 680
Udlodning overført fra sidste år	158	729
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>3.351</b>	<b>4.158</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>3.351</b>	<b>4.158</b>

<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,1	97,3
Øvrige finansielle instrumenter	5,9	2,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

<b>Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	160.003	211.513	121.803	152.615
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+ 4.000		0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		70		0
Emissioner i året	22.150	28.803	58.200	71.543
Indløsninger i året	+ 46.200	+ 51.183	+ 20.000	+ 25.262
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		47		213
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		732		680
Overført til udlodning fra sidste år		+ 158		+ 729
Overført til udlodning næste år		292		158
Foreslået udlodning		3.059		4.000
Overførsel af periodens resultat		+ 41.138		8.295
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>135.953</b>	<b>148.037</b>	<b>160.003</b>	<b>211.513</b>



## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

## LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende perspekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

## RISIKOPROFIL

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt i danske kroner, har afdelingen en investeringsmæssig risiko på udviklingen på danske obligationer, men ingen valutarisiko. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til Danmark, renterisiko, kreditrisiko og obligationsmarkedet.

Langt den overvejende del af afdelingens investeringer er i danske stats- og realkreditobligationer, men kreditobligationer kan udgøre op til 25 pct. af formuen.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

## STAMDATA

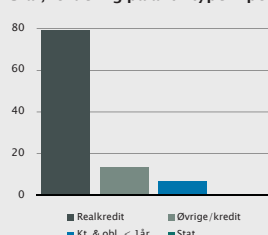
Fondskode: **DK0060005098**  
 Startdato: **16.12.2005**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerforeningen Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Peter Mosbæk**  
 IFR-kategori: **Obligationer - Øvrige Danske**  
 Morningstar Kategori™: **Obligationer - DKK Øvrige Obligationer**

	2011	Siden start
Afkast	6,6 %	32,9 %
Afdelingen	8,7 %	34,0 %
Sml. indeks		

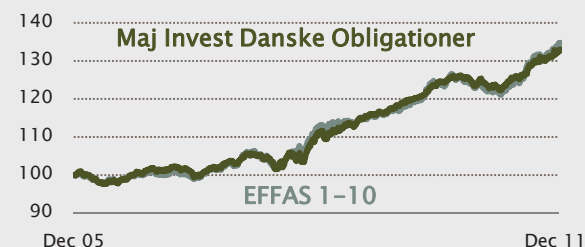
## Morningstar Rating™

★★★★★

## Graf, fordeling på aktivtyper i pct.



## VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



## RISIKOINDIKATOR

Lavere risiko				Højere risiko		
←				→		
Typisk lavere afkast			Typisk højere afkast			
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingen gav i 2011 et afkast på 6,6 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende, men ikke på niveau med sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 8,7 pct. I forhold til den sammenlignelige Morningstar Kategori™ er afkastet 1,0 procentpoint ringere. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,00 pct.

Afkastet er bedre end forventet i årsrapporten for 2010 som følge af et generelt rentefald gennem 2011.

## MARKEDET

Begyndelsen af 2011 bød på rentestigninger i Danmark og Europa. Den Europæiske Centralbank hævede renten to gange, hvilket betød, at specielt de korte renter steg ret kraftigt først på året. Renten på 2-årige danske statsobligationer steg således fra 1,3 pct. ved årsskiftet til 2,25 pct. i begyndelsen af maj måned.

Det danske obligationsmarked var hen over sommeren også præget af de tiltag, som kreditvurderingsinstituttet Moody's tog over for dansk realkredit i juni måned.

Moody's var bekymrede over refinansieringsrisikoen for den store andel af rentetilpasningslån i Danmark og for sundhedstilstanden i den danske banksektor generelt. Resultatet blev, at de danske realkreditinstitutter blev bedt om at stille mere sikkerhed for at opretholde den samme rating.

Både BRF Kredit og Realkredit Danmark valgte kontroversielt at opsigte samarbejdet med Moody's, mens Nykredit valgte at fortsætte samarbejdet. En række af Nykredits obligationer blev som resultat nedgraderet fra den bedste karakter, Aaa, til den næstbedste, Aa1.

BRF Kredit var alene kreditvurderet af Moody's, men efterfølgende er det lykkedes BRF at få den bedste karakter (AAA) fra det andet store kreditvurderingsinstitut, Standard & Poors. Det er en rating, som er hele fire karakterer højere end deres rating hos Moody's, da de opsagde samarbejdet.

Uroen omkring dansk realkredit betød, at kurserne på realkreditobligationer faldt en smule. Reaktionen var dog begrænset til kursfald på ca. 50 øre for de længere obligationer. Effekten var straks mere synlig i de markeder, der i højere grad er domineret af udenland-

ske investorer. F.eks. faldt kursen på 5-årige seniorobligationer (en type af kreditobligationer) udstedt af Danske Bank med godt 1,5 kurspoint. Det svarer til, at det blev ca. 0,25 procentpoint dyrere for Danske Bank at låne penge.

Andet halvår var i høj grad præget af problemerne i Sydeuropa. Fokus flyttede fra udfordringerne i den danske realkreditmodel til de meget større problemer i Grækenland, Spanien og Italien. Det har betydet, at Danmark har opnået en status som sikker havn, og investorer har i stor udstrækning efterspurgt danske stats- og realkreditobligationer. Ved udgangen af 2011 handler korte statsobligationer meget tæt på 0 pct. i rente, og danske statsobligationer handler generelt til lavere renter end tilsvarende tyske statsobligationer.

#### PERFORMANCE

Afkastet i foreningen på 6,6 pct. er nogenlunde på niveau med, hvad realkreditobligationer har givet i 2011. Nordeas generelle indeks for realkreditobligationer gav således et afkast på 6,7 pct. i 2011. Statsobligationer har givet et noget højere afkast, hvilket er afspejlet i afkastet for sammenligningsindekset. Afdelingen har generelt haft for lav rentefølsomhed og en for lille andel af statsobligationer. Vi har ikke vurderet, at det var attraktivt at binde penge i f.eks. 10 år til omkring 2 pct. i rente. Her har flertallet af investorer haft en anden holdning.

#### SÆRLIGE RISICI

Ved indgangen til 2012 er der stor usikkerhed om, hvordan situationen i Europa kommer til at udvikle sig. Derfor er der også stor usikkerhed om, hvad der generelt vil ske med de danske renter, der ved årsskiftet er på et historisk lavt niveau.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Der er i løbet af 2011 blevet købt mindre positioner i udvalgte kreditobligationer. Omkring 3 pct. af formuen er blevet investeret i en obligation udstedt af Topdanmark, som efter vores vurdering er et meget veldrevet forsikringsselskab. Derudover er der investeret i en obligation udstedt af BankNordik. Vi forventer, at kreditobligationer vil bidrage positivt til afkastet i 2012. Kreditobligationer kan udgøre op til 25 pct. af formuen.

Overordnet set anser vi både danske stats- og realkreditobligationer som dyre i forhold til sammenlignelige obligationer i resten af verden. Vi fastholder derfor en lav rentefølsomhed i afdelingen.

Med udgangspunkt i de nuværende lave renter vil det blive meget svært at gentage de seneste års afkast for danske obligationer. Såfremt renterne bliver liggende på de nuværende niveauer, forventer vi et moderat, positivt afkast. Investor bør dog være opmærksom på, at der er en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkast.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

## MAJ INVEST DANSKE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse			Balance		
	1.1.-31.12.2011	1.1.-31.12.2010		31.12.2011	31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.		1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	20.583	14.907			
2 Renteudgifter	0	3	<b>7 Likvide midler:</b>		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>20.583</b>	<b>14.904</b>	Indestående i depotselskab	4.737	2.442
			<b>I alt likvide midler</b>	<b>4.737</b>	<b>2.442</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>			<b>7 Obligationer:</b>		
Obligationer	10.721	5.342	Noterede obligationer		
4 Handelsomkostninger	÷1	÷1	fra danske udstedere	431.254	480.889
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.720</b>	<b>5.341</b>	Noterede obligationer		
			fra udenlandske udstedere	37.276	31.050
<b>I alt indtægter</b>	<b>31.303</b>	<b>20.245</b>	<b>I alt obligationer</b>	<b>468.530</b>	<b>511.939</b>
5 Administrationsomkostninger	1.235	1.070	<b>Andre aktiver:</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>30.068</b>	<b>19.175</b>	Tilgodehavende		
Skat	0	0	renter, udbytter m.m.	6.153	6.600
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>30.068</b>	<b>19.175</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.153</b>	<b>6.600</b>
			<b>Aktiver i alt</b>	<b>479.420</b>	<b>520.981</b>
<b>Formuebevægelser:</b>			<b>Passiver</b>		
Udlodningsregulering	÷1.426	7.901	<b>8 Medlemmernes formue</b>	<b>465.800</b>	<b>520.690</b>
Overført fra sidste år	0	463	<b>Anden gæld:</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>÷1.426</b>	<b>8.364</b>	Skyldige omkostninger	23	291
<b>Til disposition</b>	<b>28.642</b>	<b>27.539</b>	Mellemværende vedr.		
6 Til rådighed for udlodning	17.896	34.616	handelsafvikling	13.597	0
Foreslået udlodning	17.813	34.616	<b>I alt anden gæld</b>	<b>13.620</b>	<b>291</b>
Overført til udlodning næste år	83	0	<b>Passiver i alt</b>	<b>479.420</b>	<b>520.981</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>10.746</b>	<b>÷7.077</b>			

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	1,95	7,89	6,27	5,60	6,56
Sammenligningsindeks (pct.)	2,02	9,65	3,78	6,13	8,67
Indre værdi (kr. pr. andel)	99,46	103,62	104,11	105,29	104,60
Nettoresultat (t.kr.)	5.072	14.761	14.862	19.175	30.068
Udbytte (pct.)	3,50	5,75	4,50	7,00	4,00
Administrationsomk. (pct.)	0,31	0,28	0,30	0,25	0,25
ÅOP	0,52	0,61	0,50	0,44	0,44
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	135.650	252.891	286.268	682.028	305.557
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	183.049	230.985	165.608	481.208	359.687
Omsætningshastighed (antal gange)	0,36	1,05	0,61	1,09	0,44
Medlemmernes formue (t.kr.)	156.209	198.513	315.850	520.690	465.800
Cirkulerende kapital (t.kr.)	157.051	191.579	303.371	494.512	445.313
Kurs ultimo året	99,60	102,20	105,44	106,20	105,60
Sharpe Ratio	-	-	0,16	0,42	0,89

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.	2011	2010
Indestående i depotselskab	138	69
Noterede obligationer fra danske udstedere	18.698	14.302
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.597	536
Øvrige indtægter	150	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>20.583</b>	<b>14.907</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 kr.	2011	2010
Andre renteudgifter	0	3
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>0</b>	<b>3</b>

Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.	2011	2010
Noterede obligationer fra danske udstedere	9.690	4.322
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.031	1.020
Handelsomkostninger	+1	+1
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.720</b>	<b>5.341</b>

Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.	2011	2010
Bruttohandelsomkostninger	+1	+1
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+1</b>	<b>+1</b>

Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.	2011	2010		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	74	0	84
Revisionshonorar til revisorer	0	25	0	30
Andre honorarer til revisorer	0	12	0	4
Markedsføringsomkostninger	246	78	218	8
Gebyrer til depotselskab	117	0	116	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	546	0	468	0
Øvrige omkostninger	17	36	22	35
Fast administrationshonorar	84	0	85	0
I alt opdelt adm.omk.	1.010	225	909	161
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.235</b>		<b>1.070</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

Note 6: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.	2011	2010
Renter og udbytter	20.583	14.904
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+1	0
Kursgevinst til udlodning	+25	12.411
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.235	1.070
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	+1.426	7.901
Udlodning overført fra sidste år	0	463
<b>I alt til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>0</b>	<b>34.609</b>

Frivillig udlodning	0	7
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>17.896</b>	<b>34.616</b>

Note 7: Finansielle instrumenter i pct.	2011	2010
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,0	99,5
Øvrige finansielle instrumenter	1,0	0,5
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 8: Medlemmernes formue i 1.000 kr.	2011	2010		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	494.512	520.690	303.371	315.850
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+34.616		+13.652
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		428		+1.416
Emissioner i året	55.401	56.013	191.141	200.378
Indløsninger i året	+104.600	+107.032	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		249		355
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		1.426		+7.901
Overført til udlodning fra sidste år		0		+463
Overført til udlodning næste år		83		0
Foreslået udlodning		17.813		34.616
Overførsel af periodens resultat		10.746		+7.077
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>445.313</b>	<b>465.800</b>	<b>494.512</b>	<b>520.690</b>

## MAJ INVEST OBLIGATIONER

## LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

## RISIKOPROFIL

Afdelingen kan investere i alle obligationstyper uanset kreditvurdering og valuta. Afdelingen kan investere i erhvervsobligationer, herunder obligationer med lav kreditkvalitet, realkreditobligationer samt statsobligationer fra lande med såvel høj som lav kreditkvalitet. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle obligationstyper og valutaer.

Afdelingen kan afdække valutarisici, men udsving i valutakurserne kan påvirke afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til enkeltlande samt til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, valutarisiko samt obligationsmarkedet.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 3. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

## STAMDATA

Fondskode: DK0060004950

Startdato: 16.12.2005

Valuta: Danske kroner

Stykstørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Ja

Investeringsrådgiver: Fondsmæglerfirmaet Maj Invest

Porteføljemanager: Peter Mosbæk

IFR-kategori: Obligationer - Globalt

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

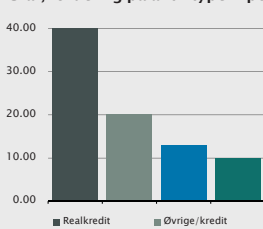
Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

Morningstar Kategori™: Obligationer - Globale EUR Fokus

## Morningstar Rating™

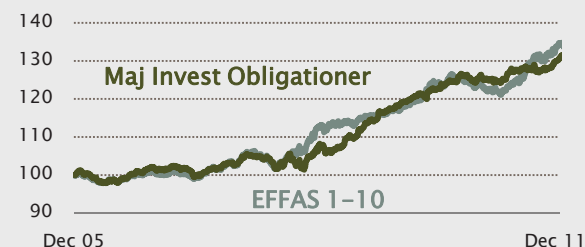
★★★★★

## Graf, fordeling på aktivtyper i pct.

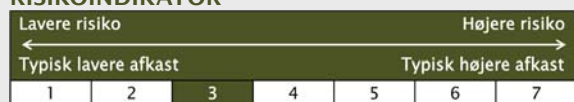


Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	3,9 %	30,5 %
Sml. indeks	8,7 %	34,0 %

## VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



## RISIKOINDIKATOR



Afdelingen gav i 2011 et afkast på 3,9 pct. Afkastet er særdeles tilfredsstillende, men ikke på niveau med sammenligningsindekset Effas 1-10 år, der steg 8,7 pct. I forhold til øvrige afdelinger i samme Morningstar Kategori™ er afkastet dog fornuftigt. Afdelingen har givet et afkast, som er 3,1 procentpoint højere end gennemsnittet af sammenlignelige afdelinger. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,75 pct.

Afdelingen gav et lavere afkast end sammenligningsindekset. Sammenligningsindekset indeholder kun statsobligationer, og mod forventningerne udtrykt i årsrapporten for 2010 klarede statsobligationer sig bedre end kredit- og realkreditobligationer i 2011.

## MARKEDET

Begyndelsen af 2011 bød på rentestigninger i Danmark og Europa. Den Europæiske Centralbank hævede renten 2 gange, hvilket betød, at specielt de korte renter steg ret kraftigt først på året. Renten på 2-årige danske statsobligationer steg således fra 1,3 pct. ved årsskiftet til 2,25 pct. i begyndelsen af maj måned.

Det danske obligationsmarked var hen over sommeren også præget af de tiltag, som kreditvurderingsinstituttet Moody's tog over for dansk realkredit i juni måned. Moody's var bekymrede over refinansieringsrisikoen for den store andel af rentetilpasningslån i Danmark og for sundhedstilstanden i den danske banksektor generelt. Derfor blev de danske realkreditinstitutter bedt om at stille mere sikkerhed for at opretholde den samme rating. Det fik både BRF Kredit og Realkredit Danmark til at opsiges samarbejdet med Moody's, mens Nykredit valgte at fortsætte samarbejdet og modtage en nedgradering fra den bedste karakter, Aaa, til den næstbedste, Aa1.

Andet halvår var i høj grad præget af problemerne i Sydeuropa. Fokus flyttede fra udfordringerne i den danske realkreditmodel til de meget større problemer i Grækenland, Spanien og Italien. Det har betydet, at Danmark har opnået en status som sikker havn, og investorer har i stor udstrækning efterspurgt danske stats- og realkreditobligationer sammen med tyske statsobligationer. Ved udgangen af 2011 handler korte



statsobligationer meget tæt på 0 pct. i rente, og danske statsobligationer handler generelt til lavere renter end tilsvarende tyske statsobligationer.

### PERFORMANCE

Gennem 2011 har afdelingen fastholdt hovedparten af investeringerne i danske kroner, og ved udgangen af året er over 50 pct. af obligationerne i afdelingen udstedt i danske kroner. Det er primært realkreditobligationer, som generelt har klaret sig pænt i 2011. Nordeas generelle indeks for realkreditobligationer har således givet et afkast på 6,7 pct. i 2011. I 2. halvår, hvor uroen i Europa har raset, er hovedparten af investeringer sket i danske realkreditobligationer.

Afdelingens rammer for investeringer i kreditobligationer er 0 til 35 pct. Ved udgangen af 2011 udgjorde investeringer i kreditobligationer ca. 22 pct. af formuen. Strategien for kreditobligationer har været at holde sig fra udstedere med en væsentlig direkte eksponering mod Sydeuropa. Kreditinvesteringerne er derfor primært i skandinaviske og nordeuropæiske virksomheder. I 2011 er der bl.a. foretaget to investeringer i hollandske forsikringselskaber. I forbindelse med uroen i Sydeuropa har investorer generelt solgt ud af europæiske kreditobligationer, og det har medført betydelige kursfald for en række obligationer. Investeringerne i de to forsikringselskaber har bidraget negativt til afkastet for 2011. Til gengæld har investeringen i en nyudstedt obligation fra Dong Energy bidraget positivt. Den blev udstedt i januar 2011 til kurs 100 med en kupon på 7,75 pct. Ved udgangen af 2011 handler obligationen omkring kurs 105.

I løbet af 2011 har afdelingen investeret i to emerging markets-obligationer. I januar blev der investeret i Brasilien, mens der i løbet af foråret blev købt mexicanske statsobligationer. Begge lande er ifølge Maj Invests vurdering blandt de mest solide emerging markets-lande.

Afdelingen solgte sine brasilianske obligationer i juli måned med et mindre tab, mens de mexicanske obligationer blev fastholdt. Positionen i Mexico har bidraget negativt til afdelingens afkast, da valutaen er faldet i forhold til danske kroner siden købet af obligationerne.

### SÆRLIGE RISICI 2012

Ved indgangen til 2012 er der stor usikkerhed om, hvordan situationen i Europa vil udvikle sig. Derfor er der også stor usikkerhed om, hvad der vil ske med renterne på de forskellige typer af obligationer i afdelingen. Ved årsskiftet er renterne i Danmark på et historisk lavt niveau, og en væsentlig del af porteføljen er placeret i danske obligationer. Afdelingen investerer i obligationer i forskellige valutaer og i alle obligations typer, hvilket indebærer risici.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

Overordnet set anser vi både danske stats- og realkreditobligationer som dyre i forhold til kreditobligationer, europæiske realkreditobligationer og sammenlignelige statsobligationer. Usikkerheden omkring euroen er dog så stor, at denne prissætning sagtens kan fortsætte et stykke ind i 2012 og måske længere.

Vi vil dog benytte 1. kvartal til langsomt at mindske eksponeringen mod Danmark for i stedet at købe europæiske realkreditobligationer fra stærke udstedere, kreditobligationer samt statsobligationer fra emerging markets. For 2012 anses et positivt afkast som mest sandsynligt, såfremt renterne bliver liggende på de nuværende niveauer. Investor bør være opmærksom på, at der er betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi, og da afdelingens sammenligningsindeks alene dækker danske statsobligationer, må investor forvente store udsving i forhold til sammenligningsindekset.

## MAJ INVEST OBLIGATIONER

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011 1.000 kr.	1.1.-31.12.2010 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	8.095	4.977
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>8.095</b>	<b>4.977</b>
<b>Kursgevinster og -tab:</b>		
2 Obligationer	÷699	2.717
Valutakonti	170	94
Øvrige aktiver/passiver	45	0
3 Handelsomkostninger	÷2	÷3
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷486</b>	<b>2.808</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>7.609</b>	<b>7.785</b>
4 Administrationsomkostninger	682	483
<b>Resultat før skat</b>	<b>6.927</b>	<b>7.302</b>
Skat	0	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>6.927</b>	<b>7.302</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	1.228	1.141
Overført fra sidste år	316	159
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.544</b>	<b>1.300</b>
<b>Til disposition</b>	<b>8.471</b>	<b>8.602</b>
5 Til rådighed for udlodning	9.716	8.261
Foreslået udlodning	9.416	7.945
Overført til udlodning næste år	300	316
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷1.245</b>	<b>341</b>

## Balance

	31.12.2011 1.000 kr.	31.12.2010 1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>6 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	5.415	5.415
<b>I alt likvide midler</b>	<b>5.415</b>	<b>5.415</b>
<b>6 Obligationer:</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	154.189	89.132
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	50.305	51.206
<b>I alt obligationer</b>	<b>204.494</b>	<b>140.338</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	3.121	2.149
Mellemværende vedr. handelsafvikling	317	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.438</b>	<b>2.149</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>213.347</b>	<b>147.902</b>
<b>Passiver</b>		
<b>7 Medlemmernes formue</b>	<b>208.271</b>	<b>147.808</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	20	94
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.056	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.076</b>	<b>94</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>213.347</b>	<b>147.902</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	1,64	4,52	9,78	6,40	3,85
Sammenligningsindeks (pct.)	2,02	9,65	3,78	6,13	8,67
Indre værdi (kr. pr. andel)	99,40	100,55	106,87	106,97	105,06
Nettoresultat (t.kr.)	6.827	8.171	16.142	7.302	6.927
Udbytte (pct.)	3,25	3,25	6,50	5,75	4,75
Administrationsomk. (pct.)	0,38	0,42	0,42	0,38	0,38
ÅOP	0,63	0,75	0,64	0,58	0,58
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	168.957	170.638	171.899	148.970	223.451
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	377.657	295.950	251.565	104.661	158.593
Omsætningshastighed (antal gange)	1,34	0,90	0,54	0,75	0,84
Medlemmernes formue (t.kr.)	305.690	170.125	97.174	147.808	208.271
Cirkulerende kapital (t.kr.)	307.547	169.187	90.929	138.179	198.241
Kurs ultimo året	99,60	99,10	108,28	107,90	106,40
Sharpe Ratio	-	-	0,14	0,44	0,75

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.	2011	2010
Indestående i depotselskab	59	22
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.976	3.677
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.060	1.278
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>8.095</b>	<b>4.977</b>

Note 2: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.	2011	2010
Noterede obligationer fra danske udstedere	762	3.162
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+1.461	+445
Valutakonti	170	94
Øvrige aktiver/passiver	45	0
Handelsomkostninger	+2	+3
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+486</b>	<b>2.808</b>

Note 3: Handelsomkostninger i 1.000 kr.	2011	2010
Bruttohandelsomkostninger	+2	+4
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+2</b>	<b>+3</b>

Note 4: Administrationsomk. i 1.000 kr.	2011	2010		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	27	0	25
Revisionshonorar til revisorer	0	18	0	18
Andre honorarer til revisorer	0	5	0	3
Markedsføringsomkostninger	9	60	16	0
Gebyrer til depotselskab	70	0	41	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	394	0	287	0
Øvrige omkostninger	5	13	7	11
Fast administrationshonorar	81	0	75	0
I alt opdelte adm.omk.	559	123	426	57
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>682</b>		<b>483</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

Note 5: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.	2011	2010
Renter og udbytter	8.095	4.977
Kursgevinst til udlodning	759	2.467
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	682	483
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.228	1.141
Udlodning overført fra sidste år	316	159
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>9.716</b>	<b>8.261</b>

Note 6: Finansielle instrumenter i pct.	2011	2010
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,4	96,3
Øvrige finansielle instrumenter	2,6	3,7
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
FRN Danske Bank 15/2-17	3.180	3.683
4,25% Danske Bank 20/6-16	0	2.854
FRN Danske Bank 20/3-16	4.046	0
<b>I alt</b>	<b>7.226</b>	<b>6.537</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 7: Medlemmernes formue i 1.000 kr.	2011	2010		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	138.179	147.808	90.929	97.174
Udlodning fra sidste år vedr. cirkulerende beviser		+7.945		+5.910
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+1.150		+692
Emissioner i året	60.062	62.511	49.750	52.445
Indløsninger i året	0	0	+2.500	+2.640
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		120		129
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+1.228		+1.141
Overført til udlodning fra sidste år		+316		+159
Overført til udlodning næste år		300		316
Foreslået udlodning		9.416		7.945
Overførsel af periodens resultat		+1.245		341
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>198.241</b>	<b>208.271</b>	<b>138.179</b>	<b>147.808</b>

## MAJ INVEST PENSION

## LÆSEVEJLEDNING

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

## RISIKOPROFIL

Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier og obligationer, herunder i statsobligationer og erhvervsobligationer med lav kreditkvalitet. Fordelingen mellem aktier og obligationer tilpasses løbende for at opnå det bedst mulige afkast under hensyntagen til risiko og forventninger til markedsudviklingen. Afdelingen kan således have en investeringsmæssig risiko mod alle typer aktier og obligationer samt valutaer.

Afdelingen afdækker ikke valutarisici. Udsving i valutakurserne påvirker derfor afkastet. Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 4. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

## STAMDATA

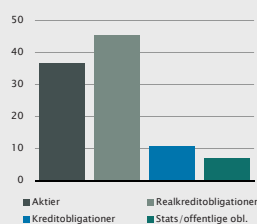
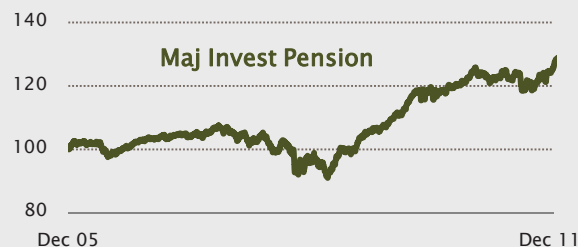
Fondskode: **DK0060004877**  
 Startdato: **16.12.2005**  
 Valuta: **Danske kroner**  
 Stykstørrelse: **100 kr.**  
 Udbyttebetalende: **Ja**  
 Investeringsrådgiver: **Fondsmæglerelskabet Maj Invest**  
 Porteføljemanager: **Henrik Ekman & Peter Mosbæk**  
 IFR-kategori: **Blandede afd.**  
 Morningstar Kategori™: **Balance-ret - EUR Moderat Risiko**

Afkast	2011	Siden start
Afdelingen	1,4 %	25,9 %

## Morningstar Rating™

★★★★★

Graf, fordeling på aktivtyper i pct.

VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?

## RISIKOINDIKATOR

Lavere risiko				Højere risiko		
←				→		
Typisk lavere afkast				Typisk højere afkast		
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingen gav i 2011 et afkast på 1,4 pct., hvilket er mindre tilfredsstillende. Maj Invest Pension har intet sammenligningsindeks, men set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 7,7 procentpoint højere end kategori afkastet på -6,3 pct. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,00 pct.

Som forventet i årsrapporten for 2010 blev 2011 præget af stor usikkerhed, og det positive afkast lever derfor op til forventningerne i årsrapporten.

## MARKEDET

Verdens aktiemarkeder har gennemlevet et turbulent år, hvor første halvår var præget af relativt god stemning med undtagelse af perioden efter tsunamien og den efterfølgende atomkatastrofe i Japan. Den gav dog kun kortvarig uro på aktiemarkedet, da den økonomiske effekt var betydelig mindre end først frygtet.

Andet halvår af 2011 bød i stedet på nærmest konstant uro som følge af statsgældskrisen i Sydeuropa, der udviklede sig i takt med vanskelige politiske forhandlinger mellem især Tyskland og Frankrig på den ene side, og Grækenland og Italien på den anden side. Renten på gælden i de to sidstnævnte lande (og en række andre sydeuropæiske lande) steg i løbet af andet halvår kraftigt og medvirkede til yderligere uro på aktiemarkederne.

## PERFORMANCE

I lyset af den usikre situation i Sydeuropa var der i aktieporteføljen fokus på investeringer i mere stabile virksomheder inden for mindre konjunkturfølsomme brancher. Afkastet blev således trukket op af investeringer i blandt andet Roche, Colgate-Palmolive, Kraft Foods og Coca-Cola, der alle gav høje positive afkast i 2011.

Gennem 2011 har vi fastholdt hovedparten af obligationsinvesteringerne i danske kroner. Ved udgangen af året er ca. 50 pct. af obligationerne i porteføljen udstedt i danske kroner, og langt hovedparten af dem er realkreditobligationer. Dette bidrog positivt til afkastet i 2011.

I løbet af året har vi investeret i to statsobligationer fra emerging markets-lande. I januar blev der investeret i

Brasilien, mens vi i løbet af foråret købte mexicanske statsobligationer. Begge lande anses som nogle af de mest solide i emerging markets. Den brasilianske obligation blev solgt i løbet af sommeren med et mindre tab, hvor vi blev nervøse for situationen i Sydeuropa, mens afdelingen har fastholdt investeringen i Mexico, der har bidraget med et mindre tab.

### SÆRLIGE RISICI 2012

De kursfald, som aktiemarkedene oplevede i andet halvår af 2011, betyder, at værdiansættelsen af aktiemarkedene nu synes at være lav ud fra en langsigtet betragtning. På baggrund af de måder, aktiekurserne normalt bedømmes, tilsiger de aktuelle niveauer således, at det langsigtede potentiale i aktier er stort.

Selvom aktierne i et langsigtet perspektiv vurderes at være billige ved årsskiftet, er der stadig risiko for fald i kurserne. Aktiekursernes udvikling bestemmes i høj grad af de underliggende selskabers indtjening i fremtiden. Mange selskaber forventer ved årsskiftet, at 2012 bliver et år med vækst i indtjeningen, hvilket mange økonomiske nøgletal også indikerer. Ændrer situationen sig, således at Europa eller USA kommer tilbage i recession, hvor den økonomiske vækst atter bliver negativ, vil det med al sandsynlighed føre til lavere kurser, i takt med at virksomhederne sænker deres forventninger.

Den fortsatte gældskrise i Sydeuropa kan også vise sig at udgøre en trussel mod aktierne, hvis eksempelvis et land må forlade eurounionen eller går statsbankerot. På den baggrund har afdelingen i begyndelsen af 2012 en aktieandel på ca. 40 pct.

Ved indgangen til 2012 er der stor usikkerhed om, hvordan situationen i Europa vil udvikle sig. Derfor er der også stor usikkerhed om, hvad der vil ske med renterne på de forskellige typer af obligationer i afdelingen.

### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

De faldende renter gennem 2011 i især Danmark betyder, at vi vurderer danske obligationer som værende dyre i forhold til tilsvarende obligationer i sammenlignelige lande. På grund af krisen i Sydeuropa kan dette dog sagtens forsætte i længere tid. Det er dog vores strategi løbende at nedbringe andelen af danske obligationer i porteføljen for i stedet at investere

i blandt andre svenske og norske realkreditobligationer. Samtidig vil vi holde øje med attraktive muligheder for at øge eksponeringen mod kreditobligationer og udvalgte emerging markets-lande.

For 2012 er det forventningen, at afdelingen opnår et positivt afkast. Afkastet kan blive højere eller lavere end gennemsnittet af sammenlignelige afdelinger (Morningstar Katergori™), da afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi.

Til illustration af usikkerheden ved at investere i afdelingen henvises til tabellen over historiske afkast side 8. Her fremgår det, at afdelingens afkast har været mellem -8 og +13 procent de seneste seks år. Der er således en betydelig usikkerhed forbundet med at forudsige afkastet for 2012.



## MAJ INVEST PENSION

## Resultatoppgørelse

	1.1.-31.12.2011 1.000 kr.	1.1.-31.12.2010 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	7.274	3.694
2 Udbytter	2.838	1.482
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.112</b>	<b>5.176</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab:</b>		
Obligationer	300	2.624
Kapitalandele	÷5.124	12.061
Valutakonti	241	÷47
Øvrige aktiver/passiver	÷6	24
4 Handelsomkostninger	÷210	÷113
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>÷4.799</b>	<b>14.549</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>5.313</b>	<b>19.725</b>
5 Administrationsomkostninger	1.407	854
<b>Resultat før skat</b>	<b>3.906</b>	<b>18.871</b>
6 Skat	238	129
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>3.668</b>	<b>18.742</b>
<b>Formuebevægelser:</b>		
Udlodningsregulering	380	1.889
Overført fra sidste år	149	85
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>529</b>	<b>1.974</b>
<b>Til disposition</b>	<b>4.197</b>	<b>20.716</b>
7 Til rådighed for udlodning	10.615	7.896
Foreslået udlodning	10.268	7.747
Overført til udlodning næste år	347	149
<b>Overført til formuen</b>	<b>÷6.418</b>	<b>12.820</b>

## Balance

	31.12.2011 1.000 kr.	31.12.2010 1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	4.365	8.277
<b>I alt likvide midler</b>	<b>4.365</b>	<b>8.277</b>
<b>8 Obligationer:</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	135.836	70.862
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	40.060	50.799
<b>I alt obligationer</b>	<b>175.896</b>	<b>121.661</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	13.366	13.701
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	80.957	73.747
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>94.323</b>	<b>87.448</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	3.168	1.967
Mellemværende vedr. handelsafvikling	74	4.587
Aktuelle skatteaktiver	91	50
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.333</b>	<b>6.604</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>277.917</b>	<b>223.990</b>
<b>Passiver</b>		
<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>272.161</b>	<b>223.817</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	22	173
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.734	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.756</b>	<b>173</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>277.917</b>	<b>223.990</b>

## Noter til resultatoppgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	2,22	÷7,85	12,64	13,33	1,42
Indre værdi (kr. pr. andel)	102,82	91,66	99,08	108,34	106,02
Nettoresultat (t.kr.)	2.604	÷6.780	8.877	18.742	3.668
Udbytte (pct.)	3,25	3,75	3,75	3,75	4,00
Administrationsomk. (pct.)	0,58	0,53	0,60	0,51	0,55
ÅOP	0,91	0,92	0,95	0,82	0,87
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	22.939	44.097	83.582	197.908	257.414
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	48.072	56.536	59.068	97.832	191.243
Omsætningshastighed (antal gange)	0,05	0,49	0,77	0,56	0,71
Medlemmernes formue (t.kr.)	88.776	65.574	97.739	223.817	272.161
Cirkulerende kapital (t.kr.)	86.344	71.544	98.644	206.594	256.699
Kurs ultimo året	103,65	91,15	100,78	109,80	107,40
Sharpe Ratio	-	-	÷0,27	0,19	0,24

## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

<b>Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Indestående i depotselskab	56	31
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.418	2.451
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.800	1.212
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>7.274</b>	<b>3.694</b>

<b>Note 2: Udbytter i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede aktier fra danske selskaber	73	41
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.765	1.441
<b>I alt udbytter</b>	<b>2.838</b>	<b>1.482</b>

<b>Note 3: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.958	2.676
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	+1.658	+52
Noterede aktier fra danske selskaber	+3.276	2.044
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+1.848	10.017
Valutakonti	241	+47
Øvrige aktiver/passiver	+6	24
Handelsomkostninger	+210	+113
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>+4.799</b>	<b>14.549</b>

<b>Note 4: Handelsomkostninger i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Bruttohandelsomkostninger	+239	+182
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	29	69
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+210</b>	<b>+113</b>

<b>Note 5: Administrationsomk. i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	38	0	33
Revisionshonorar til revisorer	0	19	0	20
Andre honorarer til revisorer	0	8	0	3
Markedsføringsomkostninger	128	167	91	5
Gebyrer til depotselskab	112	0	82	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	820	9	525	0
Øvrige omkostninger	8	18	8	12
Fast administrationshonorar	80	0	75	0
I alt opdelte adm.omk.	1.148	259	781	73
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>1.407</b>		<b>854</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

<b>Note 6: Skat i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	238	129
<b>I alt skat</b>	<b>238</b>	<b>129</b>

<b>Note 7: Til rådighed for udlodning i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Renter og udbytter	10.112	5.176
Ikke refunderbar udbytteskat	+238	+129
Regulering vedr. udbytteskat m.v.	+37	+24
Kursgevinst til udlodning	1.656	1.753
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	1.407	854
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	380	1.889
Udlodning overført fra sidste år	149	85
<b>I alt til rådighed for udlodning, netto</b>	<b>10.615</b>	<b>7.896</b>

<b>Note 8: Finansielle instrumenter i pct.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,4	96,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,6	3,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

### Finansielle instrumenter udstedt af Danske Bank

Navn	Markedsværdi	Markedsværdi
Danske Bank	2.139	2.078
FRN Danske Bank 15/2-17	3.180	3.683
4,25% Danske Bank 20/6-16	0	4.281
<b>I alt</b>	<b>5.319</b>	<b>10.042</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

<b>Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
------------------------------------------------	-------------	-------------

	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	206.594	223.817	98.644	97.739
Udlodning fra sidste år				
vedr. cirkulerende beviser		+7.747		+3.699
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning		+1.196		+1.393
Emissioner i året	50.105	53.462	107.950	111.971
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		157		457
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		+380		+1.889
Overført til udlodning fra sidste år		+149		+85
Overført til udlodning næste år		347		149
Foreslået udlodning		10.268		7.747
Overførsel af periodens resultat		+6.418		12.820
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>256.699</b>	<b>272.161</b>	<b>206.594</b>	<b>223.817</b>

## MAJ INVEST KONTRA

## LÆSEVEJLEDNING

Afdellingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om finansmarkederne side 15, og afsnittet Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår af beretningen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på [www.majinvest.dk/download](http://www.majinvest.dk/download).

## RISIKOPROFIL

Afdelingen investerer aktivt i fire områder, der hver for sig ofte klarer sig godt i urolige eller faldende markeder: 1) Korte obligationer i udvalgte, stærke valutaer, 2) Obligationer med lang løbetid, primært statsobligationer i solide økonomier, 3) guld og guldaktier samt 4) globale aktier, hvor aktiemarkedsrisikoen kan være afdækket ved brug af optioner og futures. Fordelingen mellem de fire områder vil variere alt efter de aktuelle økonomiske udsigter.

Der kan i perioder forekomme betydelige udsving i afkastet, og størrelsen af afkastet vil være afhængig af, i hvilken grad de forventninger til den økonomiske udvikling, der ligger bag de foretagne investeringer, bliver opfyldt. Afdelingens strategi er i særlig grad at sammensætte porteføljens fordeling på investeringsområder ud fra forventningerne til den økonomiske udvikling.

Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter på ikke-dækket basis. Afdækningsgraden og omfanget af investeringer i afledte finansielle instrumenter vil variere over tid, blandt andet ud fra forventningerne til den økonomiske udvikling og den generelle trend på aktiemarkederne.

Risikoen består hovedsageligt af risici knyttet til eksponering mod udlandet, renterisiko, kreditrisiko, obligationsmarkedet, selskabsspecifikke forhold, udsving på aktiemarkedet samt valutarisiko.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5. I årsrapportens afsnit om Risikoforhold, risikofaktorer samt risikostyring side 17 kan man læse nærmere om risikoindikatoren og de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering og styring af disse risici. I afsnittet Finansmarkederne side 15 er foreningens overordnede forventninger til den økonomiske udvikling beskrevet.

## STAMDATA

Fondskode: DK0060037455

Startdato: 11.06.2006

Valuta: Danske kroner

Stykstørrelse: 100 kr.

Udbyttebetalende: Nej

Investeringsrådgiver: Fondsmæglersekskabet Maj Invest

Porteføljemanager: Peter Mosbæk

IFR-kategori: Blandede afd.

Morningstar Kategori™: Balance-

ret - EUR Moderat Risiko

Afkast 2011 7,3 %

Afdelingen 64,7 %

Siden start

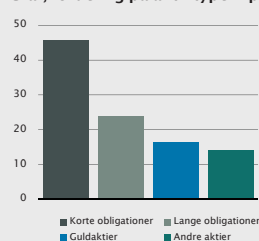
Afkast 2011 7,3 %

Afdelingen 64,7 %

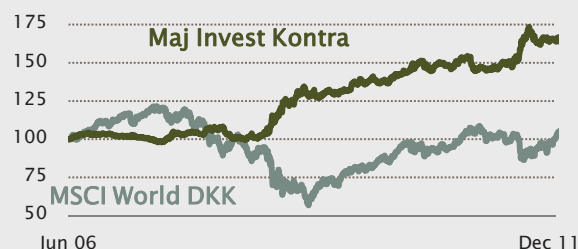
## Morningstar Rating™

★★★★★

## Graf, fordeling på aktivtyper i pct.



## VÆRDIUDVIKLING Hvad er 100 DKK blevet til?



## RISIKOINDIKATOR

Lavere risiko				Højere risiko		
←				→		
Typisk lavere afkast				Typisk højere afkast		
1	2	3	4	5	6	7

Afdelingen gav i 2011 et afkast på 7,3 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende. Maj Invest Kontra har intet sammenligningsindeks, men set i forhold til kategorien af blandede afdelinger med moderat risiko hos Morningstar gav afdelingen et afkast, der var 13,6 procentpoint højere end kategori afkastet på -6,3 pct. Afdelingen er akkumulerende og betaler ikke udbytte.

Afdelingens afkast er som forventet i årsrapporten for 2010 positivt og positivt påvirket af, at den europæiske gældskrise fortsatte gennem 2011.

## MARKEDET

2011 var året, hvor gældskrisen i Europa var med til at skabe store udsving på de globale markeder. De mange redningspakker, der blev søsat i kølvandet på finanskrisen i 2008, havde til formål at stabilisere det finansielle system verden over – herunder også i Europa.

Redningspakkerne bestod primært i støtteopkøb af problematiske obligationer og en rekapitalisering af især bankerne, der havde mistet store dele af egenkapitalen. Dog viste denne opgave sig at være noget større end først antaget. De europæiske staters gældsætning kom derfor i søgelyset hos både investorerne og ratingbureauerne.

Da det kun er Den Europæiske Centralbank, ECB, der kan trykke euro, og ikke de enkelte lande i Europa, kan et land i eurozonen kun fremskaffe flere euro ved enten at øge eksporten, øge beskatningen eller skære i de offentlige udgifter. Dette er imidlertid meget svært i en hård og langvarig lavkonjunktur, og i markedet opstod der en dyb skepsis til, hvorvidt de sydeuropæiske lande havde økonomisk kapacitet til at dække de fremtidige rentebetalinger. Investorerne flygtede derfor væk fra eurozonen og ind i traditionelt mere stabile lande som Schweiz og USA.

Den europæiske statsgældskrise satte også sine dybe spor i valutamarkedet, idet euro blev svækket over for stort set alle store valutaer.

Konsekvensen af disse begivenheder blev, at de amerikanske aktier i årets første 8 måneder faldt med ca. 15 pct. målt i danske kroner. Dog rettede de sig i årets sidste kvartal, og det amerikanske aktiemarked steg samlet set 4,5 pct. i 2011 målt i danske kroner.

Japanske aktier faldt 11,7 pct. igennem 2011 målt i danske kroner. Værst så det ud i Europa, hvor aktierne over en bred kam faldt med godt 23 pct. i løbet af de første 8 måneder i 2011, men rettede sig en anelse og lukkede året med et fald på 8,3 pct. målt i danske kroner.

#### PERFORMANCE

Efter Kontra gav et negativt afkast på 3,9 pct. i første halvår, var afkastet i andet halvår på 11,2 pct. Afdelingen har dermed fungeret efter hensigten og givet et positivt afkast i en periode med uro på de finansielle markeder og aktiekursfald.

I løbet af foråret benyttede vi den relativt positive stemning til at øge aktieafdækningen i afdelingen via køb af put-optioner, der giver et positivt afkast i faldende markeder. Specielt de optioner, der blev købt på det tyske aktieindeks DAX, bidrog positivt til afkastet i afdelingen. I 2011 bidrog mange af investeringerne positivt til afkastet, herunder de lange statsobligationer udstedt af Danmark og Tyskland og positionerne i schweizerfranc og norske kroner, som begge er blevet styrket i forhold til danske kroner i løbet af 2011. Afdelingen var endda så heldig at få solgt positionen i schweizerfranc i løbet af august, inden valutaen faldt tilbage. Selvom guldprisen er faldet noget siden toppen på 1.900 dollar tilbage i august, endte guldet stadig med at stige 15 pct. i 2011 målt i danske kroner. Derimod havde guldmineaktierne det svært, og indekset for guldmineaktier faldt med ca. 9 pct. i 2011.

Andre positioner, som bidrog negativt til afkastet, var køb af put-optioner på Eurostoxx- og DAX-indekset i løbet af andet halvår, hvor aktiekurserne steg. For at beskytte investorer mod et totalt sammenbrud på markederne fastholdt afdelingen en relativt høj aktieafdækning. De stigende aktiekurser gennem 4. kvartal betød, at afdelingen tabte på disse investeringer.

#### SÆRLIGE RISICI

Maj Invest Kontra investerer i fire typer af aktiver, som investorer normalt søger mod, når tiderne er svære. Afdelingen investerer i guld og guldmineaktier, globale defensive aktier med tilknyttet afdækning, korte obligationer i stærke valutaer samt lange statsobligationer i lande med stærke balancer. Afdelingen er eksponeret mod risiko inden for disse områder.

Ved indgangen til 2012 er der stor usikkerhed om, hvordan situationen i Europa vil udvikle sig. Derfor er der også stor usikkerhed om, hvordan værdien af Kontra vil udvikle sig. Målsætningen er stadig, at afdelingen skal give et positivt afkast i svære tider. Omvendt vil en uventet hurtig bedring af finansmarkederne kunne betyde, at afdelingen giver et negativt eller beskedent afkast.

På grund af afdelingens karakter er den afhængig af porteføljerådgiverens evne til at forudsige den økonomiske udvikling.

#### FORVENTNINGER TIL MARKEDET OG STRATEGI

På trods af at der er foretaget en række tiltag for at løse op for problemerne i Europa, er det stadig meget usikkert, hvorvidt de vil hjælpe. Ved indgangen til 2012 fokuserer afdelingen på situationen i Europa og opretholder en relativt høj aktieafdækning. Derudover er en relativt stor andel af afdelingen investeret i valutaer, som forventes at blive styrket, såfremt situationen i Sydeuropa bliver værre.

Den meget store usikkerhed, gældsproblemerne i det meste af den vestlige verden samt den meget lempeelige pengepolitik burde være positiv for guldprisen. På trods af at guldprisen er steget meget gennem de seneste år, ser vi stadig potentiale for yderligere stigninger.

Afdeling Kontra har siden afdelingens start givet et positivt afkast i alle år. Historiske afkast er dog ingen sikkerhed for fremtidige afkast, og afdelingen kan give negative afkast. Afdelingen har som mål at levere beskedne positive afkast i gode tider og gode positive afkast i år med betydelig uro eller krise på de finansielle markeder.

## MAJ INVEST KONTRA

## Resultatopgørelse

	1.1.-31.12.2011	1.1.-31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Renter og udbytter:</b>		
1 Renteindtægter	23.249	4.414
2 Renteudgifter	1	0
3 Udbytter	6.638	1.565
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>29.886</b>	<b>5.979</b>
<b>4 Kursgevinster og -tab:</b>		
Obligationer	20.075	3.057
Kapitalandele	÷ 18.475	24.163
Afledte finansielle instr.	67.315	÷ 3.691
Valutakonti	÷ 3.916	380
Øvrige aktiver/passiver	÷ 203	10
5 Handelsomkostninger	÷ 695	÷ 151
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>64.101</b>	<b>23.768</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>93.987</b>	<b>29.747</b>
6 Administrationsomkostninger	13.729	2.932
<b>Resultat før skat</b>	<b>80.258</b>	<b>26.815</b>
7 Skat	626	181
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>79.632</b>	<b>26.634</b>
<b>Overført til formuen</b>	<b>79.632</b>	<b>26.634</b>

## Balance

	31.12.2011	31.12.2010
	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Aktiver</b>		
<b>8 Likvide midler:</b>		
Indestående i depotselskab	29.399	11.782
Indestående i andre pengeinst.	27.490	16.780
<b>I alt likvide midler</b>	<b>56.889</b>	<b>28.562</b>
<b>8 Obligationer:</b>		
Not. obl. fra danske udstedere	294.091	262.660
Not. obl. fra udl. udstedere	569.679	238.366
<b>I alt obligationer</b>	<b>863.770</b>	<b>501.026</b>
<b>8 Kapitalandele:</b>		
Not aktier fra danske selskaber	8.580	9.876
Not. aktier fra udl. selskaber	199.348	323.467
Inv- beviser i andre udl.		
inv- og specialforeninger	106.803	80.951
<b>I alt kapitalandele</b>	<b>314.731</b>	<b>414.294</b>
<b>8 Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afledte finansielle instr.	6.488	1.861
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>6.488</b>	<b>1.861</b>
<b>Andre aktiver:</b>		
Tilgodeh. renter, udbytter m.m.	16.567	11.573
Mellemv. vedr. handelsafvikling	1.489	1.548
Aktuelle skatteaktiver	354	66
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>18.410</b>	<b>13.187</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.260.288</b>	<b>958.930</b>

## Passiver

<b>9 Medlemmernes formue</b>	<b>1.248.478</b>	<b>901.982</b>
<b>8 Afledte finansielle instrumenter:</b>		
Unot. afledte finansielle instr.	9.874	0
<b>I alt afledte finansielle instr.</b>	<b>9.874</b>	<b>0</b>
<b>Anden gæld:</b>		
Skyldige omkostninger	1.936	1.066
Mellemvær. vedr. handelsafv.	0	55.882
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.936</b>	<b>56.948</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.260.288</b>	<b>958.930</b>

## Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2007	2008	2009	2010	2011
Afkast (pct.)	1,13	21,73	8,61	12,28	7,34
Indre værdi (kr. pr. andel)	103,35	125,80	136,63	153,40	164,66
Nettoresultat (t.kr.)	1.480	12.657	6.555	26.634	79.632
Administrationsomk. (pct.)	0,67	0,66	0,69	0,92	1,28
ÅOP	1,00	0,99	1,04	1,20	1,58
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	50.078	32.751	128.214	946.457	1.087.422
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	118.849	40.560	84.235	168.747	825.170
Omsætningshastighed (antal gange)	0,13	0,19	0,75	0,53	0,76
Medlemmernes formue (t.kr.)	80.241	72.729	114.952	901.982	1.248.478
Cirkulerende kapital (t.kr.)	77.643	57.813	84.136	587.982	758.223
Kurs ultimo året	103,10	126,50	138,14	155,90	166,60
Sharpe Ratio	-	-	0,63	0,81	0,78



## Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

Investeringernes procentvise fordeling på forskellige kriterier samt Sharpe Ratio er vist i tilknytning til afdelingens ledelsesberetning.

Note 1: Renteindtægter i 1.000 kr.	2011	2010
Indestående i depotselskab	165	43
Noterede obligationer fra danske udstedere	6.249	3.049
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	16.835	1.322
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>23.249</b>	<b>4.414</b>

Note 2: Renteudgifter i 1.000 kr.	2011	2010
Renteudgifter, prioritetsgæld	1	0
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>1</b>	<b>0</b>

Note 3: Udbytter i 1.000 kr.	2011	2010
Noterede aktier fra danske selskaber	168	19
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.470	1.546
<b>I alt udbytter</b>	<b>6.638</b>	<b>1.565</b>

Note 4: Kursgevinster og -tab i 1.000 kr.	2011	2010
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.442	+494
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	18.633	3.551
Noterede aktier fra danske selskaber	+60	1.439
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	+29.078	21.695
Inv.-beviser i udenlandske inv- og specialforeninger	10.663	1.029
Terminsforretninger/futures m.m.	67.315	+3.691
Valutakonti	+3.916	380
Øvrige aktiver/passiver	+203	10
Handelsomkostninger	+695	+151
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>64.101</b>	<b>23.768</b>

Note 5: Handelsomkostninger i 1.000 kr.	2011	2010
Bruttohandelsomkostninger	+793	+429
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	98	278
<b>I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift</b>	<b>+695</b>	<b>+151</b>

Note 6: Administrationsomk. i 1.000 kr.	2011	2010		
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.
Honorar til bestyrelse	0	162	0	53
Revisionshonorar til revisorer	0	36	4	25
Andre honorarer til revisorer	0	21	0	3
Markedsføringsomkostninger	7.386	1.011	1.472	11
Gebyrer til depotselskab	420	0	157	0
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	4.357	34	1.105	0
Øvrige omkostninger	32	76	9	14
Fast administrationshonorar	194	0	79	0
I alt opdelte adm.omk.	12.389	1.340	2.826	106
<b>I alt adm.omkostninger</b>		<b>13.729</b>		<b>2.932</b>

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

Fast administrationshonorar udgør pålignende omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S for administration.

Der henvises til »Beskrivelse af foreningens væsentligste aftaler« under »Fælles noter«.

Note 7: Skat i 1.000 kr.	2011	2010
Rente- eller udbytteskat som ikke kan refunderes	626	181
<b>I alt skat</b>	<b>626</b>	<b>181</b>

Note 8: Finansielle instrumenter i pct.	2011	2010
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,0	88,2
Øvrige finansielle instrumenter	13,0	11,8
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Noterede aktier, noterede obligationer og investeringsbeviser i andre investerings- og specialforeninger er ikke specificeret i årsrapporten, idet beholdningslisten kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S, Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby.

Note 9: Medlemmernes formue i 1.000 kr.	2011	2010		
	Cirk.kapital	Formueværdi	Cirk.kapital	Formueværdi
Medlemmernes formue primo	587.982	901.982	84.136	114.952
Emissioner i året	174.441	272.637	503.846	759.150
Indløsninger i året	+4.200	+6.645	0	0
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		872		1.246
Overførsel af periodens resultat		79.632		26.634
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>758.223</b>	<b>1.248.478</b>	<b>587.982</b>	<b>901.982</b>



Obligationschef Peter Mosbæk er ansvarlig for bl.a. Maj Invest Kontra.

Foto: Lennart Søgård-Høyer

# FÆLLES NOTER

## NOTE 1: ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for 2011 aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2010.

### Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter, i takt med at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå periodens indtjening. Dog overføres handelsomkostningerne i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter forårsaget af emission og indløsning i afdelingen til medlemmernes formue.

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

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.

### RESULTATOPGØRELSEN

#### Renter og udbytter

Renteindtægter omfatter renter af obligationer og af

indestående i depotselskabet samt af indestående i andre pengeinstitutter. Endvidere indgår nettoindtægten ved repoaftaler og reverse repoaftaler samt vederlag fra aktieudlån.

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

#### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indregnes såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab på aktiver og passiver.

For obligationer og kapitalandele opgøres de realiserede kursgevinster og -tab som forskellen mellem dagsværdi på salgstidspunktet og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien på balancedagen og dagsværdien ved årets begyndelse eller dagsværdi på anskaffelsestidspunktet ved erhvervelse i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med handel med finansielle instrumenter. Omkostninger, der ikke kan opgøres eksakt, eksempelvis fordi de er inkluderet i spread, indregnes i det omfang, de er aftalt med tredjemand. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres dog til »Medlemmernes formue«. Den sidstnævnte del er opgjort som den andel, provenuet af emissionerne og indløsningerne udgør af kursværdien af de samlede handler.

### Administrationsomkostninger

»Afdelingsdirekte omkostninger« består af de omkostninger, som kan henføres direkte til den enkelte afdeling. »Andel af fællesomkostninger« er afdelingernes andel af de udgifter, der vedrører to eller flere afdelinger. Fordelingen sker under hensyntagen til størrelsen af afdelingernes formue. »Fast administrationshonorar« udgør pålignede omkostninger i henhold til særskilt aftale med Danske Invest Management A/S vedrørende administration.

### Skat

Skat indeholder udbytteskat og renteskat, som er tilbageholdt i udlandet, og som ikke kan refunderes.

### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i Ligningslovens § 16 C. Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen.

»Til rådighed for udlodning« opgøres på grundlag af de i regnskabsåret

- indtjente renter og udbytter samt vederlag for udlån af værdipapirer. Tilgodehavende udbytteskat indgår i grundlaget efter modtagelse
- realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti samt eventuelt urealiserede kursgevinster på valutakonti, som udloddes frivilligt for at sikre, at udlodningen overstiger minimumsudlodningen
- realiserede nettokursgevinster på kapitalandele
- erhvervede, skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- afholdte administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste kvarte procent eller til 0, hvis den beregnede procent er under 1.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

»Overført til udlodning næste år« består af restbeløbet efter nedrundning af »Til rådighed for udlodning«.

Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning.

Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det ved emissionen indbetalte beløb anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning.

»Overført til udlodning fra sidste år« består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

### BALANCEN

#### Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen.

#### Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdi fastsættes på noterede obligationer og kapitalandele til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Hvis denne kurs ikke afspejler instrumentets dagsværdi på grund af manglende eller utilstrækkelig handel i tiden op til balancedagen, fastlægges dagsværdien ved hjælp af en værdiansættelsesteknik, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme i en handel på målingstidspunktet mellem uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger. Noterede værdipapirer i fremmed valuta måles til noterede valutakurser på balancedagen. Udtrukne obligationer måles til nutidsværdi fastsat til kurs 100 med tilbagediskontering efter individuel vurdering. Unoterede obligationer og aktier måles til dagsværdien fastsat efter almindelige anerkendte metoder. For investeringsbeviser i afdelinger i investeringsforeninger, hvor foreningens administrator har fuld indsigt i sammensætningen af afdelingens underliggende obligationer og kapitalandele (fund of funds), måles disse på basis af ovennævnte målingsprincipper anvendt på de un-



derliggende obligationer og kapitalandele. Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen. Obligationer, som indgår i repoaftale, eller som er solgt på termin, indgår under obligationer. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Afledte finansielle instrumenter med positiv dagsværdi indgår under aktiver, og hvis de har negativ dagsværdi under passiver. Ændring i dagsværdi indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

### Andre aktiver

»Andre aktiver« måles til dagsværdi, og der indgår:

- »Tilgodehavende renter« bestående af periodiserede renter på balancedagen.
- »Tilgodehavende udbytte« bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Anden gæld« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

»Aktuelle skatteaktiver« bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

### Medlemmernes formue

»Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser« består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før.

»Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning« består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før.

### Anden gæld

»Anden gæld« måles til dagsværdi.

»Mellemværende vedrørende handelsafvikling« består af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning i tilsvarende beløb omtalt under »Andre aktiver« pr. modpart pr. dag, betalingerne forfalder.

### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og -tab«.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under »Kursgevinster og tab«.

## NØGLETAL

### Indre værdi, IV

Udtrykker værdien i kroner pr. andel og beregnes som:

$$IV = \frac{\text{medlemmernes formue}}{\text{cirkulerende andele}}$$

### Afkast

Beregnes således:

$$\text{Afkast} = \left( \frac{IV \text{ ultimo} + \text{geninv. udbytte}}{IV \text{ primo}} - 1 \right) \times 100$$

$$\text{Geninv. udbytte} = \frac{\text{udbytte pr. andel} \times IV \text{ ultimo}}{IV \text{ umiddelbart efter udlodning}}$$

### Sammenligningsafkast

Sammenligningsafkast er en opgørelse af udviklingen i det sammenligningsindeks (markedsindeks), som



afdelingen måler sig imod. Dette afkast indeholder i modsætning til afdelingernes afkast ikke administrations- og handelsomkostninger.

### Udlodning

Udlodning i pct. beregnes som:

$$\text{Udlodning i \%} = \frac{\text{foreslået udlodning}}{\text{cirkulerende kapital}}$$

Da alle andele har en nominal stykstørrelse på 100 kroner, udtrykker udlodning i pct. samtidig udlodning i kroner pr. investeringsbevis.

### Administrationsomkostninger i pct.

Beregnes som:

$$\text{Adm.omk. i \%} = \frac{\text{administrationsomk.}}{\text{medlemmernes gns. formue}} \times 100$$

Som »administrationsomkostninger« anvendes den tilsvarende post i resultatopgørelsen, og »medlemmernes gennemsnitlige formue« er beregnet som et simpelt gennemsnit af formuens værdi opgjort dagligt.

### AOP

Beregnes som summen af følgende fire elementer:

- Administrationsomkostninger i pct. omregnet til helårsniveau.
- Direkte handelsomkostninger ved løbende drift opgjort i pct. af den gennemsnitlige formue omregnet til helårsniveau.
- 1/7 af det maksimale emissionstillæg, som det fremgår af det gældende prospekt.
- 1/7 af det maksimale indløsningsfradrag, som det fremgår af det gældende prospekt.

### Kursværdi af køb og salg af værdipapirer

Opgøres som summen af regnskabsårets samlede

henholdsvis køb og salg af værdipapirer til handelspriser inkl. kurtage m.v.

### Omsætningshastighed i antal gange

Opgøres som:

$$\frac{\text{værdi af køb + værdi af salg}}{2 \times \text{medlemmernes formue}}$$

Værdi af køb og værdi af salg opgøres som ovennævnte »Kursværdi af køb og salg af værdipapirer« korrigeret for regnskabsårets emissioner og indløsninger, udbetalte udbytter og likviditet fra driften m.m., således at »(Værdi af køb + Værdi ved salg)/2« svarer til handel som følge af porteføljepleje. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under »Administrationsomkostninger i pct.«

### Kurs ultimo året

Som kurs ultimo året anføres noteret kurs fra årets sidste handelsdag.

### Nøgletal for risiko

Disse nøgletal beregnes fra afdelingernes start over en periode på maksimum fem år, dog kun for afdelinger som har eksisteret i mindst 36 måneder. Sharpe Ratio og Standardafvigelse beregnes både for de pågældende afdelinger og deres sammenligningsindeks.

### Sharpe Ratio

Sharpe Ratio er et matematisk udtryk for merafkastet af en investering i forhold til risikoen. Beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente (merafkastet) divideret med standardafvigelsen på merafkastet.

### Standardafvigelse

Standardafvigelse er et statistisk udtryk for udsving i afkastet.

## NOTE 2: OVERSIGT OVER UDBYTTERNES SKATTEMÆSSIGE FORDELING

Skemaet viser, hvordan udbytterne for 2011 skal behandles skattemæssigt. Udbytterne er først relevante for selvangivelsen for 2012, idet udbytterne først udbetales i 2012. For pensionsopsparinger indgår hele udbyttet i grundlaget for PAL-skat. For selskaber indgår det fulde udbytte i selskabsindkomsten.

Afdeling Kontra er akkumulerende og udbetaler ikke udbytte.

Afdeling	Stk.str. i kr.	Foreslået udbytte i kr. pr. stk.	Almindelig opsparing		
			Aktie- indkomst i kr. pr. stk.	Kapital- indkomst i kr. pr. stk.	Skattefri indkomst i kr. pr. stk.
Danske Aktier	100	0	-	-	-
Europa Aktier	100	2,50	2,47	0,03	-
Aktier	100	2,00	1,85	0,15	-
Value Aktier	100	1,00	0,93	0,07	-
Miljø & Klima	100	2,25	2,09	0,16	-
Danske Obligationer	100	4,00	-	4,00	-
Obligationer	100	4,75	0,01	4,74	-
Pension	100	4,00	0,90	3,10	-

## NOTE 3: OVERSIGT OVER AFDELINGERNES FREMFØRBARE TAB

### Aktier

Tabene kan modregnes i kommende års gevinster

1.000 kr.	Danske Aktier	Europa Aktier	Value Aktier	Aktier	Miljø & Klima	Pension
Primo 2011	12.017	14.209	1.869	16.324	0	7.063
Realiseret i 2011	-6.564	2.602	-1.684	-16.324	8.208	-3.603
Udlodningsregulering	2.890	852	-185	0	-903	1.177
Ultimo 2011	8.343	17.663	0	0	7.305	4.637

### Afledte finansielle instrumenter

Tabene kan modregnes i kommende års gevinster

1.000 kr.	Pension
Primo 2011	14
Realiseret i 2011	0
Regulering i forbindelse med emissioner og indløsninger	2
Ultimo 2011	16

## NOTE 4: REVISIONSHONORAR

Revisionshonorar (1.000 kr.)	2011	2010
Det samlede honorar for arbejdet i foreningen til revisionsfirmaet KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab udgjorde	345	275
Heraf udgjorde honoraret for andre ydelser	116	33

## NOTE 5: BESTYRELSESHONORAR

Bestyrelseshonorar (1.000 kr.)	2011	2010
Bestyrelsens honorar for arbejdet i foreningen	740	600

## NOTE 6: BESKRIVELSE AF FORENINGENS VÆSENTLIGSTE AFTALER

Heri beskrives foreningens væsentligste aftaler. Prisen for ydelserne fremgår enten af skemaet på side 68 eller – i de tilfælde, hvor betalingen ikke er fastsat pr. afdeling – under den enkelte aftale.

### AFTALE OM ADMINISTRATION

Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Management A/S om, at selskabet udfører foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lovgivningen, Finanstilsynets retningslinjer, foreningens vedtægter, anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammer for de enkelte afdelinger, og aftale om porteføljerådgivning.

Som betaling herfor opkræver investeringsforvaltningsselskabet et honorar, som afhængig af afdelingstype udgør op til 0,0375 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi, dog minimum 75.000 kr. p.a. pr. afdeling. Hver afdeling afholder desuden egne om-

kostninger – herunder de omkostningstyper, som er nævnt under de øvrige aftalebeskrivelser. Det er f.eks. udgifter til porteføljerådgivning. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger med specifikation på forskellige poster som foreskrevet af Finanstilsynet.

### AFTALER OM DEPOT, DEPOTBANKFUNKTION OG AKTIEBOG

Foreningen har indgået aftale med Danske Bank om, at banken som depotselskab forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler særskilt for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med den til enhver tid gældende lovgivning samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser. Som honorar for ydelserne betaler hver afdeling et depotgebyr beregnet ud fra arten af værdipapirer, deres værdi og omfanget af ændringer. Depotgebyret er lavest for danske VP-baserede værdipapirer og højest for udenlandske værdipapirer.

For ingen kategori overstiger gebyret 0,03 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi.

Foreningen har endvidere indgået aftale med VP Investor Services A/S om, at denne på vegne af foreningen fører den såkaldte ejerbog, hvori medlemmernes investeringsbeviser navnenoteres. Aftalen indebærer foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at VP Investor Services A/S udsteder adgangskort og stemmesedler m.v. til foreningens generalforsamlinger.

Beløbene indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Gebyrer til depotselskab«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### **AFTALE OM FORMIDLING AF HANDEL MED INVESTERINGSFORENINGSANDELE SAMT MARKEDSFØRING**

Foreningen og investeringsforvaltningsselskabet har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S om, at selskabet leverer ydelser inden for områderne formidling af handel med investeringsforeningsandele samt markedsføring af foreningens andele. Aftalen giver desuden Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S mulighed for at formidle aftaler med distributører samt formidle udvalgte kunders investering i andele udstedt af foreningen. Som honorar herfor modtager Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S op til 0,10 pct. p.a. af den gennemsnitlige formueværdi. Satsen var frem til 31. december 2011 maksimalt 0,05 pct. p.a.

Beløbene indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Markedsføring«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### **AFTALER OM DISTRIBUTION AF INVESTERINGSBEVISER**

Foreningen har med flere banker indgået aftale om, at disse yder rådgivning og er ansvarlige for rådgivning over for de investorer, der henvender sig til bankerne. Distributørerne skal i forbindelse med denne aftale sikre sig, at rådgivning sker i overensstemmelse med gældende lovgivning. Den enkelte distributør er berettiget til et honorar, som beregnes ud fra de købsordrer, den pågældende distributør har indgivet, og

som har udløst emission i den pågældende periode. Denne tegningsprovision er ikke en del af den løbende driftsomkostning for foreningen og afdelingerne, men vedrører alene gennemførte kapitalindsud og indgår derfor ikke i administrationsomkostningerne. Tegningsprovisionen udgør 0,75 pct.

Foreningen har indgået formidlingsaftaler for fem af foreningens afdelinger. Som honorar herfor betaler hver af afdelingerne Aktier, Danske Aktier, Kontra, Miljø & Klima samt Value Aktier en provision beregnet ud fra den gennemsnitlige kursværdi af de af foreningens investeringsandele, som opbevares i depot i de enkelte pengeinstitutter, der er indgået formidlingsaftale med. En tilsvarende aftale er indgået med Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S samt andre distributører og pensionselskaber. Satsen for de nævnte afdelinger er 0,75 pct. p.a.

#### **AFTALE OM PORTEFØLJERÅDGIVNING M.V.**

Foreningen og investeringsforvaltningsselskabet har indgået aftale med Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S om ydelse af porteføljerådgivning vedrørende foreningens afdelinger.

Aftalen indebærer, at Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S yder rådgivning til Danske Invest Management A/S om transaktioner, som Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S anser for fordelagtige som led i porteføljestyringen. Der skal tilstræbes et optimalt afkast med samtidig hensyntagen til fornøden risikospredning. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt i individuelle investeringspolitikker for de enkelte afdelinger. De enkelte forslag til investeringer skal forelægges investeringsforvaltningsselskabet, der tager stilling til, om og i hvilket omfang de skal gennemføres.

Betalingen for denne rådgivning varierer fra afdeling til afdeling og er afhængig af blandt andet investeringsområdet og afdelingernes specialiseringsgrad. Honoraret udgør mellem 0,10 pct. p.a. og 0,45 pct. p.a. af afdelingernes gennemsnitlige formueværdi. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkost-

ninger under posten »Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### AFTALE OM PRISSTILLELSE I MARKEDET

Foreningen og investeringsforvaltningsselskabet har med Maj Invest Markets i Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S indgået aftale om, at Maj Invest Markets i bl.a. NASDAQ OMX Copenhagens handelssystemer – med forbehold for særlige situationer – stiller priser for afdelingernes investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviser. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- som salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser. Prisen for prisstilleropgaverne er et fast årligt gebyr på 25.000 kr. for afdelinger med en formue på under 200 mio. kr. og 40.000 kr. for afdelinger med en formue på over 200 mio. kr. Beløbet indgår i afdelingernes årlige administrationsomkostninger under posten »Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen«, jf. noterne til årsregnskaberne.

#### AFTALE OM HANDEL MED VÆRDIPAPIRER

Et element i aftalerne med Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S er vilkårene for værdipapirhandler i forbindelse med den løbende pleje af de enkelte afdelingers portefølje.

Handlerne udføres af såvel Maj Invest Markets som af andres handelsfunktioner.

De enkelte handler gennemføres på storkundevilkår.

## Satserne i foreningens væsentligste aftaler

Alle satser er gældende pr. 31. december 2011.

	Sats for depot og depotbank- funktionen, pct. p.a.	Sats for mar- kedsføring og formidling, pct. p.a.	Sats for portefølje- rådgivning, pct. p.a.	Sats for handel med værdipapirer, kr. <sup>2)</sup>	Sats for tegnings- provision ved nytegninger, pct.	Sats for formidlings- provision, pct.
Danske Aktier	1)	0,100	0,35	50 kr.	0,75	0,75
Europa Aktier	1)	0,050	0,10	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0
Aktier	1)	0,100	0,40	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Value Aktier	1)	0,100	0,45	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Miljø & Klima	1)	0,100	0,40	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75
Danske Obligationer	1)	0,050	0,10	50 kr.	0,75	0
Obligationer	1)	0,050	0,20	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0
Pension	1)	0,050	0,30	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0
Kontra	1)	0,100	0,40	50 kr./150 kr. <sup>3)</sup>	0,75	0,75

1) Depotgebyret for VP-baserede værdipapirer er 0,0 pct. p.a. For USA er det 0,0025 pct. p.a., for Japan er det 0,0125 pct. p.a., for Europa er det 0,0100 pct. p.a. og for resten af verden er det 0,0275 pct. p.a. For kontrolopgaverne betaler hver afdeling et honorar på 10.000 kr. p.a.

2) De opgivne satser er eksklusive eventuelle udenlandske omkostninger og skatter.

3) Satsen er 50 kr. for danske og svenske værdipapirer og 150 kr. for alle øvrige værdipapirer.



# LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt nærværende årsrapport for regnskabsåret sluttende den 31. december 2011.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger indeholder retvisende redegørelser for udviklingen i foreningens 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 12. marts 2012

Direktion:  
Danske Invest Management A/S



Thomas Mitchell  
Adm. direktør



Finn Kjærgaard  
Vicedirektør

Bestyrelse:



Mads Krage  
Formand



Ole Risager  
Næstformand



Jette Clausen



Carsten Koch



Ib Mardahl-Hansen

# DEN UAFHÆNGIGE REVISORS ERKLÆRINGER

## Til investorerne i Investeringsforeningen Maj Invest

### PÅTEGNING PÅ ÅRSREGNSKABERNE

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Maj Invest for regnskabsåret sluttende den 31. december 2011, omfattende fælles noter samt de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

### LEDELSENS ANSVAR FOR ÅRSREGNSKABERNE

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser nødvendig for at udarbejde årsregnskaber for de enkelte afdelinger uden væsentlig fejlinformation, uanset at 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 revisionshandling for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger. De valgte revisionshandling afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne for de enkelte afdelinger, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskaber for de enkelte afdelinger, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revi-

sion 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 giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret sluttende den 31. december 2011 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### UDTALELSE OM LEDELSESBERETNINGEN

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst foreningens ledelsesberetning og 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 12. marts 2012

KPMG

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab



Per Gunslev  
statsaut. revisor



Gerda Retbøll-Bauer  
statsaut. revisor





Investeringsforeningen Maj Invest er sponsor for Viborg HK damehåndboldhold.

Foto: TAKEONE.dk

# Kender du Maj Invest?

## Vi er nummer 1 i Danmark

Maj Invest er nummer 1 på Morningstars liste over de bedste danske investeringsforeninger. Det har vi været gennem 3 år. Læs mere på [www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)

### Morningstar Rating™

	31-12-2011
Danske Aktier	★★★★
Europa Aktier	★★★★★
Aktier	★★★★★
Value Aktier	★★★★★
Miljø & Klima	★★★★
Danske Obligationer	★★★★★
Obligationer	★★★★★
Pension	★★★★★
Kontra	★★★★★

**Samarbejdsbanker:** Arbejdernes Landsbank ■ BankNordik ■ BIL Bank Danmark ■ Brørup Sparekasse ■ Den Jyske Sparekasse ■ DiBa ■ Djurslands Bank ■ Finansbanken ■ Hvidbjerg Bank ■ Lollands Bank ■ Lån & Spar Bank ■ Middelfart Sparekasse ■ Møns Bank ■ Nordnet ■ Nordfyns Bank ■ Nykredit Bank ■ Nørresundby Bank ■ Ringkjøbing Landbobank ■ Saxo Privatbank ■ Skjern Bank ■ SPARBANK ■ Sparekassen Faaborg ■ Sparekassen Himmerland ■ Sparekassen Hobro ■ Sparekassen Limfjorden ■ Sparekassen Lolland ■ Sparekassen for Nr. Nebel og Omegn ■ Sparekassen Thy ■ Sparekassen Østjylland ■ Spar Nord Bank ■ Sydbank ■ Vestfyns Bank ■ Vestjysk Bank

INVESTERINGSFORENINGEN

**MAJ  
INVEST**

### Investeringsforeningen Maj Invest

Parallelvej 17, 2800 Kgs. Lyngby

CVR-nr. 28 70 59 21

Telefon 33 38 73 00

[info@majinvest.dk](mailto:info@majinvest.dk)

[www.majinvest.dk](http://www.majinvest.dk)