



Årsrapport 2019

Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest

CVR nr. 24 20 41 54

Indhold

Foreningsoplysninger	3
Ledelsesberetning	4
Bestyrelsens tillidshverv	11
Ledelsespåtegning	12
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	13
Obligationer 1 KAB	16
Obligationer 2 KAB	20
Obligationer 3 KAB	24
Obligationer 1 Lejerbo	28
Obligationer 2 Lejerbo	32
Obligationer 3 Lejerbo	36
Obligationer 4 Lejerbo	40
Fælles noter	44
Anvendt regnskabspraksis	45
Væsentlige aftaler	47
Omkostningssatser	47

Ordinær generalforsamling afholdes i SEB Huset:

den 2. april 2020

For yderligere information kontakt venligst:

Peter Kock
Direktør
peter.kock@seb.dk

Carsten Lerche Villadsen
Regnskabsansvarlig
Carsten.lerche.villadsen@seb.dk

Kapitalforeningens årsrapport er tillige tilgængelig på seb.dk/sebinvest

Yderligere eksemplarer af årsrapporten samt afdelingernes beholdningsoversigter kan rekvireres ved henvendelse til Foreningen på tlf. 33 28 28 28 eller på e-mail: ifssebinvest@seb.dk.

Foreningsoplysninger

Navn og hjemsted

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

Depotselskab

Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska
Enskilda Banken AB (publ.), Sverige (herefter forkortet 'SEB DK')
Bernstorffsgade 50
1577 København V
CVR nr. 65 15 91 17

Bestyrelse

Carsten Wiggers
Morten Amtrup
Britta Fladeland Iversen
Annette Larsen

Revision

PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
Strandvejen 44
2900 Hellerup

Forvaltningsselskab

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

Direktion:
Peter Kock

Tabel 1 - Afdelingerne i Kapitalforeningen KAB / Lejerbo

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

Ledelsesberetning

Kapitalforeningen KAB Lejerbo – kort fortalt

Foreningen er en kapitalforening jf. Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. Foreningen blev stiftet den 1. oktober 1999.

Foreningen består ultimo 2019 af følgende syv afdelinger:

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

Afdelingerne, der alle er kontoførende og akkumulerende, henvender sig til KAB og de af KAB administrerede boligafdelinger/organisationer, samt Lejerbo og de af Lejerbo administrerede boligafdelinger/organisationer eller andre af KAB, Lejerbo og foreningens bestyrelse accepterede boligafdelinger/organisationer.

Foreningen ejes af medlemmerne. Foreningen har ingen ansatte, men har i stedet indgået en administrationsaftale med Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, som står for den daglige drift af Foreningen. Foreningens afdelinger ejer 0,01 % af aktierne i Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S.

Foreningen ledes af bestyrelsen samt direktionen for IFS SEBinvest A/S, der forestår den daglige administration af Foreningen.

Markedsudvikling

Indledningsvist skal nævnes, at følgende beretning om markedsudviklingen ikke relaterer sig direkte til afdelingerne under Foreningen, der alle er obligationsbaseret, men det er alligevel væsentligt at have den generelle betragtning af markederne for øje, da disse markeders bevægelse indirekte vil have indflydelse på afdelingerne.

De finansielle markeder var i 2019 præget af en række helt ekstraordinære forhold, som gav anledning til usædvanligt høje afkast på aktier. Globale aktier, målt på MSCI All Country World, steg således 29,1 pct. (i DKK) i et år, hvor global økonomi havde store problemer. Da IMF offentliggjorde World Economic Outlook i oktober, indeholdt den femte vækstnedjustering i træk, og fonden talte om en "synkron afmatning" i global økonomi. Ikke desto mindre blev det et jubelår for globale aktieinvestorer.

Stigningerne i starten af året var mest af alt en konsekvens af den lidt uforklarlige nedtur i slutningen af 2018. Men stigningerne kom på trods af en kontinuerlig forværring af de makroøkonomiske nøgletal, og på trods af nulvækst i virksomhedernes indtjening. Forværringen af de makroøkonomiske nøgletal var først og fremmest knyttet til handelskrigen mellem USA og Kina og udmøntede sig i svage/faldende aktivitetsindikatorer for global fremstillingsvirksomhed samt international handel. Desuden betød den eleverede usikkerhed, at amerikanske virksomheders investeringer faldt. Efter en lille nedtur på markederne gennem maj måned, fik aktierne ny medvind. Denne gang kom hjælpen fra den amerikanske centralbank, Federal Reserve (FED). FED havde i slutningen af 2018 meddelt, at man var færdig med at hæve renten i denne omgang. Og fra august til okto-

ber sænkede man renten ad tre omgange. I starten af august havde aktiemarkedene det svært, da man så en betydelig optrapning af handels- og teknologikonflikten mellem USA og Kina. Men en mere positiv udvikling på denne front, samt de pengepolitiske lempelser, sikrede et gyldent fjerde kvartal på aktiemarkedene. Udviklingen i Europa spillede 2. violin for de globale aktiemarkeder i 2019. I Tyskland led økonomien, og særligt fremstillingssektoren, under handelskrigen og de specielle udfordringer for bilindustrien. Til gengæld undgik man det chok, et hårdt Brexit kunne have forårsaget. I stedet vandt Boris Johnson en sikker sejr ved parlamentsvalget i december.

USA

Amerikansk økonomi har gennem hele året været negativt påvirket af handels- og teknologikrigen med Kina. Konsekvenserne heraf har kunnet spores i en negativ udvikling i fremstillingsvirksomheden, handelsbalancen samt i de private investeringer. Sidstnævnte er oven i købet sket på trods af et stærkt boligmarked.

Der har gennem årets sidste måneder været positive udmeldinger omkring en forestående handelsaftale med Kina. Og den 13. december meddelte præsident Trump, at en sådan er indgået. Aftalen indebærer, at USA undlader at implementere tidligere annoncerede afgifter fra 15. december. Desuden halveres afgifterne på de varer for 120 milliarder dollars, som blev søsat medio september. Man har derimod ikke ændret på tidligere afgiftsforhøjelser for 250 milliarder dollars. Aftalen giver lidt ro, om end de samlede afgifter fortsat er betydeligt højere end året forinden. I det kommende år vil de finansielle markeder rette fokus på, om begge parter overholder aftalen, samt på den fortsatte teknologikrig.

Når verdens største økonomi har været i stand til at levere en økonomisk vækst på cirka 2,3 pct. i 2019, skyldes det først og fremmest et stærkt privatforbrug og i mindre grad et positivt bidrag fra en ekspansiv finanspolitik. De amerikanske husholdningers købekraft har været styrket af stigende beskæftigelse samt reallønsvækst. Købelysten, og dermed forbrugskvoten, har også holdt sig på et højt niveau gennem året på trods af en del mediesnak medio året om risikoen for en recession.

Kort før indgangen til 2019 hævdede FED renten for sidste gang i denne omgang. Og på de tre pengepolitiske møder fra august til oktober sænkede man renten på hvert møde. Dette var en konsekvens af svagere økonomisk vækst og den til stadighed svage kerneinflation. På årets sidste pengepolitiske møde var FED's Jerome Powell tydelig, da han erklærede, at der skal ske væsentlige ændringer i de økonomiske udsigter, før man igen vil ændre på renten.

Europa

Den økonomiske vækst i Eurozonen og Storbritannien har skuffet gennem det meste af 2019. I Eurozonen har man ikke mindst set kontinuerlige nedjusteringer af vækstforventningerne i Tyskland og Italien, mens nedjusteringen i Storbritannien har været mere behersket.

Tysk økonomi har siden 3. kvartal i 2018 bevæget sig på randen af recession. Og mens markedet i starten af året forventede en økonomisk vækst for 2019 på 1,6 pct., er vækstforventningerne sidenhen nedjusteret til 0,2 pct. Det er først og fremmest den tyske fremstillingssektor, og i særlig grad bilsektoren, som har været udfordret. I forvejen kæmpede sektoren med den såkaldte Diesel-skandale

Ledelsesberetning

samt usikkerheden fra handelskrigen. Præsident Trump meddelte dog, at han endnu engang udskyder beslutningen om afgiftsforhøjelser på biler og reservedele. Imens må sektoren kæmpe med vige efterspørgsel fra Kina, samtidig med at man må tage store langsigtede beslutninger om fremtidig produktion af elbiler. Trods den betydelige vækstafmatning undlod regeringen at gennemføre betydelige finanspolitiske lempelser.

I Frankrig har væksten været noget stærkere. Dels er den franske fremstillingssektor mindre eksponeret til global efterspørgsel end den tyske, og dels har man gennemført finanspolitiske stimuli. Sidstnævnte var en konsekvens af den betydelige utilfredshed, som gennem året blev stillet til skue via "gilets jaune"'s opsigtsvækkende demonstrationer.

Storbritannien har i varierende grad været påvirket af den usikkerhed, som har omgærdet Brexit. Det ser man først og fremmest via svage private investeringer samt lavere vækst i privatforbruget. Og selvom der nu er gået knap fire år siden David Cameron erklærede, at han ønskede en folkeafstemning om Storbritanniens tilhørsforhold til EU, så er der ved udgangen af 2019 endnu ingen afklaring. En jordskredssejr til de Konservative og Boris Johanson ved parlamentsvalget i december tyder dog på større klarhed omkring den faktiske udtræden ved udgangen af januar måned 2020. Men deadline for en mere kompleks, langsigtet aftale med EU er foreløbig sat til 31. december 2020, og en rimelig konklusion må derfor være, at mens risikoen for et Brexit uden nogen aftale er reduceret, er den stadig ikke elimineret!

Pengepolitikken er fortsat lempelig i Eurozonen. Mens Mario Draghi på mødet i september indikerede, at man ikke ønsker at sænke renten yderligere, har man genoptaget obligationsopkøbene. Væksten er fortsat svag, og kerneinflationen ligger markant under centralbankens prisstabilitetsmålsætning. Men ECB's nye chef, Christine Lagarde, mangler fortsat at kommunikere til markedet, hvad man vil gøre i tilfælde af et negativt chok til økonomien. Til gengæld skorter det ikke på opfordringer fra ECB til medlemslandenes regeringer om finanspolitiske stimuli og økonomiske reformer. Men her er det kun Tyskland, som har mulighed for at gøre noget, der kan mærkes.

Kina

Foreløbige estimater peger på, at den økonomiske vækst i Kina faldt

fra 6,6 pct. i 2018 til 6,1 pct. i 2019. Vækstafmatningen skyldes dels en fortsættelse af den strukturelle afmatning relateret til stadig svagere produktivitet og den demografiske modvind samt handels- og teknologikonflikten med USA. Faldende producentpriser har desuden reduceret profitabiliteten i industrien, hvilket også påvirker de private investeringer negativt. Trods tydelig afmatning i såvel industriproduktionen som i detailhandlen har centralstyret været tilbageholdende med økonomiske stimuli. Dette skyldes formentlig den lærestreg, man fik i kølvandet på de stimuli, man implementerede under finanskrisen.

Japan

Den økonomiske vækst i Japan har været lidt stærkere end ventet i 2019. Den 1. oktober hævdede man for tredje gang i nyere tid momsen. Men foreløbig ser det ikke ud til, at privatforbrugsvæksten tager samme store dyk som det var tilfældet ved momsforhøjelserne i 2014 og i 1997.

Emerging Markets

Mens nogle EM-lande har haft betydelige landespecifikke udfordringer i det seneste år, og afmatningen i international handel har ramt disse eksporttunge økonomier i varierende grad, har der også været lyspunkter. Ikke mindst har mange af de større økonomier fået inflationen under kontrol, og en kraftig styrkelse af den amerikanske dollar er udeblevet. At der ikke er udsigt til isolerede amerikanske renteforhøjelser, og dermed dollarstyrkelse, er positivt nyt for EM-landene under et.

Danmark

Det danske marked nød også godt af den øgede risikovillighed og sluttede året med et positivt afkast på 26,7% (målt ved OMXCAP Capped), som er det bedste år siden 2015. Stigningen var bredt funderet i både defensive aktier, som Ørsted og Carlsberg, der særligt drev markedet op i første halvår, og senere cykliske aktier som DSV, Vestas og Mærsk, der buldrede frem i årets sidste måneder.

På obligationssiden er der fortsat betydelig udenlandsk interesse for dansk realkredit, og hver femte danske realkreditobligation er ejet af en udlænding. Niveauet er således nogenlunde uændret i forhold til året før til trods for, at rentefaldet i 2019 gav anledning til en historisk konverteringsbølge.

Forventninger til 2020

En stribe økonomiske indikatorer peger på, at den globale økonomi

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

Afdelinger	Referenceindeks	Afdelingens afkast (%)		Benchmarkets afkast (%)	
		2019	2018	2019	2018
Obligationer 1 KAB	Sammensat	1,98	0,65	1,01	0,82
Obligationer 2 KAB	Sammensat	1,15	1,46	1,01	0,82
Obligationer 3 KAB	Sammensat	1,89	0,96	1,01	0,82
Obligationer 1 Lejerbo	Sammensat	0,58	0,42	0,32	0,24
Obligationer 2 Lejerbo	Sammensat	0,27	0,57	0,32	0,24
Obligationer 3 Lejerbo	Sammensat	0,64	0,72	0,32	0,24
Obligationer 4 Lejerbo	Sammensat	0,12	0,97	0,32	0,24

Ledelsesberetning

er ved at stabilisere sig. Muligvis kan man oven i købet se et moderat opsving i starten af året drevet af mere ro på handelsfronten. Virksomhedernes indtjening vil dog fortsat være under pres på grund af stigende omkostningspres 10 år inde i det økonomiske opsving. Det helt usædvanlige aktieår 2019 forventer vi ikke gentager sig. Den manglende indtjeningsvækst betyder, at aktier forekommer dyre vurderet i forhold til tidspunktet i højkonjunkturen. Eksempelvis handles amerikanske industriaktier på de højeste P/E-multiple siden 2005. Desuden vil markedet fortsat være under påvirkning af betydelig politisk usikkerhed, ikke mindst relateret til teknologikrigen mellem USA og Kina samt det amerikanske præsidentvalg til november. Endelig kan vi ikke forvente samme hjælp fra centralbankerne som i 2019.

Derfor er der for 2020 udsigt til væsentligt mere moderate afkast på aktier, end tilfældet var det i 2019. I fraværet af væsentlig uro på aktie- og kreditmarkederne forventer vi desuden uændrede til moderat stigende obligationsrenter.

Lige op til regnskabs godkendelse er det også væsentlig at notere den markedsudvikling, der har været siden midt februar 2020, hvor COVID-19 har sat en stopper for den økonomiske udvikling i de geografiske områder, hvor virusset har særligt fat. Hvis COVID-19 ikke bliver inddæmmet i tilstrækkelig grad, vil virusset givetvis have stor negativ betydning på markedsudviklingen for 2020

Afkast og performance i afdelingerne

Alle afdelinger under Foreningen har for året givet positive afkast. De generelt faldende renter har været en positiv bidragsyder til det realiserede afkast i 2019, men de meget høje udtrækninger har trukket den anden vej, og årets afkast er derfor noget mere afdæmpet end de kraftigt faldende renter ellers kunne give anledning til.

Afdelingernes afkast kan ses i tabel 2. For en detaljeret gennemgang af afdelingernes afkast henvises til de enkelte afdelingsberetninger.

Formueudviklingen

Foreningens samlede formue er i 2019 steget med 1.522 mio.kr. fra 5.636 mio.kr. ultimo 2018 til 7.158 mio.kr. ultimo 2019. Den forøgede formue skyldes, udover markedsudviklingen, i høj grad stort inflow i tre af Foreningens afdelinger.

Omkostningsudviklingen

Bestyrelsen er meget opmærksom på omkostningsniveauet i de enkelte afdelinger, fordi omkostninger alt andet lige fragår i det afkast, som investorerne opnår. Generelt ligger omkostningsniveauet i denne forening på et lavt niveau set i forhold til sammenlignelige afdelinger i andre foreninger.

Under tabel 4 i Fælles noter sidst i årsrapporten er vist en oversigt over Foreningens samlede administrationsomkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn.

De pr. 31. december 2019 gældende omkostningssatser pr. afdeling fremgår af tabel 5 med væsentlige aftaler. Omkostningssatserne har været gældende for hele året 2019.

Bestyrelses- og ledelsesforhold

Foreningens bestyrelse bestod pr. 31. december 2019 af fire personer, som alle er valgt af Foreningens medlemmer (investorerne) på

den årlige generalforsamling. To af disse personer sidder ligeledes i bestyrelsen for Foreningens forvaltningsselskab, Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S, der varetager den daglige administration, idet Foreningen ikke selv har en direktion eller andre ansatte.

Bestyrelsens sammensætning og tillidserhverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

Bestyrelsen er for 2019 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i Foreningen med 75.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår af Fælles Noter under tabel 4. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet.

Nævneværdige begivenheder og tilpasninger i 2019

Det er naturligt, at der over et regnskabsår sker forskellige nye tiltag for at sikre, at Foreningen har det bedst mulige udbud af afdelinger, samt at de enkelte afdelinger løbende bliver tilpasset, således at de altid er optimeret efter tidens forhold. Der har for regnskabsåret ikke været nævneværdige begivenheder eller tilpasninger.

Samfundsansvar

Foreningen samarbejder gennem Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S med SEB-koncernen ("SEB") på området for ansvarlige investeringer (SRI). Hensigten med samarbejdet og de udarbejdede politikker er bl.a. at følge FN's generelle principper for ansvarlige investeringer (PRI=Principles for Responsible Investments). Derved sikres, så vidt muligt, at de virksomheder, som Foreningen investerer i, følger internationale retningslinjer og principper.

SEB samarbejder blandt andet med ISS-Ethix på området for ansvarlige investeringer. Med udgangspunkt i internationale konventioner screenes Foreningens porteføljer af ISS-Ethix, som er en ledende international specialist på området for ansvarlige investeringer eller såkaldt ESG (Environmental, Social and Governance").

Foreningen modtager via samarbejdet med SEB lister over selskaber, som ikke opfylder nedennævnte internationale konventioner for så vidt angår arbejdsmarkedsrettigheder, miljø- og klimaforhold, menneskerettigheder og korrupsion m.v.:

- UN Global Compact
- OECD Guidelines for Multinational Enterprises
- Human rights conventions
- Environmental conventions
- Weapon-related conventions

Klyngebomber, landminer og atomvåben

På baggrund af listerne fra ISS-Ethix er det besluttet ikke at investere i en række selskaber, som producerer klyngebomber og landminer samt nyudvikling af atomvåben. Disse selskaber opføres på en eksklusionsliste.

Normbrydere

De øvrige selskaber, som ifølge ISS-Ethix/SEB ikke opfylder én eller flere af konventionerne ovenfor, optages på en intern observationsliste. Disse selskaber kaldes normbrydere. ISS-Ethix/SEB søger

Ledelsesberetning

dialog med disse selskaber med henblik på at afdække forholdene, herunder viljen til at bringe de konkrete problematiske forhold til ophør. Hvis der ikke opnås tilfredsstillende resultater af dialogen, kan selskaberne i yderste konsekvens ekskluderes. Ved årets afslutning er der ekskluderet 49 selskaber på grund af normbrud og en manglende vilje til dialog og/eller ændring af forhold, hvilket er en forøgelse i forhold til sidste år, hvor der var ekskluderet 32 selskaber relateret til normbrud.

Eksklusion af selskaber med aktiviteter inden for udvinding af kul

Som en integreret del af ovenstående samarbejde med SEB bliver selskaber med væsentlig aktivitet inden for udvinding af kul ekskluderet fra Foreningens porteføljer. De berørte selskaber vil fremgå af den ovenfor nævnte eksklusionsliste.

Kriteriet for eksklusion har hidtil været, at der finder eksklusion sted, hvis mere end 20 % af et selskabs omsætning kommer fra kulproduktion/udvinding af kul (minedrift). Denne grænse blev nedsat til 5% i december 2019 og vil blive implementeret i porteføljerne senest inden udgangen af første kvartal 2020.

Baggrunden for denne beslutning er, at Foreningen/SEB anerkender vigtigheden af at skabe en kulstoffattig økonomi og anser de globale klimaforandringer som en af nutidens mest alvorlige udfordringer. Overordnet er beslutningen en del af SEB's globale etiske politik.

Statsobligationer

Foreningen har ligeledes en ansvarlig politik for statsobligationer. Politikken er baseret på ISS-Ethix "Norm-Based Screening for Countries". På baggrund af denne "screening" ekskluderes udstedelser fra lande, som er underlagt multilaterale internationale sanktioner, lande som ikke kan eller vil leve op til, eller beskytte basale menneskerettigheder. Udelukkelsen vil dog først ske efter en behørig undersøgelse af og hensyntagen til eventuelle positive tiltag og udvikling i landets SRI forhold. Det vil sige, at lande, hvor det vurderes, at der er en begyndende eller igangværende positiv udvikling, ikke vil blive ekskluderet. Denne vurdering foretages af SEB.

Nyt tiltag i løbet af 2019 – eksklusion af tobak

Den finansielles sektors stillingstagen til samfundsansvar har gennem de senest år været under stor udvikling, og de enkelte aktører vurderer hele tiden nye tiltag, hvilket ikke er en simpel øvelse, da sagerne meget sjældent er sort/hvide, men det er en vigtig øvelse for at kunne følge udviklingen og påtage sig et samfundsansvar.

Et af SEB's seneste tiltag er en beslutning om at ekskludere tobak fra investeringsuniverset. Det betyder, at eksklusionslisten fra december 2019 er udvidet med tobaksproducenter. Ydermere vil selskaber, der distribuerer/sælger tobak blive ekskluderet, hvis andelen af tobak udgør mere end 5% af selskabets samlede omsætning.

Samtidig er det valgt at ekskludere selskaber, hvis omsætning stammer fra produktion af cannabis til ikke-medicinsk brug.

Handling og resultat

Som nævnt er Foreningens politik at søge dialog med selskaber, der har overtrådt en eller flere konventioner. Dialogen gennemføres ikke af Foreningen, men af SEB eller en af SEB's samarbejdspartnere. Foreningen oplyser gerne størrelsen af ejerandele i et givent selskab, hvis det bliver efterspurgt i relation til en dialog. I de tilfælde, hvor SEB vurderer, at dialogen ikke vil føre til ændret adfærd hos det pågældende selskab, vil Foreningens politik blive gennemført ved at målrette eksklusion af selskabet mod alle selskabets børsnoterede aktiviteter. Det vil sige, at Foreningens politik er målrettet både aktier og obligationer udstedt af selskaber. Dermed vil et selskab, der er anført på eksklusionslisten, blive ekskluderet for så vidt angår både selskabets udstedte aktier, uafhængigt af børsnoteringssted, samt selskabets udstedte obligationer, igen uafhængigt af børsnoteringssted. Ydermere ekskluderes også datterselskaber relateret til det ekskluderede selskab i videst mulige omfang, hvis datterselskabet er beskæftiget inden for samme forretningsområde, som har initieret selskabets eksklusion.

Af skemaet nedenfor fremgår, hvor mange selskaber, der er ekskluderet inden for de enkelte rapporteringsområder. Ligeledes fremgår også, hvor mange lande, der er ekskluderet i forbindelse med deres udstedelse af statsobligationer.

Rapporteringsområde	Aktier og obligationer udstedt af selskaber	Statsobligationer udstedt af lande
Menneskerettigheder	12 selskaber	
Arbejdstagerrettigheder	17 selskaber	
Klima / Miljø	15 selskaber	
Anti-korruption	5 selskaber	
Udvinding af kul (5 %)	60 selskaber	
Tobak produktion (0 %) -distribution (5 %)	31 selskaber	
Kontroversielle- og atomvåben	28 selskaber	
I alt ekskluderet	204 selskaber	17 lande

Ledelsesberetning

Risici ved Foreningens politik for samfundsansvar

Foreningen tilstræber at leve op til sit samfundsansvar og samtidig have en politik, der bedst muligt kan efterleves på dette meget svære område, hvor der let kan opstå situationer og gråzoner, som udadtil kan få det til at se ud som om Foreningen ikke efterlever sin politik.

Eksempelvis kan en sammenligning af Foreningens eksekvering af sin politik med andre lignende foreninger virke mere eller mindre restriktiv. Det skyldes, at der er utallige måder at gennemføre en politik for samfundsansvar på, og derfor kan Foreningen godt have ekskluderet et selskab, som ikke er ekskluderet i anden forening eller omvendt. Det er i den henseende væsentligt at bemærke, at arbejdet med samfundsansvar ikke har et facit, og derfor er der ingen metoder, som er mere rigtige eller forkerte end andre.

Ydermere er Foreningen i særlig grad afhængig af, at Foreningens valgte udbyder af stamdata har fuldt opdaterede registreringer omkring selskabsforhold. Hvis registreringer om selskabsforhold i enkelte tilfælde ikke er opdateret, vil et datterselskab af et ekskluderet selskab kunne slippe gennem nåleøjet, hvis registreringerne hos Foreningens valgte udbyder af stamdata ikke har fuldt opdaterede registreringer om selskabets erhvervelse eller afhændelse af datterselskaber.

Foreningen er tillige afhængig af leveringerne fra SEB og SEB's konstante opfølgning på politikken. Eksempelvis kan der opstå en situation, hvor et selskab ekskluderet af SEB har tilrettet sin forretning for at genopfylde kravene til en gældende konvention, men at dette ikke registreres tids nok af SEB, hvorfor selskabet er ekskluderet i længere tid end hvad der egentlig var berettiget. Ligeledes er der generelt også en afhængighed af kvaliteten af de data, som Foreningen modtager fra SEB, da Foreningens eksklusioner foretages ud fra datalister modtaget fra SEB.

Afslutningsvis skal nævnes, at Foreningens screening af selskaber kun sker for selskaber, der indgår i et af de store aktieindeks. Dette gøres dels for at begrænse omkostningerne, men også for at ramme de selskaber, hvor en ændring af adfærd vil have stor betydning. Omvendt betyder det også, at et selskab med en lille markedskapital kan bryde konventioner, uden at det fanges af Foreningens politik.

Undtagelse - Indirekte investering

Foreningens forvalter har besluttet at undtage afdelingernes indirekte investeringer fra den overordnede SRI-politik. Indirekte investeringer dækker over en afdelingsinvestering i eksempelvis ETF'ere, hvor det enten ikke er muligt eller vil blive for omkostningstungt at identificere, om afdelingerne via deres indirekte investeringer har opnået eksponering til selskaber, som er medtaget på eksklusionslisten.

Der er i dag ingen af Foreningens afdelinger, der har indirekte investeringer.

Risici samt risikostyring

Som investor i Foreningen får man en løbende pleje af sin investering. 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 afdeling(er). 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, fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

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 anbefales, at en investor forud for en investering fastlægger sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko investor ønsker at påtage sig med sin investering, og hvor lang tidshorisont for investeringen er. Ønsker investor f.eks. en meget stabil udvikling i sine investeringsbeviser, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 5 til 7 på risikoindekatoren, jf. tabellen nedenfor). Hvis man investerer over en kortere tidshorisont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer sjældent velegnede.

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko		Middel risiko			Høj risiko	

I beretningen for den enkelte afdeling fremgår dens risikoklassifikation målt ved risikoindekatoren 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.

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

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Det skal erindres, at graden af risiko på markederne er den helt centrale drivkraft bag de afkast, som afdelingerne skaber. Risiko er med andre ord uløseligt forbundet med afkast.

Markedsrisikoen håndterer Foreningen inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, afdelingerne investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler, investeringspolitikker og instrukser fra Foreningens bestyrelse om investering, interne kontroller, lovgivningens krav om

Ledelsesberetning

risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede afdelinger er baseret på forventninger til fremtiden. Porteføljerådgiveren forsøger at danne sig et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger anbefaler porteføljerådgiveren køb af de aktier og/eller obligationer, der vurderes at have det bedste afkastpotentiale, samt afhændelse af dem, hvor potentialet vurderes at være mindst. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har Foreningen for langt de fleste afdelinger udvalgt et benchmark, jf. i øvrigt det tidligere afsnit om "Brug af benchmark". Et benchmark er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Det vurderes, at de respektive indeksi er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at vurdere afdelingens reelle resultater. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Bemærk, at afkastet i benchmark ikke tager højde for omkostninger. Afdelinger, for hvilke der ikke findes et velegnet indeks, har intet benchmark.

Målet med afdelinger, som følger en aktiv investeringsstrategi er at opnå et afkast, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. Når investeringsstrategien er aktiv, forsøger porteføljerådgiveren at finde de bedste investeringer, der forventes at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark. Om en porteføljerådgiver er god til at slå sit benchmark, ses bedst over en længere årrække.

Når investeringsstrategien er passiv - også kaldet indeksbaseret - betyder det, at investeringerne er sammensat, således at de følger det valgte indeks tæt. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet for en passiv afdeling vil dog typisk være lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afdelingens afkast, og at det valgte indeks ikke tager hensyn til omkostninger.

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

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til disses gældende Investorinformation, der kan downloades på sebinvest.dk ved valg af "Øvrige Foreninger".

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 fastlagt processer for ledelsesinformation, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

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

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

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, overvåger bestyrelsen 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.

Generelle risikofaktorer

Investorer skal være opmærksomme på, at investering i investeringsbeviser er behæftet med risici, som kan medføre tab. Investorer skal desuden være opmærksomme på, at historiske afkast ikke kan anvendes som indikator for fremtidige afkast.

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

Enkeltlande

Investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, medfører 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.

Lån

Foreningen har i henhold til vedtægterne og på vegne af afdelingerne fået Finanstilsynets tilladelse til at optage kortfristede lån, bortset fra lån til et investeringsformål. Samlet set må lånene ikke overstige 10 % af afdelingens formue. Der vil således ikke blive benyttet fremmedfinansiering til andre former for investering, og bestyrelsen har derfor ikke fastsat yderligere rammer for fremmedfinansiering.

Værdiansættelse

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

Den indre værdi af Foreningens beviser kan på den baggrund fastsættes med relativ stor nøjagtighed, da langt størsteparten af de underliggende papirer er noterede og likvide instrumenter. I perio-

der, hvor omsætningen på fondsbørserne verden over er lav, og hvor mange finansielle instrumenter derfor ikke handles dagligt, kan der opstå usikkerhed ved indregning og måling af indre værdi.

For illikvide papirer kan det i sagens natur være svært at værdiansætte papirerne på daglige basis. I sådanne situationer kan der eksempelvis tages priser fra andre børser, hvis papiret er noteret på flere børser, eller der kan abonneres på beregnede priser, hvis der er tale om obligationer, eller der kan anvendes alternative priskilder fra eksempelvis markedet maker på danske obligationer.

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 renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

Renterisiko

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

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, Emerging Markets obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet udtrykker den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Kommunikationspolitik

Medlemmernes adgang til information sikres først og fremmest via hjemmesiden, sebinvest.dk, under "Øvrige foreninger", hvor relevante oplysninger om Foreningens afdelinger findes.

Medlemmer og andre interesserede kan henvende sig til adm. direktør Peter Kock med spørgsmål om Foreningens forretningsområde.

Efterfølgende begivenheder

Der er efter balancedagen ikke indtruffet hændelser, som vurderes at have væsentlig indflydelse på bedømmelsen af årsrapporten for 2019.

Tabel 3 - ÅOP (Årlig Omkostning i Procent) samt indirekte handelsomkostninger

Afdelinger	Realiseret 2019	indirekte handelsomkostninger	Realiseret 2018
Obligationer KAB 1	0,11	0,05	0,11
Obligationer KAB 2	0,10	0,07	0,10
Obligationer KAB 3	0,10	0,06	0,11
Obligationer Lejerbo 1	0,11	0,04	0,11
Obligationer Lejerbo 2	0,12	0,04	0,12
Obligationer Lejerbo 3	0,11	0,09	0,12
Obligationer Lejerbo 4	0,11	0,06	0,12

Bestyrelsens tillidshverv

Carsten Wiggers, formand

Direktør, cand. polit., født 1955

I bestyrelsen for Foreningen siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEBinvest (F)
Investeringsforeningen Wealth Invest (F)
Kapitalforeningen SEBinvest II (F)
Kapitalforeningen SEB Kontoførende (F)
Kapitalforeningen Wealth Invest (F)
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S (F)
Core Bolig IV Investoraktieselskab Nr. 1-5
Core Bolig IV Investorkommanditaktieselskab Nr. 6
Core Bolig IV Kommanditaktieselskab

Britta Fladeland Iversen

Direktør, født 1953

I bestyrelsen for Foreningen siden 2014.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEBinvest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
UBS Bolig A/S
Core Advice A/S

Morten Amtrup

Direktør, cand. oecon., født 1963

I bestyrelsen for Foreningen siden 2012.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEBinvest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S
Ejendomsselskabet Hellebro A/S

Annette Larsen

Direktør, født 1968.

I bestyrelsen for Foreningen siden 2018.

Bestyrelsesmedlem i:

Investeringsforeningen SEBinvest
Investeringsforeningen Wealth Invest
Kapitalforeningen SEBinvest II
Kapitalforeningen SEB Kontoførende
Kapitalforeningen Wealth Invest
Fondsmæglerforeningen
Fundamental Fondsmæglerselskab A/S (F)
Kokkedal Golfklub
KINRADEN Aps

Ledelsespåtegning

Til investorerne i Kapitalforeningen KAB/ Lejerbo Invest

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten 2019 for Kapitalforeningen KAB / Lejerbo Invest og erklærer hermed:

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 4. marts 2020

Bestyrelsen

Carsten Wiggers
Bestyrelsesformand

Morten Amtrup
Bestyrelsesmedlem

Britta Fladeland Iversen
Bestyrelsesmedlem

Annette Larsen
Bestyrelsesmedlem

Direktionen
Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S

Peter Kock
Direktør

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Kapitalforeningen KAB/ Lejerbo Invest

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2019 i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger mv.

Hvad har vi revideret

Kapitalforeningen KAB/Lejerbo Invest's årsregnskaber for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2019 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit Revisors ansvar for revisionen af regnskabet.

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

Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger.

Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

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

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om forvaltere af alternative investeringsfonde mv.

med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for regnskabet

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

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

Revisors ansvar for revisionen af regnskabet

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

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

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

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

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

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

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

Hellerup, den 4. marts 2020

PricewaterhouseCoopers

PricewaterhouseCoopers

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 3377 1231

Jesper Edelbo
statsautoriseret revisor
mne-nr 10901

Henrik Hornbæk
statsautoriseret revisor
mne-nr 32802

Obligationer 1 KAB

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

Afdeling	Obligationer 1 KAB	Primær rådgiver	Danske Capital, division af Danske Bank A/S
Startdato ¹⁾	27. december 2005	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,49 år.

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

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudviklingen i 2019

Den amerikanske (Fed) og europæiske centralbanks (ECB) pengepolitiske kovending førte til kraftige rentefald i løbet af det første halve år, hvilke medvirkede til et væld af nye spektakulære renterorkorder. Eksempelvis nåede den 10-årige danske statsobligation en ny bundrekord på -0,72 pct. i rente, hvilket også var medvirkende til, at der blev konverteret lån for over 500 mia. kr., svarende til over halvdelen af de danske konverterbare obligationer. De lave renter gav os også det første fastforrentet konverterbare lån med en negativ kuponrente. Rentefaldet udtømte realkreditmarkedet for renterisiko, og gav stor efterspørgsel efter de få lange realkreditobligationer, der løbende blev udstedt fra realkreditinstitutterne. Dette gav nogle ekstra skvulp i markedet, og pressede prisen højt op på lavkupon konverterbare obligationer i perioder, for så efterfølgende at falde hurtigt tilbage når markedet havde tilpasset sig.

Aktiviteten på porteføljen har derfor været stor, da porteføljens negative konveksitet fra de konverterbare realkreditobligationer, har krævet flere omlægninger med henblik på at fastholde niveauet for porteføljens renterisiko.

Afkast i 2019

Afdelingen gav i 2019 et afkast til investorerne på 1,98 pct., mens sammenligningsindekset (der ikke tager højde for omkostninger) gav 1,01 pct. Afkastet for afdelingen ligger højere end vores forventning ved indgangen til året og er primært forårsaget af faldende renter igennem året.

Afkastet for 2019 resulterede i en overperformance på 0,97 %-point opretholdt op imod sammenligningsindekset. De store konverteringer har øget porteføljens genplaceringsbehov ved hver termin og allokeringen til højtforrentede konverterbare obligationer har påvirket porteføljens absolutte og relative afkast negativt. Omvendt har allokeringen til lavtforrentede realkreditobligationer og danske statsindeksobligationer påvirket porteføljens afkast positivt og specielt sidstnævnte papir er en af årets højdespringere i det danske obligationsmarked med et afkast på over 7%.

Forventninger 2020

Det er vores forventning, at danske stats- og realkreditrenter vil ligge forholdsvist stabilt henover 2020. ECB ser ud til at være meget opmærksomme på den såkaldte "reversal rate", som er det teoretiske renteniveau, hvor yderligere rentenedsættelser vil virke opstrammende på økonomien, blandt andet pga. negative effekter på banksektoren fra negative renter.

På den anden side er de langt fra deres inflationsmålsætning, og markedet forventer ikke, at de når den i løbet af de næste 10 år. Dermed er ECB fanget, hvor de hverken ser ud til at kunne sætte renten op eller ned, og udsigterne til koordinerede finanspolitiske lempelser på tværs af euro-zonen, som ECB efterlyser ved enhver lejlighed, vurderes til at ligge langt ude i horisonten. Den nye direktør for ECB, Christine Lagarde, har lagt op til, at hele deres strategi og målsætning skal gennemgås og eventuelt opdateres, startende i januar og med forventet afslutning før udgangen af 2020. Selvom det ligger lidt ude i fremtiden, så kan en ændring i deres inflationsmålsætning rykke voldsomt ved markederne, såfremt det også fører til en ændring i pengepolitikken.

Dette er dog ikke vores hovedscenarie, men i stedet forventes der, at de stabile renter og udlandets fortsatte efterspørgsel efter danske realkreditobligationer vil være understøttende for afkastet i 2020. Konkret forventes der et afkast i omegnen af 0,25 pct for året. Dette skøn er dog behæftet med stor usikkerhed.

OBLIGATIONER I KAB

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	11.529	17.280
1 Renteudgifter	-48	-22
I alt renter og udbytter	11.481	17.258
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	3.690	-9.963
3 Handelsomkostninger	-9	-6
I alt kursgevinster og -tab	3.681	-9.969
I alt indtægter	15.162	7.289
4 Administrationsomk.	-866	-1.012
Resultat før skat	14.296	6.277
Skat	0	0
Årets nettoresultat	14.296	6.277
Årets nettoresultat foreslås overført til investorenes formue		

Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	1.211	773
Obligationer:		
7,5 Not. obl. fra danske udstedere	1.077.392	898.980
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	3.606	3.745
Mellemv. vedr. handelsafv.	83.822	28.502
I alt andre aktiver	87.428	32.247
Aktiver i alt	1.166.031	932.000
Passiver		
6 Investorenes formue	1.166.022	931.990
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	9	10
Passiver i alt	1.166.031	932.000

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-0,00	3,26	1,79	0,65	1,98
Benchmark afkast (pct.)	-0,48	3,00	1,72	0,82	1,01
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,87	114,48	116,53	117,28	119,60
Nettoresultat (t.DKK)	-1.942	29.422	20.452	6.277	14.296
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,19	0,13	0,07	0,15	0,20
Investorenes formue (t.DKK)	847.829	1.088.577	1.239.550	931.990	1.166.022
Antal andele, stk.	764.724.346	950.874.446	1.063.745.646	794.667.246	974.961.034
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,31	1,19	1,17	1,50	1,24
Standardafvigelse	2,22	1,87	1,75	1,46	1,50

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	11.529	17.280
Renteudgifter	-48	-22
I alt renteindtægter	11.481	17.258

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	3.690	-9.963
I alt fra obligationer	3.690	-9.963

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-9	-12
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	7
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-9	-6

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-75	0	-75	-82
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-470	0	-470	-554
Øvrige omkostninger	-1	-9	-10	-15
Fast administrationshonorar	-283	0	-283	-333
I alt adm.omkostninger	-846	-20	-866	-1.012

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

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

	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorenes formue

	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
--	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Investorenes formue primo	794.667.246	931.990	1.063.745.646	1.239.550
Emissioner i året	306.547.488	369.324	4.276.000	4.997
Indløsnings i året	-126.253.700	-149.844	-273.345.400	-318.989
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		256		155
Ovf. af periodens resultat		14.296		6.277
I alt investorenes formue	974.961.034	1.166.022	794.667.246	931.990

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

	31.12.2019
Realkreditobligationer	92,2
Statsobligationer	7,8
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 2 KAB

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

Afdeling	Obligationer 2 KAB	Primær rådgiver	SEB, København
Startdato ¹⁾	27. december 2005	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 4,44 år.

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

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudvikling 2019

I Europa var det både de korte og de lange renter, der steg i 4. kvartal. I USA faldt de korte (2-årige statsrenter) renter dog en smule, og de lange renter steg mindre end tilfældet var i Europa. Dog oplevede investorerne begge steder en øget stejl rentekurve.

I Europa er rentekurven (2-10) nu ikke længere helt flad, og investorerne betaler en mindre negativ rente på de længste statsobligationer set i forhold til de kortere obligationer.

At de 10-årige statsobligationer i Tyskland og Danmark fortsat ligger på et niveau omkring -0,25%, er dog fortsat ganske ekstremt og de pengepolitiske signaler har bidraget til rentestigningen, idet ECB godt nok fortsætter opkøb for EUR 20 mia. pr. måned, men rentesænkninger ligger ikke længere i kortene. De langsigtede inflationsforventninger i Europa er stadig klart under pris-stabilitetsmålet på "lige under 2%", hvilket logisk set medvirker til at holde renterne meget lave.

Danmarks Nationalbank intervererede i valutamarkedet i 4. kvartal som følge af en svækkelse af kronen. Det samlede interventionsomfang var dog kun DKK 5,7 mia. og dermed ikke tilstrækkeligt til at skabe forventning om en isoleret dansk renteforhøjelse. Den danske valutareserve er i løbet af kvartalet faldet med DKK 9,6 mia. Valutaresserven udgør ved udgangen af december DKK 435,4 mia.

Afkast 2019

Afdelingens afkast for året blev 1,15% mod et benchmark afkast på 1,01%, hvorved porteføljen har outperformat med 0,14 %-point.

De generelt faldende renter har været en positiv bidragsyder til det realiserede afkast i 2019, men de meget høje udtrækninger har trukket den anden vej, og årets afkast er derfor noget mere afdæmpet end de kraftigt faldende renter ellers kunne give anledning til. Det er således også især kurve-komponenten der har drevet afkastet i 2019.

Strategiens overvægt til udtrækningstruede konverterbare realkreditobligationer har isoleret set været en negativ bidragsyder til det relative afkast, hvilket forklarer hvorfor det relative afkast i 2019 er lavere end de foregående år.

Forventninger til 2020

Det er SEB Investment Managements vurdering, at danske konverterbare realkreditobligationer vil give et attraktivt afkast i 2020, specielt sammenlignet med statsobligationer.

Den fortsat store udenlandske efterspørgsel efter danske realkreditobligationer, der har stået på i nogle år, har tidligere bidraget til kraftige spændingsnævninger. Det forventes, at denne trend kan

fortsætte, da udlandet stadigvæk ser på danske realkreditobligationer som et attraktivt segment.

Ved uændrede renter og uændret OAS er det forventede afkast ca. 1,0% for 2020 for KAB's portefølje. Ved et rentefald/-stigning på 1%-point er det forventede afkast henholdsvis 2,7% og -5,4%. Denne følsomhedsanalyse er foretaget uden ændringer i andre parametre end rentestrukturen.

OBLIGATIONER 2 KAB

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	29.660	28.232
1 Renteudgifter	-111	-93
I alt renter og udbytter	29.549	28.139
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-13.190	-6.233
3 Handelsomkostninger	-8	-2
I alt kursgevinster og -tab	-13.198	-6.235
I alt indtægter		
	16.351	21.904
4 Administrationsomk.	-1.571	-1.287
Resultat før skat	14.780	20.617
Skat	0	0
Årets nettoresultat	14.780	20.617
Årets nettoresultat foreslås overført til investorerne formue		

Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	9.732	2.333
Obligationer:		
8,5 Not. obl. fra danske udstedere	1.772.532	1.520.850
Kapitalandele:		
6 Unot. kap.and. fra DK selsk.	3	3
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	7.618	8.978
Mellemv. vedr. handelsafv.	225.046	34.211
I alt andre aktiver	232.664	43.189
Aktiver i alt	2.014.931	1.566.375
Passiver		
7 Investorerne formue	1.900.181	1.566.365
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	9	10
Mellemv. vedr. handelsafv.	114.741	0
I alt anden gæld	114.750	10
Passiver i alt	2.014.931	1.566.375

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	0,03	3,44	3,05	1,46	1,15
Benchmark afkast (pct.)	-0,48	3,00	1,72	0,82	1,01
Indre værdi (DKK pr. andel)	111,03	114,85	118,35	120,08	121,46
Nettoresultat (t.DKK)	-1.316	31.217	35.997	20.617	14.780
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,74	0,43	0,41	0,09	0,29
Investorerne formue (t.DKK)	893.506	1.118.705	1.318.109	1.566.365	1.900.181
Antal andele, stk.	804.737.581	974.066.981	1.113.771.881	1.304.453.281	1.537.626.531
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,06	0,87	1,04	1,45	1,19
Standardafvigelse	2,78	2,31	2,12	1,75	1,80

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	29.660	28.232
Renteudgifter	-111	-93
I alt renteindtægter	29.549	28.139

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-13.190	-6.233
I alt fra obligationer	-13.190	-6.233

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-8	-6
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	4
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-8	-2

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-136	0	-136	-101
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-869	0	-869	-712
Øvrige omkostninger	-1	-15	-16	-18
Fast administrationshonorar	-522	0	-522	-428
I alt adm.omkostninger	-1.545	-26	-1.571	-1.287

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

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

	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
--	-------------------------	-------------------------

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Unoterede kapitalandele fra danske selskaber:

Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S	3	3
Aktieandel i Investeringsforvaltningssels. SEBinvest A/S (pct.)	0,0	0,0

Note 7: Investorenes formue

	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	1.304.453.281	1.566.365	1.113.771.881	1.318.109
Emissioner i året	394.965.800	483.616	248.722.800	295.597
Indløsninger i året	-135.023.600	-164.904	-58.041.400	-68.136
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		324		178
Ovf. af periodens resultat		14.780		20.617
I alt investorenes formue	1.564.395.481	1.900.181.304	1.304.453.281	1.566.365

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

	31.12.2019
Realkreditobligationer	100,0
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 3 KAB

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

Afdeling	Obligationer 3 KAB	Primær rådgiver	Nykredit Bank A/S
Startdato ¹⁾	1. november 2007	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende perspektiv.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 5 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 5 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 4,05 år.

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

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudvikling i 2019

Året startede ud i en pengepolitisk kovending, hvor den amerikanske og europæiske centralbank igangsatte kraftige rentefald i løbet af det første halve år. De kraftige rentefald bidrog til spektakulære renterekorder, hvor den 10-årige danske statsobligation fik ny bundrekord på -0,72 pct. i rente. De lave renter gav os også det første fastforrentet konverterbare lån med en negativ kuponrente. Rentefaldet udtømte realkreditmarkedet for renterisiko, og gav stor efterspørgsel efter de få lange realkreditobligationer, der løbende blev udstedt fra realkreditinstitutterne.

Udviklingen i 2019 har således været stærkt drevet af, at alle ledende centralbanker først og fremmest har fokuseret på at understøtte den økonomiske vækst ved at sænke renten. Dette har afledt til at aktiemarkederne har nået nye højder samtidig med, at obligationsmarkederne har klaret sig godt med hjælp fra de lavere centralbankrenter.

Af andre større temaer i 2019 var Handelskrigen mellem USA og Kina. Efter flere eskaleringer og brudte aftaler i løbet af året, blev der i oktober annonceret, at de to lande var tæt på en indledende aftale i handelskrigen. I december blev den såkaldte "Fase 1"-delaftale endelig annonceret og inkluderer, at USA vil halvere den eksisterende 15% told mod, at Kina vil købe flere landbrugsvarer fra USA.

Afkast i 2019

Afdelingen havde i 2019 et afkast på 1,89%, hvilket var en overperformance på 0,88 %-point, da benchmark havde et afkast på 1,01% i 2019. Overperformance anses for værende meget tilfredsstillende

Forventning til 2020

Handelskrigen og den britiske udtræden af EU, ser midlertidig ud til at have fået mere afklaring, samt at de ledende centralbanker har vist sig samarbejdsvillige til at bevare stabil økonomisk vækst, hvilke har mindsket risikoen for større geopolitiske risici. Det er derfor vores forventning, at danske stats- og realkreditrenter vil ligge forholdsvis stabilt henover 2020. ECB ser ud til at være meget opmærksomme på den såkaldte "reversal rate", som er det teoretiske renteniveau, hvor yderligere rentenedsættelser vil virke opstrammende på økonomien, blandt andet pga. negative effekter på banksektoren fra negative renter.

Det forventes at de stabile renter og udlandets fortsatte efterspørgsel efter danske realkreditobligationer vil være understøttende for afkastet i 2020. Konkret forventes der et afkast i omegnen af 0,25 pct for året. Dette skøn er dog behæftet med stor usikkerhed.

OBLIGATIONER 3 KAB

Resultatopgørelse				Balance		
Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK	
Renter og udbytter:			Aktiver			
1	Renteindtægter	19.568	18.932			
1	Renteudgifter	-54	-45			
	I alt renter og udbytter	19.514	18.887			
Kursgevinster og -tab:			Likvide midler:			
2	Obligationer	9.115	-4.465			
3	Handelsomkostninger	-14	-9			
	I alt kursgevinster og -tab	9.101	-4.474			
I alt indtægter			Obligationer:			
	28.615	14.413				
4	Administrationsomk.	-1.558	-1.293			
	Resultat før skat	27.057	13.120			
	Skat	0	0			
	Årets nettoresultat	27.057	13.120			
	Årets nettoresultat foreslås overført til investorenes formue					
			Aktiver i alt			
			2.094.187			
			1.578.109			
			Passiver			
6	Investorenes formue	1.915.081	1.552.300			
			Anden gæld:			
			Skyldige omkostninger			
			9			
			11			
			Mellemv. vedr. handelsafv.			
			179.097			
			25.798			
			I alt anden gæld			
			179.106			
			25.809			
			Passiver i alt			
			2.094.187			
			1.578.109			

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-0,13	4,14	2,63	0,96	1,89
Benchmark afkast (pct.)	-0,48	3,00	1,72	0,82	1,01
Indre værdi (DKK pr. andel)	113,28	117,97	121,08	122,23	124,55
Nettoresultat (t.DKK)	-5.396	40.690	31.108	13.120	27.057
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,45	0,57	0,66	0,44	0,28
Investorenes formue (t.DKK)	951.328	1.115.475	1.317.491	1.552.300	1.915.081
Antal andele, stk.	839.808.431	945.572.031	1.088.145.831	1.269.945.531	15.376.265
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,27	1,15	1,21	1,49	1,25
Standardafvigelse	2,61	2,19	2,02	1,76	1,77

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	19.568	18.932
Renteudgifter	-54	-45
I alt renteindtægter	19.514	18.887

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	9.115	-4.465
I alt fra obligationer	9.115	-4.465

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-14	-12
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	3
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-14	-9

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-132	0	-132	-110
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-864	0	-864	-710
Øvrige omkostninger	-1	-14	-15	-18
Fast administrationshonorar	-519	0	-519	-427
I alt adm.omkostninger	-1.533	-25	-1.558	-1.293

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorerens formue	2019		2018	
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Investorerens formue primo	1.269.945.531	1.552.300.088.145.831	1.317.491
Emissioner i året	389.549.100	488.012	239.052.000
Indløsninger i året	-121.868.100	-152.608	-57.252.300
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		320	176
Ovf. af periodens resultat		27.057	13.120
I alt investorerens formue	1.537.626.531	1.915.081.269.945.531	1.552.300

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

31.12.2019	
Indeksobligationer	10,4
Realkreditobligationer	89,6
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 1 Lejerbo

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

Afdeling	Obligationer 1 Lejerbo	Primær rådgiver	Danske Capital, division af Danske Bank A/S
Startdato ¹⁾	1. november 2007	Skattestatus	Kontoførende
Nominel kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 2,44 år.

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

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudviklingen i 2019

Den amerikanske (Fed) og europæiske centralbanks (ECB) pengepolitiske kovending førte til kraftige rentefald i løbet af det første halve år, hvilke medvirkede til et væld af nye spektakulære renterorkorder. Eksempelvis nåede den 10-årige danske statsobligation en ny bundrekord på -0,72 pct. i rente, hvilket også var medvirkende til, at der blev konverteret lån for over 500 mia. kr., svarende til over halvdelen af de danske konverterbare obligationer. De lave renter gav os også det første fastforrentet konverterbar lån med en negativ kuponrente. Rentefaldet udtømte realkreditmarkedet for renterisiko, og gav stor efterspørgsel efter de få lange realkreditobligationer, der løbende blev udstedt fra realkreditinstitutterne. Dette gav nogle ekstra skvulp i markedet, og pressede prisen højt op på lavkupon konverterbare obligationer i perioder, for så efterfølgende at falde hurtigt tilbage når markedet havde tilpasset sig.

Aktiviteten på porteføljen har derfor været stor, da porteføljens negative konveksitet fra de konverterbare realkreditobligationer, har krævet flere omlægninger med henblik på at fastholde niveauet for porteføljens renterisiko.

Afkast i 2019

Afdelingen gav i 2019 et afkast til investorerne på 0,58 pct. efter omkostninger, mens sammenligningsindekset (der ikke tager højde for omkostninger) gav 0,32 pct. Afkastet for afdelingen ligger højere end vores forventning ved indgangen til året og er primært forårsaget af faldende renter igennem året.

Afkastet for 2019 resulterede i en overperformance på 0,26%-point opretholdt mod sammenligningsindekset. De store konverteringer har øget porteføljens genplaceringsbehov ved hver termin og allokeringen til højtforrentede konverterbare obligationer har påvirket porteføljens absolutte og relative afkast negativt. Omvendt har allokeringen til lavtforrentede realkreditobligationer og danske statsindeksobligationer påvirket porteføljens afkast positivt og specielt sidstnævnte papir er en af årets højdespringere i det danske obligationsmarked med et afkast på over 7%.

Forventninger til 2020

Det er vores forventning, at danske stats- og realkreditrenter vil ligge forholdsvist stabilt henover 2020. ECB ser ud til at være meget opmærksomme på den såkaldte "reversal rate", som er det teoretiske renteniveau, hvor yderligere rentenedsættelser vil virke opstrammende på økonomien, blandt andet pga. negative effekter på banksektoren fra negative renter.

På den anden side er de langt fra deres inflationsmålsætning, og markedet forventer ikke, at de når den i løbet af de næste 10 år. Dermed er ECB fanget hvor de hverken ser ud til at kunne sætte renten op eller ned, og udsigterne til koordinerede finanspolitiske lempelser på tværs af euro-zonen, som ECB efterlyser ved enhver lejlighed, vurderes til at ligge langt ude i horisonten. Den nye direktør for ECB, Christine Lagarde, har lagt op til, at hele deres strategi og målsætning skal gennemgås og eventuelt opdateres, startende i januar og med forventet afslutning før udgangen af 2020. Selvom det ligger lidt ude i fremtiden, så kan en ændring i deres inflationsmålsætning rykke voldsomt ved markederne, såfremt det også fører til en ændring i pengepolitikken.

Dette er dog ikke vores hovedscenarie, men i stedet forventes der, at de stabile renter og udlandets fortsatte efterspørgsel efter danske realkreditobligationer vil være understøttende for afkastet i 2020. Konkret forventes der et afkast i omegnen af 0 pct for året. Dette skøn er dog behæftet med stor usikkerhed.

OBLIGATIONER 1 LEJERBO

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	7.387	7.793
1 Renteudgifter	-24	-20
I alt renter og udbytter	7.363	7.773
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-3.605	-4.920
3 Handelsomkostninger	-3	-3
I alt kursgevinster og -tab	-3.608	-4.923
I alt indtægter		
	3.755	2.850
4 Administrationsomk.	-529	-523
Resultat før skat	3.226	2.327
Skat	0	0
Årets nettoresultat	3.226	2.327
Årets nettoresultat foreslås overført til investorerne formue		

Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	220	1.180
Obligationer:		
7,5 Not. obl. fra danske udstedere	505.973	543.704
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.140	2.080
Mellemv. vedr. handelsafv.	52.247	10.392
I alt andre aktiver	54.387	12.472
Aktiver i alt	560.580	557.356
Passiver		
6 Investorerne formue	560.571	557.345
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	9	11
Passiver i alt	560.580	557.356

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	0,40	2,02	1,48	0,42	0,58
Benchmark afkast (pct.)	0,04	1,27	0,99	0,24	0,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	121,54	123,99	125,83	126,35	127,09
Nettoresultat (t.DKK)	2.114	10.824	8.109	2.327	3.226
Administrationsomkostninger (pct.)	0,09	0,09	0,09	0,09	0,09
Omsætningshastighed (antal gange)	0,15	0,48	0,28	0,37	0,33
Investorerne formue (t.DKK)	536.086	546.909	555.018	557.345	560.571
Antal andele, stk.	441.095.440	441.095.440	441.095.440	441.095.440	441.095.440
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,76	1,83	1,72	1,66	1,49
Standardafvigelse	1,05	0,94	0,92	0,91	0,88

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	7.387	7.793
Renteudgifter	-24	-20
I alt renteindtægter	7.363	7.773

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-3.605	-4.920
I alt fra obligationer	-3.605	-4.920

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-3	-3
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	0
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-3	-3

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-43	0	-43	-42
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-281	0	-281	-277
Øvrige omkostninger	-1	-7	-8	-10
Fast administrationshonorar	-169	0	-169	-166
I alt adm.omkostninger	-511	-18	-529	-523

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorenes formue

	2019	2019	2018	2018
	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK	Antal andele	Formue- værdi 1.000 DKK

Investorenes formue primo	441.095.440	557.345	441.095.440	555.018
Ovf. af periodens resultat		3.226		2.327
I alt investorenes formue	441.095.440	560.571	441.095.440	557.345

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

31.12.2019

Realkreditobligationer	87,4
Statsobligationer	12,6
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 2 Lejerbo

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

Afdeling	Obligationer 2 Lejerbo	Primær rådgiver	Nordea Investm. Man. AB, Danmark
Startdato ¹⁾	4. februar 2010	Skattestatus	Kontoførende
Nominal kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende perspektiv.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 1,90 år.

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

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudviklingen i 2019

Markedssituationen i 2018, som kulminerede med meget store aktiekursfald i de sidste dage frem mod juleaftensdag, kan paradoksalt nok siges at have skabt fundamentet for fremgangen i 2019, som har vist sig at blive et af de bedste investor år nogensinde. Uroen i markederne var nemlig en vigtig udløsende faktor for den u vending, som centralbankerne foretog i begyndelsen af 2019. Den pengepolitiske kurs blev omlagt fra rentenormalisering til nye lempelser i form af rentenedsættelser og nye kvantitative lempelser. Udviklingen i 2019 har således været stærkt drevet af, at alle ledende centralbanker først og fremmest har fokuseret på at understøtte den økonomiske vækst – og herigennem de finansielle markeder – hvilket har resulteret i, at aktiemarkederne har nået nye højder samtidig med, at obligationsmarkederne har klaret sig godt med hjælp fra de lavere centralbankrenter.

Ændringen i centralbankpolitikkerne blev således den mest afgørende faktor for, at den globale økonomi i 2019 oplevede endnu et år med fremgang i stedet for at bevæge sig mod en recession, som rigtig mange frygtede og forudsagde for 12 måneder siden. Godt nok er de ledende vækstindikatorer såsom ISM- og PMI-indeksene fortsat nedad, men dels kom de fra et (for) højt niveau i forhold til den underliggende vækst, og dels slår de pengepolitiske lempelser altid igennem på de ledende indikatorer med en vis forsinkelse. Her til kommer, at stemningsbarometrene helt sikkert har været tyngt ekstraordinært ned af den fortsatte usikkerhed om USA-Kina handelskrigen og Brexit.

Afkast i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 0,27%, hvilket resulterede i en marginal underperformance på -0,05%, da benchmark opnåede et afkast på 0,32%.

Renterne begyndte at stige i 4. kvartal, og det absolutte afkast blev negativt. Det var især oktober måned der trak ned – både absolut og relativt til benchmark. Den pæne efterspørgsel efter realkreditobligationer i december fik dog det relative afkast til at rette sig en smule, og det pæne merafkast målt for hele året er intakt.

Forventninger til 2020

I skrivende stund ser der imidlertid ud til at være lidt mere afklaring omkring både handelskrigen og den britiske udtræden af EU, og med reducerede geopolitiske risici, er der grund til at forvente, at de lempelige finansielle rammevilkår med historisk høje aktiekurser og lave renter/kreditspænd vil få større gennemslag på såvel den økonomiske stemning som vækst. Selv om verdensøkonomien såle-

des har været igennem mange år med uafbrudt vækst, og det derfor ikke ville være unaturligt at se en pause i fremgangen, er det ikke umiddelbart vores forventning, at 2020 bliver året, hvor verdensøkonomien vil gå i recession.

Det skal dog på ingen måde misforstås i retning af, at der forventes høj økonomisk vækst i det kommende år, men set relativt til forventningerne for blot et år siden, er det et forholdsvist optimistisk kald, at investorerne får endnu et år med fremgang. I USA ses det fortsat at privatforbruget er den drivende kraft, mens der for Europas vedkommende ses et potentiale for en bedring i udenrigshandels- og investeringsklimaet, såfremt den globale handelskrig nedtrappes. Der vil i en historisk kontekst dog stadig være tale om relativt beskedne vækstrater, hvilket ikke kun er konjunkturelt betinget, men også en konsekvens af, at den langsigtede potentielle vækst i både USA og Europa er aftaget i det seneste årti som følge af ringere demografi og produktivitetsvækst.

En væsentlig forudsætning for fortsat økonomisk fremgang er, at centralbankerne også det kommende år har fokus på drive verdensøkonomien fremad. Som udgangspunkt forventes der ikke yderligere markante pengepolitiske lempelser, men omvendt er det også afgørende, at centralbankerne ikke endnu en gang forsøger sig med at stramme, blot fordi vækstindikatorerne er tilbage på sporet. Erfaringen siden finanskrisen har således været, at centralbankerne som helhed har været for optimistiske med hensyn til, i hvilken grad den økonomiske vækst kunne stå på egne ben og hvor højt/hurtigt man derfor kunne hæve renterne og rulle de kvantitative lempelser tilbage. Det er vores opfattelse, at centralbankledelserne i både USA og Europa har lært af tidligere fejl og overoptimisme, hvorfor der som udgangspunkt forventes stabile til om muligt let faldende ledende renter i det kommende år.

Horisontafkastet på 1 års sigt, ved uændret spot rentekurve, med den primo 2020 gældende porteføljesammensætning udgør -0,05% mod et benchmarkafkast på -0,17%. Ved et rentefald på 0,50 %-point udgør de tilsvarende afkast henholdsvis 0,45% og 0,41%, mens en rentestigning på 0,50 %-point vil resultere i portefølje- og benchmarkafkast på henholdsvis -0,67% og -0,98%. Ovennævnte tal er uden alpha-bidrag.

OBLIGATIONER 2 LEJERBO

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	4.698	5.627
1 Renteudgifter	-25	-36
I alt renter og udbytter	4.673	5.591
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-3.541	-3.310
3 Handelsomkostninger	-24	-2
I alt kursgevinster og -tab	-3.565	-3.312
I alt indtægter	1.108	2.279
4 Administrationsomk.	-301	-335
Resultat før skat	807	1.944
Skat	0	0
Årets nettoresultat	807	1.944
Årets nettoresultat foreslås overført til investorenes formue		

Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	396	467
Obligationer:		
7,5 Not. obl. fra danske udstedere	303.541	292.019
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	2.545	2.635
Mellemv. vedr. handelsafv.	19.577	4.846
I alt andre aktiver	22.122	7.481
Aktiver i alt	326.059	299.967
Passiver		
6 Investorenes formue	300.763	299.956
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	9	11
Mellemv. vedr. handelsafv.	25.287	0
I alt anden gæld	25.296	11
Passiver i alt	326.059	299.967

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	0,05	1,81	1,82	0,57	0,27
Benchmark afkast (pct.)	0,18	0,66	0,99	0,24	0,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	112,88	114,92	117,01	117,67	117,99
Nettoresultat (t.DKK)	499	6.587	6.752	1.944	807
Administrationsomkostninger (pct.)	0,10	0,09	0,10	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	0,27	0,36	0,55	0,32	0,30
Investorenes formue (t.DKK)	364.674	371.261	378.013	299.956	300.763
Antal andele, stk.	323.067.734	323.067.734	323.067.734	254.903.634	254.903.634
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,34	1,25	1,30	1,53	1,31
Standardafvigelse	1,34	1,09	1,06	0,90	0,94

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	4.698	5.627
Renteudgifter	-25	-36
I alt renteindtægter	4.673	5.591

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-3.541	-3.310
I alt fra obligationer	-3.541	-3.310

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-24	-3
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-24	-2

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk. omkostninger	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-25	0	-25	-28
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-150	0	-150	-169
Øvrige omkostninger	-2	-5	-7	-9
Fast administrationshonorar	-91	0	-91	-101
I alt adm.omkostninger	-285	-16	-301	-335

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorenes formue

	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
--	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Investorenes formue primo	254.903.634	299.956	323.067.734	378.013
Indløsninger i året	0	0	-68.164.100	-80.024
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		23
Ovf. af periodens resultat		807		1.944
I alt investorenes formue	254.903.634	300.763	254.903.634	299.956

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

31.12.2019

Realkreditobligationer	100,0
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 3 Lejerbo

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

Afdeling	Obligationer 3 Lejerbo	Primær rådgiver	Nykredit Bank A/S
Startdato ¹⁾	4. februar 2010	Skattestatus	Kontoførende
Nominel kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende perspektiv.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 2,89 år.

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

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudvikling i 2019

Året startede ud i en pengepolitisk kovending, hvor den amerikanske og europæiske centralbank igangsatte kraftige rentefald i løbet af det første halve år. De kraftige rentefald bidrog til spektakulære renterekorder, hvor den 10-årige danske statsobligation fik ny bundrekord på -0,72 pct. i rente. De lave renter gav os også det første fastforrentet konverterbare lån med en negativ kuponrente. Rentefaldet udtømte realkreditmarkedet for renterisiko, og gav stor efterspørgsel efter de få lange realkreditobligationer, der løbende blev udstedt fra realkreditinstitutterne.

Udviklingen i 2019 har således været stærkt drevet af, at alle ledende centralbanker først og fremmest har fokuseret på at understøtte den økonomiske vækst ved at sænke renten. Dette har afledt til at aktiemarkedene har nået nye højder samtidig med, at obligationsmarkederne har klaret sig godt med hjælp fra de lavere centralbankrenter.

Af andre større temaer i 2019 var Handelskrigen mellem USA og Kina. Efter flere eskaleringer og brudte aftaler i løbet af året, blev der i oktober annonceret, at de to lande var tæt på en indledende aftale i handelskrigen. I december blev den såkaldte "Fase 1"-delaftale endelig annonceret og inkluderer, at USA vil halvere den eksisterende 15% told mod, at Kina vil købe flere landbrugsvarer fra USA.

Afkast i 2019

Afdelingen havde i 2019 et afkast på 0,64%, hvilket var en overperformance på 0,32 %-point, da benchmark havde et afkast på 0,32% i 2019. Overperformance anses for værende meget tilfredsstillende

Forventning til 2020

Handelskrigen og den britiske udtræden af EU, ser midlertidig ud til at have fået mere afklaring, samt at de ledende centralbanker har vist sig samarbejdsvillige til at bevare stabil økonomisk vækst, hvilke har mindsket risikoen for større geopolitiske risici. Det er derfor vores forventning, at danske stats- og realkreditrenter vil ligge forholdsvis stabilt henover 2020. ECB ser ud til at være meget opmærksomme på den såkaldte "reversal rate", som er det teoretiske renteniveau, hvor yderligere rentenedsættelser vil virke opstrammende på økonomien, blandt andet pga. negative effekter på banksektoren fra negative renter.

Det forventes at de stabile renter og udlandets fortsatte efterspørgsel efter danske realkreditobligationer vil være understøttende for afkastet i 2020. Konkret forventes der et afkast i omegnen af 0,25 pct for året. Dette skøn er dog behæftet med stor usikkerhed.

OBLIGATIONER 3 LEJERBO

Resultatopgørelse			Balance		
Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK	Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
Renter og udbytter:			Aktiver		
1	Renteindtægter	4.990	4.066	Likvide midler:	
1	Renteudgifter	-10	-19	Indestående i depotselskab	41 138
	I alt renter og udbytter	4.980	4.047	Obligationer:	
Kursgevinster og -tab:			7,5	Not. obl. fra danske udstedere	411.048 405.611
2	Obligationer	-1.933	-1.005	Andre aktiver:	
3	Handelsomkostninger	-6	-4	Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.636 1.956
	I alt kursgevinster og -tab	-1.939	-1.009	Mellemv. vedr. handelsafv.	55.447 7.422
	I alt indtægter	3.041	3.038	I alt andre aktiver	57.083 9.378
4	Administrationsomk.	-402	-349	Aktiver i alt	
	Resultat før skat	2.639	2.689		468.172 415.127
	Skat	0	0	Passiver	
	Årets nettoresultat	2.639	2.689	6	Investorerens formue
	Årets nettoresultat foreslås overført til investorerens formue				412.605 409.966
				Anden gæld:	
				Skyldige omkostninger	9 11
				Mellemv. vedr. handelsafv.	55.558 5.150
				I alt anden gæld	55.567 5.161
				Passiver i alt	
					468.172 415.127

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	0,01	2,45	2,15	0,72	0,64
Benchmark afkast (pct.)	0,28	0,20	0,99	0,24	0,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	114,47	117,28	119,80	120,67	121,45
Nettoresultat (t.DKK)	150	9.082	8.161	2.689	2.639
Administrationsomkostninger (pct.)	0,11	0,11	0,10	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	1,08	1,02	0,83	0,37	0,51
Investorerens formue (t.DKK)	370.037	379.118	387.279	409.966	412.605
Antal andele, stk.	323.259.127	323.259.127	323.259.127	339.742.227	339.742.227
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,36	1,40	1,47	1,72	1,58
Standardafvigelse	1,54	1,18	1,13	0,96	0,96

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	4.990	4.066
Renteudgifter	-10	-19
I alt renteindtægter	4.980	4.047

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-1.933	-1.005
I alt fra obligationer	-1.933	-1.005

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-6	-6
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	3
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-6	-4

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-35	0	-35	-30
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-207	0	-207	-177
Øvrige omkostninger	-1	-6	-7	-8
Fast administrationshonorar	-125	0	-125	-106
I alt adm.omkostninger	-385	-17	-402	-349

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorenes formue

	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
--	-------------------------	---------------------------------------	-------------------------	---------------------------------------

Investorenes formue primo	339.742.227	409.966	323.259.127	387.279
Emissioner i året	0	0	82.917.500	99.951
Indløsninger i året	0	0	-66.434.400	-80.016
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		63
Ovf. af periodens resultat		2.639		2.689
I alt investorenes formue	339.742.227	412.605	339.742.227	409.966

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

31.12.2019

Indeksobligationer	4,5
Realkreditobligationer	95,5
I alt, alle sektorer	100,0

Obligationer 4 Lejerbo

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

Afdeling	Obligationer 4 Lejerbo	Primær rådgiver	Alm. Brand Asset Management
Startdato ¹⁾	4. februar 2010	Skattestatus	Kontoførende
Nominel kurs	DKK 100,00	Benchmark	Sammensat
Risikokategori	2		

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

Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om investeringsmarkeder, risikobeskrivelse og risikofaktorer for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt.

Risikoprofil m.v.

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

Afdelingens beholdning af obligationer er udsat for renterisiko. Denne udtrykkes ved varigheden, der skal holdes under 4 år for beholdningen samlet set. Det betyder, at værdien af beholdningen kan falde med op til 4 pct., hvis renteniveauet stiger med 1 pct.-point. Varigheden på porteføljen lå ultimo året på 3,41 år.

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

Særlige risici

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

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

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

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

Markedsudvikling 2019

Et af de store temaer i 2019 var Handelskrigen mellem USA og Kina. Efter flere eskaleringer og brudte aftaler i løbet af året, blev der i oktober annonceret, at de to lande var tæt på en indledende aftale i handelskrigen. I december blev den såkaldte "Fase 1"-delaftale endelig annonceret og inkluderer, at USA vil halvere den eksisterende 15% told mod, at Kina vil købe flere landbrugsvarer fra USA.

Briternes udtrædelse af EU har ligeledes været et af de helt store temaer i 2019. Oprindeligt var datoen for udtrædelsen sat til den 31. marts, men deadline blev i første omgang udskudt til den 31. oktober. Her kunne briterne dog heller ikke blive enige om vilkårene for udtrædelsen, og der blev i stedet udskrevet valg. I slutningen af året vandt Boris Johnson og hans parti en rungende valgsejr over oppositionen og forpligtede sig til at få Brexit færdiggjort ved udgangen af januar 2020.

I Mellemøsten var der på ny uro efter, at Iran først nedskød en amerikansk drone og senere beslaglagde et britisk tankskib i Hormuzstrædet. Urolighederne blev eskaleret fra begge sider, og i september steg uroen til et nyt niveau, da et olieanlæg i Saudi-Arabien blev angrebet af en yemenitisk oprørsgruppe, der menes at have forbindelse til Iran.

Afkast i 2019

Afdelingen havde et afkast i 2019 på 0,12%, hvilket var en underperformance på -0,20 %-point sammenlignet mod benchmark, der havde et afkast på 0,32%

Modsat vores forventninger faldt renten fra årets start og gennem det meste af 2019. Samtidig kørte kreditspread ind og det samme gjorde danske realkreditobligationer i spænd mod swap. Den europæiske centralbank blev atter bange for den lave inflation og satte renten ned i efteråret og genstartede deres opkøbsprogram (QE), som egentlig var afsluttet i 2018. Den amerikanske centralbank (FED) sadlede også om, og sænkede renten tre gange (med 0,25% hver gang), hvor de ellers havde hævet renten i 2018 og ved årets start lå det også i kortene at renten skulle hæves yderligere. De faldende renter fik kurserne til at stige og særligt i første kvartal gav de lange obligationer gode absolutte afkast.

Forventninger til afkast for 2020

Risikoen for en renteforhøjelse i Den Europæiske Centralbank (ECB) er meget begrænset. Før de har stoppet QE-programmet, har de selv proklameret, at de ikke hæver renten. De vil dog iværksætte en undersøgelse af, hvilke negative effekter, de negative renter har på samfundsøkonomien. I Danmark ligger kronen til den svage side, og Den danske Nationalbank har intervenseret flere gange for at støtte kronen. Fortsætter interventionen vil det på sigt medføre en selvstændig dansk renteforhøjelse på 0,1 %-point. Udlandets interesse i danske realkreditobligationer er kommet for at blive. På de nuværende renteniveauer er der ikke udsigt til at det ændrer sig.

OBLIGATIONER 4 LEJERBO

Resultatopgørelse

Note	1.1-31.12.2019 1.000 DKK	1.1-31.12.2018 1.000 DKK
Renter og udbytter:		
1 Renteindtægter	4.694	5.636
1 Renteudgifter	-11	-11
I alt renter og udbytter	4.683	5.625
Kursgevinster og -tab:		
2 Obligationer	-3.994	-1.863
3 Handelsomkostninger	-3	-3
I alt kursgevinster og -tab	-3.997	-1.866
I alt indtægter	686	3.759
4 Administrationsomk.	-317	-352
Resultat før skat	369	3.407
Skat	0	0
Årets nettoresultat	369	3.407
Årets nettoresultat foreslås overført til investorenes formue		

Balance

Note	31.12.2019 1.000 DKK	31.12.2018 1.000 DKK
Aktiver		
Likvide midler:		
Indestående i depotselskab	437	1.757
Obligationer:		
7,5 Not. obl. fra danske udstedere	317.159	316.058
Andre aktiver:		
Tilg.hav. renter, udbytter m.m.	1.435	1.691
Mellemv. vedr. handelsafv.	34.172	11.677
I alt andre aktiver	35.607	13.368
Aktiver i alt	353.203	331.183
Passiver		
6 Investorenes formue	318.622	318.253
Anden gæld:		
Skyldige omkostninger	9	11
Mellemv. vedr. handelsafv.	34.572	12.919
I alt anden gæld	34.581	12.930
Passiver i alt	353.203	331.183

Noter til resultatopgørelse og balance

Nøgletal	2015	2016	2017	2018	2019
Afkast (pct.)	-0,06	1,62	0,93	0,97	0,12
Benchmark afkast (pct.)	1,08	1,07	0,99	0,24	0,32
Indre værdi (DKK pr. andel)	110,05	111,83	112,87	113,97	114,10
Nettoresultat (t.DKK)	-126	6.218	3.634	3.407	369
Administrationsomkostninger (pct.)	0,12	0,12	0,10	0,10	0,10
Omsætningshastighed (antal gange)	0,92	0,78	0,86	0,70	0,47
Investorenes formue (t.DKK)	384.994	391.212	394.847	318.253	318.622
Antal andele, stk.	349.837.609	349.837.609	349.837.609	279.252.909	279.252.909
Styk størrelse i DKK	1	1	1	1	1
Sharpe Ratio	1,15	1,17	1,12	1,58	1,22
Standardafvigelse	1,19	1,23	1,17	0,92	0,86

Noter til resultatopgørelse og balance (fortsat)

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 1: Renteindtægter

Noterede obligationer fra danske udstedere	4.694	5.636
Renteudgifter	-11	-11
I alt renteindtægter	4.683	5.625

Note 2: Kursgevinster og -tab

Noterede obl. fra danske udstedere	-3.994	-1.863
I alt fra obligationer	-3.994	-1.863

Note 3: Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-3	-4
Heraf dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	1
I alt handelsomkostninger vedr. løbende drift	-3	-3

Note 4: Administrationsomkostninger

	2019		2018	
	Afdelings- direkte	Andel af fællesomk.	Samlede omkostninger	Samlede omkostninger
Honorar til bestyrelse	0	-11	-11	-11
Rev.honorar til revisorer	-17	0	-17	-17
Gebyrer til depotselskab	-26	0	-26	-32
Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-160	0	-160	-177
Øvrige omkostninger	-1	-5	-6	-8
Fast administrationshonorar	-97	0	-97	-107
I alt adm.omkostninger	-301	-16	-317	-352

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

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

	31.12.2019	31.12.2018
	1.000 DKK	1.000 DKK

Note 5: Finansielle instrumenter i pct.

Børsnoterede	100,0	100,0
Øvrige	0,0	0,0
I alt	100,0	100,0

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

Note 6: Investorenes formue

	2019 Antal andele	2019 Formue- værdi 1.000 DKK	2018 Antal andele	2018 Formue- værdi 1.000 DKK
Investorenes formue primo	279.252.909	318.253	349.837.609	394.847
Indløsninger i året	0	0	-70.584.700	-80.048
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag		0		47
Ovf. af periodens resultat		369		3.407
I alt investorenes formue	279.252.909	318.622	279.252.909	318.253

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

	31.12.2019
Realkreditobligationer	100,0
I alt, alle sektorer	100,0

Fælles noter

Table 4 - Administrationsomkostninger (DKK 1.000)

Foreningens samlede omkostninger til bestyrelse, forvaltningsselskab, revision og tilsyn

	2019	2018
Vederlag til bestyrelsen:		
Carsten Wiggers, formand	30	30
Morten Amtrup	15	15
Britta Fladeland Iversen	15	15
Annette Larsen	15	15
Vederlag til bestyrelsen, ialt	75	75
Administrationsomkostninger til Investeringsforvaltningsselskabet SEBinvest A/S	1.816	1.669
Revisionshonorar til PricewaterhouseCoopers		
Samlet honorar	119	116
Heraf honorar af andre ydelser	0	0
Lovbestemt gebyr til Finanstilsynet	24	24

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet efter de regler, der gælder ifølge regnskabsbestemmelserne i lov om danske UCITS, jf. vedtægternes bestemmelse herom. Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele tusinde kr. med nul decimaler.

Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagved liggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

Omregning af fremmed valuta

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

Resultatopgørelsen

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

Renter og udbytter

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

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

Kursgevinster og -tab

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

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

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

Handelsomkostninger

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

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

Administrationsomkostninger

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

Afdelingsdirekte administrationsomkostninger defineres som omkostninger, der kan henføres direkte til en afdeling. Fællesomkost-

ninger er afdelingernes andel af de omkostninger, der vedrører mere end en afdeling. Fællesomkostningerne fordeles mellem afdelingerne i forhold til de enkelte afdelingers formue.

Skat

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

Balancen

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

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

En forpligtelse indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

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

Likvide midler

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

Finansielle instrumenter og afledte finansielle instrumenter

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

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

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

Kapitalandele i IFS SEInvest A/S måles til dagsværdi opgjort på baggrund af den indre værdi i selskabet.

Andre aktiver

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

Anden gæld

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

Fem års nøgletal

I årsrapporten indgår følgende nøgletal for de seneste fem år:

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

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

Indre værdi pr. andel

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

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

Udbytte pr. andel

Udbytte til medlemmer/cirkulerende andele ultimo året.

Afkast i procent

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

Geninvesteret udbytte

$$\left(\frac{\text{Udbytte i kroner pr. andel} * \text{indre værdi ultimo}}{\text{Indre værdi på udbyttedagen}} \right) * 100$$

Omkostningsprocent

$$\left(\frac{\text{Administrationsomkostninger}}{\text{Formuegennemsnit (simpelt/mdr.)}} \right) * 100$$

Standardafvigelse

Standardafvigelsen er et mål for de historiske udsving i afkastene. Jo højere tallet er, jo større udsving i afkastene fra periode til periode.

Standardafvigelsen opgøres over 60 måneder. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 60 måneder, opgøres standardafvigelsen siden afdelingens opstart. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 36 måneder, opgøres ingen standardafvigelse.

Sharpe Ratio

Sharpe ratio er et matematisk udtryk for afkastet af en investering i forhold til risikoen. Sharpe ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente divideret med standardafvigelsen. Jo højere tallet er, jo bedre har investeringen været i forhold til risikoen.

Sharpe ratio opgøres over 60 måneder. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 60 måneder, opgøres Sharpe ratio siden afdelingens oprettelse. For afdelinger, der har eksisteret kortere end 36 måneder, opgøres ingen Sharpe ratio.

Væsentlige aftaler

Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har en depotaftale med Skandinaviska Enskilda Banken, Danmark, filial af Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ), Sverige ("Depotbanken"). Depotbanken forvalter og opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for hver af Foreningens afdelinger i henhold til lov om finansiell virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

Aftaler om investeringsrådgivning og forvaltning

Foreningen har indgået aftaler om rådgivning i forbindelse med investeringer i finansielle instrumenter med en række danske kapitalforvaltere. Under de enkelte afdelingsberetninger fremgår navnet på afdelingens rådgiver.

Aftalerne indebærer, at IFS SEInvest A/S modtager forslag til handler og andre transaktioner, som rådgiveren anser for fordelagtige for de enkelte afdelinger. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinjer, som Foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

Aftale om forvaltning og administration

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

Alle Foreningens aftaler er indgået på markedsvilkår. Satserne fremgår af Tabel 5 nedenfor.

Omkostningssatser

Tabel 5 - Gebyrsatser i Foreningens væsentligste aftaler pr. 31. december 2019 (%)

Afdelinger	IFS administration og forvaltning	Depotfunktion ¹⁾	Investeringsrådgivning	Tillæg v. emission	Fradrag v. indløsning
Obligationer 1 KAB	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 2 KAB	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 3 KAB	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 1 Lejerbo	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 2 Lejerbo ¹⁾	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 3 Lejerbo ¹⁾	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05
Obligationer 4 Lejerbo ¹⁾	0,03	0,008	0,05	0,05	0,05

¹⁾Inklusive kontrolopgaver kr. 18.750 pr. afdeling p.a.

