

# Årsrapport 2007



*Carnegie*

INVESTERINGSFORENINGEN  
CARNegie WORLDWIDE

*Kunsten at vælge fra*



# Årsrapport 2007

## Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Forord	4
Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere	6
Carnegie WorldWides interesser	12
5 års nøgletal	14
Bestyrelsens beretning for alle afdelinger	18
Beretning om investeringsmarkederne 2007	22
Forventninger til 2008	24
Ledelsespåtegning	28
Den uafhængige revisors påtegning	29
Anvendt regnskabspraksis	30
<b>Carnegie WorldWide/Globale Aktier</b>	34
Resultatopgørelse	37
Balance	37
Noter	38
<b>Carnegie WorldWide/Europa</b>	40
Resultatopgørelse	43
Balance	43
Noter	44
<b>Carnegie WorldWide/Danske Aktier</b>	46
Resultatopgørelse	49
Balance	49
Noter	50
<b>Carnegie WorldWide/Østeuropa</b>	52
Resultatopgørelse	55
Balance	55
Noter	56
<b>Carnegie WorldWide/Emerging Growth</b>	58
Resultatopgørelse	61
Balance	61
Noter	62
<b>Carnegie WorldWide/Asien</b>	64
Resultatopgørelse	67
Balance	67
Noter	68
<b>Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat</b>	70
Resultatopgørelse	73
Balance	73
Noter	74
<b>Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv &amp; Pension</b>	76
Resultatopgørelse	80
Balance	80
Noter	81
Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver	84

# Forord



## Kære medlem

### Merafkast eller indeksafkast?

Hvis man kigger på den globale markedsudvikling for investeringsprodukter, er der to vigtige tendenser, som bliver stadigt tydeligere og i stigende omfang også vil påvirke opsparingsmarkedet her i Danmark.

Den første trend er en stigende fokus og erkendelse af, at alle investeringsforeninger ikke er ens. Mange ønsker at skabe resultater over markedsgennemsnittet, men i praksis er kun få i stand til at skabe merafkast over en længere tidshorizont. I medierne er omkostningsniveauet ved at investere via en investeringsforening ofte et diskussionsemne, men omkostningssiden kan ikke stå alene, da prisen på forvaltning skal sammenlignes med kvaliteten af produktet. Som sagt er der kun ganske få foreninger – det være sig i Danmark og internationalt – som over tid er i stand til at skabe merafkast i forhold til markedet. Fordi der er så få, som skaber merafkast, bliver disse foreninger og personerne bag stadigt mere eftertragtede. I relation til omkostningsdiskussionen ser vi derfor internationalt et opadgående prispres på den forvaltning, som skaber konsistente merafkast. Omvendt er der et nedadgående pres på de produkter, som skaber gennemsnitlige afkast, fordi investorerne jo ligeså godt kan købe et indeksprodukt, hvor omkostningsprocenterne er meget lave.

Vi i bestyrelsen vurderer løbende de omkostninger, foreningen betaler for rådgivningen. Vi kigger meget på den stigende polarisering mellem de foreninger, som leverer merafkast, og indeksslignende foreninger, og vi vurderer omkostninger set i forhold til de resultater, som skabes af vores formueforvalter. Det er bestyrelsens opfattelse, at Carnegie WorldWide er en af de få foreninger, både i Danmark og internationalt, som på det globale aktiemarked er i stand til at skabe merafkast set over det lange løb. Afdeling Globale Aktier har nu eksisteret i mere end 17 år, og afdelingen har i denne tid i

gennemsnit givet et årligt afkast på 13,4%. Dette er et årligt merafkast til medlemmerne på mere end 6%-point om året i forhold til benchmark, og i 2007 blev merafkastet til medlemmerne i afdeling Globale Aktier 18%-point.

En anden vigtig udvikling er, at der i Europa nu sker en begyndende bevægelse over mod det, som kaldes en åben distributionsplatform. I Europa og i Danmark i særdeleshed har de store detailbanker en meget høj markedsandel, og historisk har disse banker haft en tendens til primært at rådgive om egne investeringsprodukter. Denne form for rådgivning og salg går under betegnelsen en lukket distributionsplatform. Den nye åbne salgs- og distributionsplatform, er en platform, hvor man som investor får adgang til og rådgivning om et bredt udvalg af investeringsforeninger. Den klare fordel er selvfølgelig, at man som investor således får nogle reelle valgmuligheder ved valg af det bedste investeringsprodukt til ens givne investeringsprofil.

Vi i Carnegie WorldWide er fokuseret på at skabe gode afkast til medlemmerne, og vi har derfor fravalgt at opbygge et stort rådgiverkorps. Som en uafhængig investeringsforening er det derfor en glædelig udvikling, at de banker, som yder investeringsrådgivning, nu – om end stadigt langsomt – åbner for en bredere rådgivning. Jeg er overbevist om, at en udvikling i denne retning vil være til gavn for alle danske opsparere, og mit håb er, at udviklingen vil accelerere blandt andet i takt med, at internettet øger investorernes adgang til information og dermed til gennemsigtighed i forskellen mellem investeringsforeningerne.

### Hvorfor kan vi skabe merafkast?

Når man investerer på investeringsmarkederne, kan man forfølge forskellige strategier. Flere investeringsforeninger har en bred vifte af afdelinger for at give mange valgmuligheder. Vi hos Carnegie WorldWide mener ikke, at problemet er mangel på valgmuligheder. Der er i dag eksempelvis mere end 400 børsnoterede investeringsforeningsafdelinger i Danmark. For bare 10 år siden var der mindre end 80 børsnoterede afdelinger at vælge imellem. Problemet er altså snarere det modsatte: hvad skal man vælge for at skabe det gode afkast?

Vi tror på, at hvis man vil skabe ekstraordinære resultater, er man nødt til at være fokuseret. Derfor må man vælge nogle muligheder fra. Hvis man ikke gør det, ender det med gennemsnitlige resultater. Dette er baggrunden for, at vi i 2007 begyndte at annoncere under overskriften "Kunsten at vælge fra". Vores fravalg betyder, at vi kun arbejder med få afdelinger, og i hver afdeling har vi en regel om maksimalt 30 aktier.

Disse fravalg skabte resultater i 2007.

## Resultat 2007

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier	16,3%	-1,6%	17,9%
Europa	1,1%	2,7%	-1,6%
Danske Aktier	5,5%	8,0%	-2,5%
Østeuropa	22,3%	14,0%	8,3%
Emerging Growth	11,6%	3,5%	8,1%
Asien	25,3%	33,6%	-8,3%
Danske Obligationer Privat	0,5%	-	-
Danske Obligationer E&P	0,4%	2,1%	-1,7%

Afdeling Globale Aktier skabte i 2007 et positivt afkast på 16%. Hvis vi ikke havde valgt fra, men i stedet valgt alle aktier på verdensmarkedet, havde afkastet været et tab på 2%! Dette viser værdien af at være fokuseret: det bedste resultat i 2007 blandt de globale aktieafdelinger.

Det var ikke kun afdeling Globale Aktier, som i 2007 skabte ekstraordinære resultater til foreningens medlemmer. Afdeling Østeuropa gav et afkast på 22%, 8%-point mere end indekset, og afdeling Emerging Growth nød godt af, at vækstaktierne nu gør det bedre end valueaktierne og fik et afkast på 11,6%. Dette afkast er også 8%-point mere til medlemmerne end indeksniveauet. Disse resultater finder bestyrelsen særdeles tilfredsstillende. Medlemmerne i afdeling Europa og afdeling Danske Aktier samt obligationsafdelingerne fik lidt mindre tilfredsstillende resultater lige under indeksniveau. Afkastet i afdeling Asien var det højeste, men dog 8%-point under benchmark.

## Fravalg skaber en særlig kultur og kontinuitet

Som jeg nævnte, er der stigende efterspørgsel på produkter og organisationer, som kan skabe merafkast. Som medlem i Carnegie WorldWide er det derfor et vigtigt spørgsmål, hvordan vi sikrer og bevarer fundamentet for gode investeringsresultater fremover. En stor del af fundamentet ligger i kulturen, som netop er en konsekvens af vores fravalg og fokus.

Fokuseringen på få afdelinger og få selskaber skaber et sammentømret investeringshold med en medarbejderkultur præget af høj motivation. En af fordelene ved at have få produkter er nemlig, at der kan bevares et tæt samarbejde mellem porteføljeformalerne. Ofte sker det modsatte, hvis man har mange produkter og antallet af porteføljeformalere vokser. Vi har derfor kun haft ganske få udskiftninger blandt vores porteføljeformalere i foreningens 17-årige levetid. Denne stabilitet giver dig som medlem tryghed. Motivation skabes ved at have rammerne til at kunne gøre en forskel samt naturligtvis en konkurrencedygtig aflønning. Dette er faktorer, som vi i bestyrelsen har stor fokus på, således at vi fremadrettet kan sikre en fortsat høj kvalitet i foreningens produkter.

## 2008 kan blive en udfordring

Nu er det ikke sikkert, at 2008 byder på lige så gode afkast som i afdeling Globale Aktier i 2007. 2008 er startet med større kursfald på aktiemarkedene og meget tyder på, at 2008 kan blive et af de mere besværlige år for aktiemarkedene i takt med, at den amerikanske bolig- og kreditkrise trækker væksten i USA ned. Men selv om den overordnede udvikling på aktiemarkedet kan blive besværlig, håber vi at kunne skabe et fornuftigt afkast til medlemmerne med vores selektive investeringsstrategi. Du kan læse nærmere om vores forventninger til verdensøkonomien og aktiemarkedet i årsrapporten.

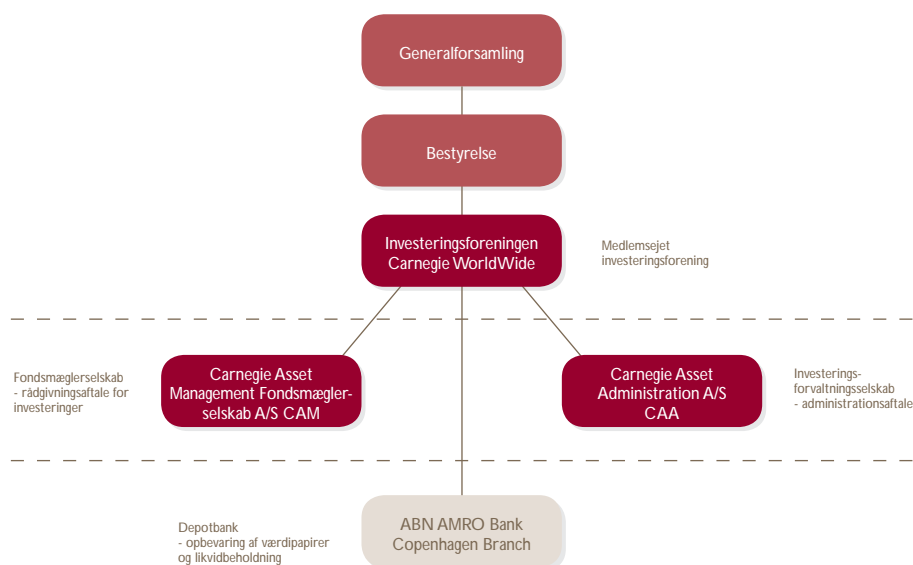
Afslutningsvis vil jeg gerne takke foreningens medlemmer for den fortsatte opbakning samt vores vigtigste samarbejdspartner Carnegie Asset Administration A/S, som varetager den daglige ledelse af foreningen, og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der rådgiver om vores investeringer, for et godt samarbejde i 2007.

Jeg ønsker alle foreningens medlemmer et godt 2008!

## Karsten Kielland

Formand

# Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere



## Investeringsforeningen Carnegie WorldWides historie

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide er en medlemsejet forening, som blev stiftet i juni 1990 med henblik på at give privatpersoner og andre mulighed for at få adgang til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S' (CAM) investeringsekspertise. Denne ekspertise var tidligere kun tilgængelig for institutionelle kunder og selskaber. Foreningens investeringsmæssige målsætning er at sikre medlemmerne en langsigtet, god og stabil formue-

vækst, som ligger over markedsgennemsnittet. Aktieafdelingernes investeringsfokus er på selskaber med langsigtede, gode vækstmuligheder og med en troværdig ledelse.

Afdeling Globale Aktier blev introduceret ved stiftelsen og har således eksisteret i godt 17½ år. Siden blev afdeling Danske Aktier oprettet i oktober 1998 og afdeling Danske Obligationer i februar 1999. I december 2002 besluttede medlemmerne i søsterforeningen Carnegie WorldWide Emerging Growth at flytte foreningen til

## Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver



en selvstændig afdeling under Carnegie WorldWide. Finanstilsynet gav deres tilladelse til overflytningen med virkning fra starten af 2003. Tilsvarende besluttede medlemmerne i søsterforeningen Carnegie Østeuropa i april 2004 at flytte foreningen til en selvstændig afdeling under Carnegie WorldWide. Finanstilsynet gav tilladelse til dette med virkning fra starten af 2004. I løbet af 2005 besluttede bestyrelsen for Carnegie WorldWide at oprette to nye afdelinger, afdeling Europa, som blev stiftet i februar, og afdeling Danske Obligationer Privat, som blev stiftet i maj. I 2006 oprettede bestyrelsen afdeling Asien.

Carnegie WorldWide blev etableret i 1990 for at give privatpersoner adgang til investeringseksper-tisen i Carnegie Asset Management.

## Generalforsamling

Generalforsamlingen er foreningens øverste myndighed. På generalforsamlingen vælges en bestyrelse til at varetage medlemmernes interesser.

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes hvert år inden udgangen af april måned i København. Generalforsamlingen indkaldes 2-4 uger forinden. Eventuelle forslag til dagsorden fra medlemmerne skal være indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar. Foreningen udsender indkaldelse og dagsorden til alle navnenoterede medlemmer, og årsrapporten til alle, som har udtrykt ønske om dette. Dagsorden, de fuldstændige forslag, samt årsrapporten med tilhørende revisionsberetning er tilgængelige på foreningens kontor.

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

## Bestyrelsen varetager foreningens interesser

Bestyrelsen skal ifølge foreningens vedtægter bestå af tre til fem medlemmer. Bestyrelsen består i dag af fem medlemmer: **Karsten Kielland, Jutta af Rosenberg, Jens Høiberg, Jens Ole Jensen og Jens Christian Lorenzen.**

Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2007 har bestyrelsen afholdt i alt syv bestyrelsesmøder, hvoraf tre af disse blev afholdt som telefonmøde. Herudover afholder bestyrelsen fast ét årligt bestyrelsesseminar. Direktionen for investeringsforvaltningsselskabet og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder, når diskussionerne vedrører investeringerne.

Bestyrelsen har valgt **Karsten Kielland** som formand. Han er til daglig advokat i advokatfirmaet Accura. Karsten Kielland bruger en stor del af sin arbejdstid på netop bestyrelsesarbejde, og han tilfører dermed bestyrelsen en god erfaring vedrørende det praktiske bestyrelsesarbejde og juridiske problemstillinger. **Jutta af Rosenberg** er økonomidirektør i medicinalfirmaet ALK-Abelló A/S og tilfører bestyrelsen dels en høj regnskabsmæssig forståelse, dels en indsigt i hvordan en virksomhed udvikler sig i vækstfasen. **Jens Høiberg** tilfører bestyrelsen ekspertise inden for obligationer og makroøkonomi, idet Jens Høiberg er makroøkonomisk rådgiver for pensionskasser og fonde i Europa og endvidere selv styrer porteføljer i europæiske statsobligationer. Han har blandt andet et doktorat i



økonomi fra EUI, Firenze, Italien, der er EU's doktorale og post-doktorale forskningsinstitut. **Jens Ole Jensen** er underdirektør i Auriga A/S og tilfører indsigt i de praktiske udfordringer og problemstillinger, virksomheder står over for. Endelig er **Jens Christian Lorenzen** direktør i Otto Mønsted A/S, som er et investeringsselskab, der bl.a. investerer i både børsnoterede og unoterede virksomheder, herunder foretager aktive investeringer i såvel mindre som mere modne selskaber. Jens Christian Lorenzen har en bred erfaring med bestyrelsesarbejde og analyse af virksomheder.

Det er bestyrelsens ansvar at udarbejde retningslinierne for foreningens væsentligste aktivitetsområder samt fastlægge arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion. I overensstemmelse med lovgivningen har foreningens bestyrelse valgt at overdrage den daglige administration til Carnegie Asset Administration A/S (CAA). CAA er godkendt af Finanstilsynet til at administrere investeringsforeninger. Da al foreningens administration varetages af CAA, er der ingen ansatte eller direktion i foreningen. Derfor fungerer direktionen i CAA i praksis som direktion for foreningen. Dette vil sige, at CAA's direktør både udadtil og i dialogen med foreningens bestyrelse fungerer som foreningens direktør.

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

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

#### Bestyrelsens arbejde i overskrifter

- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- evaluere foreningens produktudbud
- evaluere rådgiver, administrator og dennes direktion
- sikre at administrationen fungerer betryggende og er i overensstemmelse med lovgivningen
- udarbejde skriftlige retningslinier for direktionen i CAA
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver

Bestyrelsen og foreningens administrator har arbejdet med Fund Governance anbefalinger, og foreningen følger disse.

#### Investeringsrådgiveren: Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Bestyrelsen har indgået en rådgivningsaftale med Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CAM). CAM besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Dette er

#### Investeringsmøde med porteføljeforvalterne fra Carnegie Asset Management



nogle af nøgleværdierne, som sammen med en stor stabilitet i investeringsteamet er fundamentet for gode langsigtede investeringsresultater. Udover rådgivning af Investeringsforeningen Carnegie WorldWide udfører CAM også porteføljestyring for udenlandske fonde og stiftelser, danske pensionskasser, livsforsikringselskaber, danske børsnoterede selskaber samt danske og udenlandske privatpersoner og selskaber. CAM's overordnede investeringsmålsætning er en langsigtet, stabil formuertilvækst under lav risiko. CAM er et helejet datterselskab i Carnegie-gruppen. Carnegie er en uafhængig nordisk investeringsbank, og det svenske moderselskab, D. Carnegie & Co AB, er noteret på OMX Stockholmsbørsen.

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

### Den daglige administration: Carnegie Asset Administration A/S

Bestyrelsen for Carnegie WorldWide har indgået en administrationsaftale med investeringsforvaltningsselskabet Carnegie Asset Administration A/S (CAA), således at dette selskab varetager alle daglige opgaver i foreningen. Der er derfor ingen ansatte i selve

investeringsforeningen. Som omtalt har bestyrelsen for Carnegie WorldWide valgt Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S til at rådgive CAA om foreningens konkrete investeringer. Ligesom CAM er CAA et helejet datterselskab i Carnegie-gruppen.

#### Carnegie Asset Administration A/S' opgaver i overskrifter

- administration og placering af foreningens formue
- førelse af bogholderi for hver afdeling
- daglig værdiopgørelse og løbende overvågning hen over dagen
- udarbejdelse af halvårs- og årsrapport
- udarbejde prospekter
- rapportering til foreningens bestyrelse
- forestå afholdelse af bestyrelsesmøder
- markedsføring og annoncering
- udvikling og vedligeholdelse af foreningens hjemmeside
- skriftlig og mundtlig kommunikation med medlemmerne
- rapportering og kontakt til Finanstilsynet og OMX Københavns Fondsbørs

#### Depotbanken er uafhængig og sikrer særskilt opbevaring af foreningens midler

Carnegie WorldWide har indgået en depotaftale med ABN AMRO Bank om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvide midler. Depotbanken er uafhængig, hvorved det sikres, at foreningens værdipapirer, likvide midler og andre aktiver opbevares særskilt fra eksempelvis administrator og rådgiver. Herved opnås et lukket kredsløb af foreningens aktiver. Depotbanken har derudover en forpligtelse til at tilse, at foreningens handel med værdipapirer foregår i henhold til lovgivningen om investeringsforeninger. Depot-



banken har en række kontrolforpligtelser over for foreningen, bl.a. at kontrollere indre værdiberegninger samt emissions- og indløsningspriser. Derudover sikrer depotbanken gode lokale samarbejdspartnere på de markeder, foreningen investerer på, således at foreningen opnår en tryk opbevaring af foreningens værdipapirer. Endelig sørger depotbanken blandt andet for den fysiske afvikling af handleterne, udstedelse og indløsning af andele i de enkelte afdelinger samt hjem søgning af refunderbare udbytteskatter.

#### Omkostninger

Foreningen har udliciteret den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for disse ydelser. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. for aktieafdelingerne, og 0,4% p.a. for obligationsafdelinger. Denne faste betaling dækker stort set alle foreningens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsrapport.

### Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere

Foreningen har som nævnt overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til CAA og CAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for dette arbejde. Denne betaling er typisk 1,5% p.a. for aktieafdelingerne, og 0,4% p.a. for obligationsafdelingerne. Denne faste betaling, som de enkelte afdelinger betaler, dækker stort set alle foreningens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsrapport. De eneste omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til OMX Københavns Fondsbørs samt få andre mindre poster. Alle andre omkostninger afholdes og bogføres som en konsekvens heraf hos administrations selskabet og investeringsrådgiveren.

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

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

I denne forbindelse finder bestyrelsen det interessant, at kun fire udbydere af globale aktieafdelinger i Danmark over det lange løb – 10 år eller mere – har været i stand til at skabe afkast, som er væsentlig over markedsgennemsnittet. Carnegie WorldWide er én af disse fire. Afdeling Globale Aktier har eksisteret i mere end 17 år, og afdelingen har i denne tid i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,4%. Dette er et årligt merafkast til medlemmerne på mere end 6%-point om året i forhold til markedsgennemsnittet. Og dette efter at alle omkostningerne er betalt. På denne baggrund finder bestyrelsen betalingen på 1,5% p.a. rimelig og konkurrencedygtig.

### Fakta om Carnegie WorldWide

Carnegie WorldWides otte afdelinger er udloddende, dvs. hver afdeling er skattefri, men til gengæld pligtig til at udbetale en del af årets afkast i den enkelte afdeling som udbytte til medlemmerne. Udlodningen fra Carnegie WorldWides afdelinger beskattes hos investor i forhold til de enkelte indkomstkompone nter i afdelingerne. Aktieafdelingerne tilstræber kursgevinster frem for udbyttebetaling.

Udlodningen i aktieafdelinger omfatter renter og udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier ejet i mindre end tre år udregnet efter fradrag af administrationsomkostninger. I obligationsafdelingerne omfatter udlodningen de i regnskabsåret indtjente renter og realiserede nettokursgevinster på obligationer med fradrag af administrationsomkostninger.

I de to obligationsafdelinger kan bestyrelsen vælge at foretage udlodning to gange årligt, således at der på grundlag af afdelingernes indtjente renter med fradrag af afdelingens administrationsomkostninger i første halvår udbetales et acontoudbytte i september/oktober. Efter den ordinære generalforsamling det følgende år, hvor årsrapporten samt størrelsen af det samlede udbytte for regnskabsåret godkendes, udbetales et restudbytte, beregnet som regnskabsårets ordinære udbytte med fradrag af det udbetalte acontoudbytte. Eventuelle realiserede nettokursgevinster kan ikke indgå i acontoudbyttet i henhold til vedtægterne.

Carnegie WorldWide er omfattet af lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og er dermed underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Registreringsnummeret er FT 11057. Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsForeningsRådet.

### Informationer fra Carnegie WorldWide

Med lanceringen af den nye markedsplads specielt for investeringsforeninger er syv af Carnegie WorldWides otte afdelinger nu børsnoteret og kursnoteres dagligt på OMX Københavns Fondsbørs. Afdeling Asien er ikke børsnoteret.

Foreningen lægger stor vægt på åbenhed i kommunikationen med medlemmerne og andre interessenter. I den skriftlige kommunikation lægger vi høj vægt på grundigt at forklare foreningens grundlæggende investeringsfilosofi, investeringsstrategien i de enkelte afdelinger, porteføljeomlægninger samt anden væsentlig information.

Foreningen udgiver derfor en grundig kvartalsorientering, som automatisk udsendes til alle navnenoterede medlemmer. Denne giver et godt overblik over, hvordan kvartalet er forløbet: hvad er købt og solgt, sammensætningen af porteføljerne, og hvad foreningen forventer af fremtiden. Årsrapporten indeholder en omfattende gennemgang af hele året samt forventningerne for det kommende år.

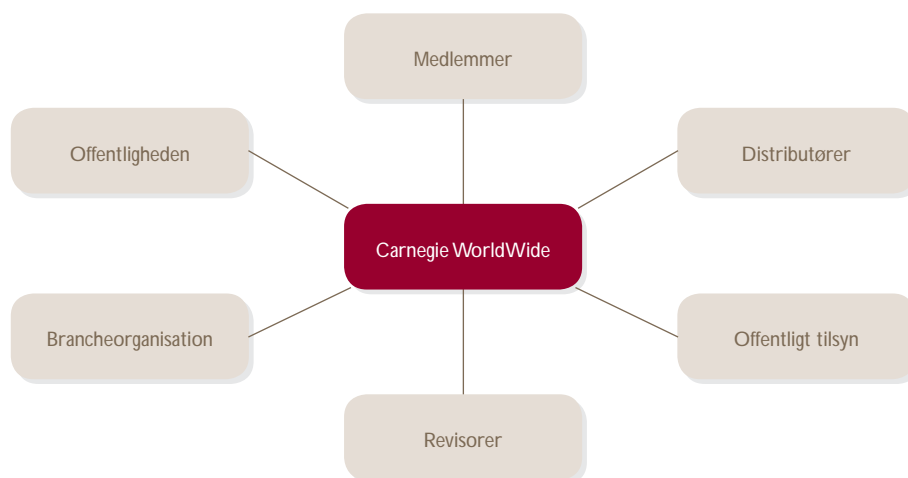
Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk) skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her. Det er desuden muligt via hjemmesiden at tilmelde sig en elektronisk nyhedstjeneste.

#### Medlemsrettigheder

- Ethvert medlem af foreningen har ret til at deltage i generalforsamlingen, når man senest tre hverdage forinden har afhentet adgangskort på foreningens kontor.
- Stemmeret kan kun udøves for de andele, som mindst fire uger forud for generalforsamlingen er noteret på navn i foreningens bøger.
- De beføjelser, der udøves af foreningens generalforsamling, tilkommer en afdelings medlemmer for så vidt angår godkendelse af afdelingens årsrapport, ændring af vedtægternes regler for anbringelse af afdelingens formue og afdelingens opløsning, fusion og spaltning.
- Ethvert medlem har én stemme pr. andel.
- Ethvert medlem har ret til at overdrage fuldmagt til anden person.
- Ingen ejer af andele kan afgive stemme for mere end 5% af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele.
- Beslutninger på generalforsamlingen træffes generelt ved almindelig stemmeflerhed, dog med enkelte undtagelser.



# Carnegie WorldWides interesser



## Medlemmer

Foreningen har ca. 17.300 navnenoterede medlemmer. Derudover er en række medlemmer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede medlemstal inklusive ikke-navnenoterede medlemmer er ca. 22.300.

### Distributører

CAM har i dag indgået ca. 15 betydende samarbejdsaftaler med pengeinstitutter og unit link-selskaber for at forbedre eksisterende og nye medlemmers indsigt i Carnegie WorldWide. Medlemmerne får herved et bedre beslutningsgrundlag for deres investeringsbeslutning. CAM kræver, at samarbejdspartneren yder en synlig informations- og markedsføringsindsats. Det er CAM, som betaler provision for rådgivningen til samarbejdspartneren. Carnegie WorldWide har ingen udgifter herved.

## Distributører

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

CAM har i dag indgået ca. 15 betydende samarbejdsaftaler med primært pengeinstitutter og unit link-selskaber. Unit link-selskaber giver pensionsopparere adgang til selv at investere deres pensions-

midler i eksempelvis investeringsforeninger. Når CAM har indgået en aftale med et unit link-selskab, bliver det dermed muligt for pensionsoppareren at investere pensionsmidlerne i Carnegie WorldWide. Samarbejdsaftaler med pengeinstitutter betyder, at disse pengeinstitutter uddanner deres investeringsrådgivere om Carnegie WorldWides afdelinger, således at eksisterende og nye medlemmer kan få rådgivning om foreningens produkter i pengeinstitutternes filialer.

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

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

CAM foretager typisk en kvartalsvis evaluering af alle eksisterende samarbejdsaftaler, herunder af aktiviteter, volumen, kommunikations- og markedsføringsupport samt vilkår for samarbejdet. Det er målsætningen at være i telefonisk kontakt med alle samarbejdspartnere hvert kvartal samt at mødes minimum én gang om året. Desuden er det CAM's målsætning at afholde et årligt investeringsseminar for alle samarbejdspartnere, hvor afdelingernes investeringspolitik og strategi gennemgås.



## Offentligt tilsyn

Carnegie WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet. Finanstilsynet arbejder med lovgivningen for investeringsforeninger samt udfører kontrol af foreningerne. Carnegie WorldWide er registreret hos Finanstilsynet under FT 11057. På Finanstilsynets hjemmeside [www.finanstilsynet.dk](http://www.finanstilsynet.dk) findes alle relevante love og vejledninger vedrørende investeringsforeninger.

### Revisorer

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

## Revisorer

Foreningen har i dag én revisor. Dette er Grant Thornton, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab. Revisoren evaluerer årsrapporten samt foretager en række kontrolopgaver i løbet af året for at sikre, at foreningens administration er i overensstemmelse med lovgivningen.

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

## Brancheorganisation

Carnegie WorldWide er medlem af InvesteringsForeningsRådet. På deres hjemmeside [www.ifr.dk](http://www.ifr.dk) findes en lang række nyttige oplysninger om investeringsforeningerne i Danmark, herunder sammenlignende afkaststatistikker.

## Offentligheden

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

## 5 års nøgletal

### Carnegie WorldWide/Globale Aktier

Nøgletal	2007	2006	2005	2004	2003
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	1.080.254	732.742	1.223.518	317.980	269.848
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	7.665.073	7.256.484	4.323.017	3.280.729	3.486.561
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1.287.389	1.408.761	939.822	988.168	1.139.023
Indre værdi	595,40	515,10	459,98	332,00	306,10
Officiel kurs	602,31	512,06	466,23	328,90	304,48
Udlodning pr. andel	3,25	3,00	2,75	2,75	3,50
Årets afkast i procent	16,3	12,6	39,7	9,6	8,5
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	-1,6	7,3	26,5	6,4	10,9
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner.

### Carnegie WorldWide/Europa

Nøgletal	2007	2006	2005
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	4.088	103.412	45.915
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	739.818	658.544	404.956
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	526.536	447.588	327.948
Indre værdi	140,51	147,13	123,48
Officiel kurs	139,34	149,80	125,28
Udlodning pr. andel	5,00	8,50	2,50
Årets afkast i procent	1,1	21,3	23,5
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	2,7	19,5	17,9
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,3 <sup>3)</sup>

Afdelingen er startet den 23. maj 2005, og alle angivne nøgletal for 2005 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Europaindeks inklusive udbytter i danske kroner.

3) Afdelingen er startet i maj, hvorfor omkostningsprocenten er lavere, end hvis afdelingen havde eksisteret et helt år.

### Carnegie WorldWide/Danske Aktier

Nøgletal	2007	2006	2005	2004	2003
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	36.315	142.213	217.148	92.363	124.588
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	529.289	594.940	571.177	454.854	433.188
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	222.574	226.901	239.893	291.725	339.406
Indre værdi	237,80	262,20	238,10	155,92	127,63
Officiel kurs	236,82	261,65	238,78	155,02	128,37
Udlodning pr. andel	47,25	40,25	38,75	0,00	0,00
Årets afkast i procent	5,5	28,7	52,7	22,2	38,2
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	8,0	31,3	45,4	28,5	30,0
Omkostningsprocent	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter.

### Carnegie WorldWide/Østeuropa

Nøgletal	2007	2006	2005	2004	2003
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	444.230	469.704	634.455	191.953	83.224
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	2.544.663	2.005.578	1.749.079	826.801	475.519
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	517.868	464.888	504.387	391.701	294.732
Indre værdi	491,37	431,41	346,77	211,08	161,34
Officiel kurs	484,61	431,64	352,30	213,50	159,85
Udlodning pr. andel	31,75	32,00	14,75	3,75	7,25
Årets afkast i procent	22,3	29,0	67,0	35,8	22,6
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	14,0	27,7	63,5	36,1	28,8
Omkostningsprocent	1,6	1,7	1,7	1,9	1,9

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark består p.t. af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Emerging Growth

Nøgletal	2007	2006	2005	2004	2003
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	15.699	2.591	23.017	10.642	25.063
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	135.060	143.556	166.988	162.329	150.435
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	225.504	267.414	319.144	358.784	357.312
Indre værdi	59,89	53,68	52,32	45,24	42,10
Officiel kurs	58,83	53,13	51,79	44,06	42,10
Udlodning pr. andel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Årets afkast i procent	11,6	2,6	15,6	7,5	19,0
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	3,5	2,9	26,4	2,8	6,8
Omkostningsprocent	2,0	2,0	2,0	2,0	1,9

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals globale vækstindeks inklusive udbytter i danske kroner.

## Carnegie WorldWide/Asien

Nøgletal	2007
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	235.150
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	1.350.420
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1.077.812
Indre værdi	125,29
Officiel kurs	-
Udlodning pr. andel	4,25
Årets afkast i procent	25,3
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	33,6
Omkostningsprocent	2,0

Afdeling er startet den 6. december 2006, og alle opgivne nøgletal er fra den dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat

Nøgletal	2007	2006	2005
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	253	212	110
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	72.439	74.555	82.955
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	74.017	74.977	82.852
Indre værdi	97,87	99,44	100,13
Officiel kurs	97,70	100,28	100,83
Udlodning pr. andel	2,25	2,00	0,00
Årets afkast i procent	0,45	0,32	0,13
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	-	-	-
Omkostningsprocent	0,5	0,5	0,2 <sup>3)</sup>

Afdelingen er startet den 11. oktober 2005, og alle opgivne nøgletal fra 2005 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Afdelingen har ikke noget benchmark.

3) Afdelingen er startet i oktober, hvorfor omkostningsprocenten er lavere, end hvis afdelingen havde eksisteret et helt år.

## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv &amp; Pension

Nøgletal	2007	2006	2005	2004	2003
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	232	-74	8.624	15.558	11.368
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	103.319	138.601	150.376	250.910	234.108
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	106.823	138.774	144.417	234.848	218.940
Indre værdi	96,72	99,88	104,13	106,84	106,93
Officiel kurs	96,50	100,62	104,88	107,59	106,72
Udlodning pr. andel	3,75	3,50	4,25	8,75	7,00
Årets afkast i procent	0,38	0,11	3,90	6,75	4,62
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	2,10	0,01	5,08	7,29	4,55
Omkostningsprocent	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er J.P. Morgans obligationsindeks for danske obligationer.

## Risikoeksponering – målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	10,5	11,3	14,5	17,4
Benchmark <sup>1)</sup>	8,9	9,8	14,7	16,1
Carnegie WorldWide/Østeuropa	18,7	17,8	19,3	27,4
Benchmark <sup>2)</sup>	20,8	19,9	23,4	31,1
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	12,4	14,1	18,7	
Benchmark <sup>3)</sup>	11,0	12,5	16,1	
Carnegie WorldWide/Danske Obligationer E&P	2,5	2,5	2,6	
Benchmark <sup>4)</sup>	2,6	2,8	2,9	
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	15,1	14,5		
Benchmark <sup>5)</sup>	8,8	9,8		

Sharpe Ratio opgjort de seneste	3 år	5 år	7 år	10 år
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	1,6	1,1	0,0	0,4
Benchmark <sup>1)</sup>	0,7	0,7	-0,3	0,0
Carnegie WorldWide/Østeuropa	1,6	1,5	1,0	0,4
Benchmark <sup>2)</sup>	1,2	1,3	0,8	0,4
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	1,7	1,6	0,4	
Benchmark <sup>3)</sup>	1,9	1,8	0,5	
Carnegie WorldWide/Danske Obligationer E&P	-0,7	0,1	0,4	
Benchmark <sup>4)</sup>	-0,3	0,4	0,5	
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	0,4	0,5		
Benchmark <sup>5)</sup>	0,8	0,5		

- 1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner.
- 2) Benchmark består p.t. af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley og opgøres inklusive udbytter i danske kroner.
- 3) Benchmark er OMX Cph. Cap-indekset. Før 1. januar 2004 var det KAX Totalindeks ekskl. udbytter.
- 4) Benchmark er J.P. Morgans obligationsindeks for danske obligationer.
- 5) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals globale vækstindeks inklusive udbytter i danske kroner.

Standardafvigelse og Sharpe Ratio er ikke beregnet for perioder under tre år, da det kræver en vis mængde data at beregne volatilitet og Sharpe Ratios. Derfor er der ikke oplyst tal for afdeling Europa, afdeling Asien og afdeling Danske Obligationer Privat. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra InvesteringsForeningsRådet.

Standardafvigelse, der også kaldes volatilitet, er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større standardafvigelse desto større udsving i det historiske afkast.

For eksempel har det gennemsnitlige afkast i de seneste 10 år af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers levetid været 11,6% p.a. Med en standardafvigelse på 17,4% p.a. betyder det, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 17,4%.

Nøgletallet Sharpe Ratio er opfundet af den amerikanske nobelpristager William F. Sharpe i 1966. Sharpe Ratio måler en investerings afkast i forhold til dens risiko. Dermed kan nøgletallet Sharpe Ratio bruges til at sammenligne investeringer med forskellige risikoeksponeringer. Jo større Sharpe Ratio desto bedre.



# Bestyrelsens beretning for alle afdelinger

## Resultater og udbytter 2007

Afdeling	Afkast	Benchmark	Omkostningsprocent	Merafkast efter omkostninger i %-point	Udbytte pr. andel	Heraf kapitalindkomst	Heraf aktieindkomst	Heraf skattefri indkomst	Selskabsandel 66%*
Globale Aktier	16,3%	-1,6%	1,6%	17,9%	3,25 kr.	0,10 kr.	3,15 kr.	-	3,15 kr.
Europa	1,1%	2,7%	1,6%	-1,6%	5,00 kr.	0,10 kr.	4,90 kr.	-	2,06 kr.
Danske Aktier	5,5%	8,0%	1,6%	-2,5%	47,25 kr.	0,24 kr.	47,01 kr.	-	3,86 kr.
Østeuropa	22,3%	14,0%	1,6%	8,3%	31,75 kr.	0,47 kr.	31,28 kr.	-	3,11 kr.
Emerging Growth	11,6%	3,5%	2,0%	8,1%	0 kr.	-	-	-	-
Asien**	25,3%	33,6%	2,0%	-8,3%	4,25 kr.	0,04 kr.	4,21 kr.	-	1,64 kr.
Danske Obligationer Privat	0,5%	-	0,5%	-	2,25 kr.	2,25 kr.	-	-	-
Danske Obligationer E&P	0,4%	2,1%	0,5%	-1,7%	3,75 kr.	3,75 kr.	-	-	-

\*Kr. pr. andel som stammer fra aktieudbytter, og som for virksomheder medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

\*\*Resultatet er for hele regnskabsperioden med start i december 2006.

## Positive afkast for aktieafdelingerne trods svære markeder

2007 blev et besværligt år på aktiemarkederne, og særligt i andet halvår trak bolig- og kreditkrisen i USA aktiemarkederne ned. Set over hele 2007 faldt verdensindekset knapt 2%. Stigende obligationsrenter skabte igen i 2007 modvind for obligationsinvesteringer, så det blev kun til et lille plus til obligationsafdelingerne.

### Tilfredsstillende 2007

Bestyrelsen anser overordnet set foreningens resultat i 2007 for tilfredsstillende. Afdeling Globale Aktier, afdeling Østeuropa og afdeling Emerging Growth skabte positive resultater væsentligt over markedsniveauet. Resultatet i den største afdeling, afdeling Globale Aktier, var med et merafkast på 18% særdeles tilfredsstillende. De øvrige aktieafdelinger og de to obligationsafdelinger skabte positive afkast, men under markedsniveauerne.

Afdelingernes afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen ovenfor. Bestyrelsen anser overordnet foreningens resultat i 2007 for tilfredsstillende. På trods af de besværlige aktiemarkeder lykkedes det alle aktieafdelingerne at skabe positive afkast i 2007. Afdeling Globale Aktier, afdeling Østeuropa og afdeling Emerging Growth skabte positive resultater væsentligt over markedsniveauet. Disse afdelinger gav henholdsvis 16%, 22% og 12% i afkast, hvilket bestyrelsen finder særdeles tilfredsstillende. Afdeling Danske Aktier og afdeling Europa skabte afkast lidt under markedsniveauet. Afdeling Asien skabte det højeste afkast i foreningen, men afkastet var dog et stykke under markedsniveauet på grund af en defensiv investeringsstrategi.

Bestyrelsen har gennem de senere år haft særlig fokus på afdeling Emerging Growth, da vækstaktier i en årrække har haltet efter eksempelvis valueaktier. Bestyrelsen har tidligere udtrykt tiltro til, at vækstaktier vil komme tilbage, og på denne baggrund er det positivt at se, at 2007 blev året hvor vækstaktierne overhalede valueak-

tier, og at afdeling Emerging Growth skabte et ganske tilfredsstillende resultat med et merafkast på 8%-point. Dette resultat var i 2007 det næstbedste resultat blandt de udloddende danske foreninger med globale aktier. Afdeling Globale Aktiers afkast på 16% var det bedste afkast blandt samtlige danske foreninger med globale aktier.

Stigende obligationsrenter betød igen i 2007, at de to obligationsafdelinger skabte skuffende afkast på under 1%. Afkastet var under det generelle obligationsmarked, hvilket er under målsætningen.

## Resultaterne i de enkelte afdelinger

Bestyrelsens forslag til resultatdisponering fremgår i forlængelse af de enkelte afdelingers resultatopgørelse.

### Afdeling Globale Aktier

Afdeling Globale Aktier gav i 2007 et afkast på 16,3%. Bestyrelsen finder resultatet meget tilfredsstillende, idet resultatet er 17,9%-point bedre end indekset. Afdeling Globale Aktier skabte det bedste resultat i 2007 blandt samtlige foreninger med globale aktier. Afdelingen ligger helt i toppen i denne konkurrencesammenligning målt både på kortere og længere tidshorisoner. Afdelingen har siden starten i 1990 i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,4%. Det globale aktiemarked har i gennemsnit i samme periode givet et årligt afkast på 6,9%.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 3,25 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 3,15 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,10 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,15 kr. pr. andel ud af de 3,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

### Afdeling Europa

Afdeling Europa skabte i 2007 et resultat på 1,1%. Afkastet var mindre tilfredsstillende, både absolut og i forhold til gennemsnittet af de europæiske aktiemarkeder, der steg med 2,7% målt ved Morgan Stanleys europæiske aktieindeks. Afdelingens resultat i levetiden siden lanceringen i medio 2005 er dog tilfredsstillende med et årligt gennemsnitsafkast på 17,3% mod indeksets 15,3%.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 5,00 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 4,90 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,10 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,06 kr. pr. andel ud af de 5,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### Afdeling Danske Aktier

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 5,5% i 2007. Dette er 2,5%-point dårligere end afdelingens benchmark, OMX Cph. Cap inklusive udbytter, hvilket er under målsætningen. Set i forhold til konkurrerende afdelinger, var afkastet dog det næstbedste i Danmark blandt de aktivt forvaltede afdelinger med danske aktier.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 47,25 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 47,01 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,24 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,86 kr. pr. andel ud af de 47,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### Afdeling Østeuropa

Afdelingen gav i 2007 22,3% i afkast mod benchmark på 14,0%. Bestyrelsen finder resultatet særdeles tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 31,75 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 31,28 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,47 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,11 kr. pr. andel ud af de 31,75 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### Afdeling Emerging Growth

Afdelingens indre værdi steg 11,6% i 2007, hvilket er bedre end afdelingens benchmark, Morgan Stanleys globale vækstindeks, der steg 3,5%. Bestyrelsen finder resultatet særdeles tilfredsstillende i lyset af det lave markedsafkast. Samtidig er det værd at bemærke, at vækstaktierne i 2007 efter seks år med lavere afkast gav et højere afkast end valueaktierne, som målt ved Morgan Stanleys globale valueindeks faldt 6,4% i 2007. Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2007.

#### Afdeling Asien

Afdelingen gav i regnskabsperioden fra december 2006 til ultimo 2007 et afkast 25,3%. Afkastet på benchmark var 33,6%. Bestyrelsen finder det absolutte afkast tilfredsstillende, mens det noget lavere relative afkast er under den langsigtede målsætning om merafkast i forhold til markedet. Strategien har dog bevidst været lagt forsigtigt an ud fra fundamentalanalyser, og vi har derfor ikke deltaget i de mere likviditetsdrevne områder i Asien.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at der udbetales et udbytte på 4,25 kr. pr. andel. Af dette udbytte beskattes 4,21 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,04 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 1,64 kr. pr. andel ud af de 4,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

#### Afdeling Danske Obligationer Privat

Afdelingen gav i 2007 et afkast på 0,5%, hvilket bestyrelsen finder mindre tilfredsstillende på trods af, at stigende obligationsrenter generelt trak afkastet på obligationsinvesteringer ned.

Bestyrelsen vil indstille til generalforsamlingen, at afdeling Danske Obligationer Privat for regnskabsåret 2007 udbetaler 2,25 kr. pr. andel i udbytte. Hele udlodningen beskattes som kapitalindkomst. Afdelingen udloddede a conto 1 kr. pr. andel i 2007, så restudbyttet udgør 1,25 kr. pr. andel.

#### Afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension

Afdelingen opnåede i 2007 et lille plus på 0,4%, hvilket bestyrelsen finder mindre tilfredsstillende på trods af, at stigende obligationsrenter generelt trak afkastet på obligationsinvesteringer ned. Afdelingens benchmark opnåede i 2007 et afkast på 2,1%.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension udbetaler 3,75 kr. pr. andel i udbytte. Hele udlodningen beskattes som kapitalindkomst.

#### Vidensressourcer

Foreningens vidensressourcer er af afgørende betydning for de opnåede resultater samt de fremtidige afkast i foreningen. Som beskrevet i afsnittet "Carnegie WorldWide og samarbejdspartnere" har foreningen indgået administrations- og rådgivningsaftaler med Carnegie Asset Administration A/S og Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Disse formueforvaltere besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Denne unikke kultur har skabt stor stabilitet i de investeringsteams, som rådgiver foreningen. Denne stabilitet er et vigtigt fundament for gode langsigtede investeringsresultater. Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har i alt 11 porteføljeforvaltere, som rådgiver foreningen. Derudover har Carnegie Asset Administration A/S én administrerende direktør, som har det overordnede ansvar for investeringerne.

#### Usikkerhed ved indregning og måling

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

##### Officielle børskurser

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

##### Værdiansættelsen af unoterede og mindre likvide værdipapirer

Værdiansættelsen i afdelinger, som har investeringer i unoterede værdipapirer vil være behæftet med usikkerhed, idet værdiansættelsen af unoterede værdipapirer ikke har samme sikkerhed som li-

kvide værdipapirer, der er noteret på en markedsplads. I 2007 er det kun afdeling Østeuropa, som har investeret i unoterede værdipapirer. Ultimo 2007 havde afdeling Østeuropa to unoterede investeringer svarende til en vægt på 5,3% af de samlede aktieinvesteringer. De anvendte kurser er fastlagt ud fra den transaktionspris, som to uafhængige parter, der anlægger normale forretningsmæssige betragtninger, ville handle til. Værdiansættelsen er bl.a. sket ved hjælp af informationer fra selskaberne selv og fra børsrådgivere.

De to obligationsafdelinger har investeret i nogle obligationer, som har mindre likviditet. I de tilfælde, hvor den senest handlede pris er signifikant forskellig fra en realistisk aktuel handelspris, er disse obligationer prisfastsat ud fra andre sammenlignelige obligationer.

### **Opgørelse af handelsomkostninger**

Opgørelse af udenlandske handelsomkostninger er behæftet med en mindre usikkerhed, idet foreningen modtager handelsnotaer, hvor udenlandske handelsomkostninger ikke er specificeret direkte. Foreningen har kendskab til udgiftssatserne på de enkelte markeder, og ud fra disse oplysninger er de samlede afholdte kurtageudgifter skønnet. Usikkerheden på denne måling har ingen indflydelse på afdelingernes værdiansættelse eller resultat. Usikkerheden påvirker alene opgørelsen af handelsomkostninger og tilsvarende med modsat fortegn posten "Kursgevinster og -tab" på kapitalandele og obligationer.



*[Faint, illegible text, likely a header or introductory paragraph.]*



# Beretning om investeringsmarkederne

## Udviklingen på markederne i 2007

### Rentemarkederne: stigende renter i første halvår, faldende renter i andet halvår

Rentemarkedet i 2007 kan deles op i to perioder. I første halvår steg renterne generelt, mens andet halvår var præget af faldende statsrenter samt en udvidelse af merrenten på realkredit- og virksomhedsobligationer. I første halvår overraskede ledende indikatorer positivt for den fremtidige vækst samt nøgletal for den aktuelle økonomiske vækst i såvel USA som i Europa. I Europa var der en situation med en høj kapacitetsudnyttelse, stigende beskæftigelse, høj vækst i pengemængden, høj vækst i kreditgivning, stigende energi- og fødevarerpriser samt en tendens til stigende lønninger. I lyset heraf fortsatte ECB sine forhøjelser af sin styrente med 0,25%-point ad gangen op til 4%. Som en konsekvens heraf steg de danske obligationsrenter. Andet halvår var præget af den amerikanske subprimekrise. Med udspring i det svage amerikanske boligmarked opstod der en krise i den nedre del af markedet for amerikanske realkreditobligationer (subprime), som spredte sig til en krise af mere global karakter for virksomheds- og realkreditobligationer samt en likviditetskrise i dele af banksystemet. Konsekvensen var, at FED begyndte at sænke sin korte styrente fra 5,25% ned til 4,25% ved årets udgang. ECB foretog en u-vending og holdt sin korte styrente uforandret på 4%. ECB undlod dermed at hæve renten, som det ellers var ventet af finansmarkederne. Den øgede kreditrisiko betød, at investorerne søgte mod sikre statsobligationer og dermed faldende renter på statsobligationer. Den manglende risikovillighed betød en dårligere kursudvikling på realkredit- og virksomhedsobligationer i forhold til statsobligationer og dermed en udvidelse af merrenten til realkredit- og virksomhedsobligationer.

Danske renter



Målt over året faldt de amerikanske statsobligationsrenter med 1,75%-point for den 2-årige rente til 3,05% og med 0,70%-point for den 10-årige rente til 4,00%. Subprimekrisen betød også faldende renter i Europa i efteråret. ECB's fastholdelse af sin korte styrente var medvirkende til, at rentefaldet i Europa blev væsentligt mindre end i USA samt mindre end de stigende renter, der havde været i Europa i foråret. Målt over året steg den danske 2-årige og 10-årige statsrente således med henholdsvis 0,30%-point og 0,50%-point.

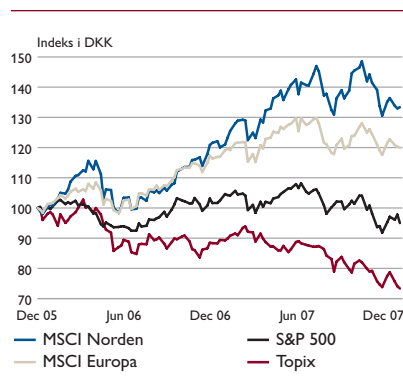
### Valutamarkederne: dollaren faldt 9,8% over for danske kroner

Valutamarkederne var præget af et generelt fald i den amerikanske dollar på 9,8% over for danske kroner. Udviklingen af centralbankernes korte styrenter udgjorde en vigtig faktor for svækkelsen af den amerikanske dollar. Sænkningen af FED's styrente fra 5,25% til 4,25% samt ECB's forhøjelse af sin styrente fra 3,5% til 4% betød en markant reduktion af merrenten i amerikansk favør fra 1,75%-point til 0,25%-point. Der var også tale om en tendens til en stærk euro og en stærk dansk krone. Således steg euroen og danske kroner med 3,6% over for japanske yen, med 8,2% over for engelske pund og med 4,5% over for svenske kroner.

### Aktiemarkederne: besværligt år, dog pæne stigninger i emerging markets

2007 blev et besværligt år på aktiemarkederne, og særligt i andet halvår trak bolig- og kreditkrisen i USA aktiemarkederne ned. Set over hele 2007 faldt verdensindekset 1,6%, mens faldet i 2. halvår blev 7,5%. Investorerne frygtede, at den amerikanske bolig- og kreditkrise ville sætte et punktum for den mangeårige økonomiske opsving i USA med afsmittende virkning på den globale økonomi. Det amerikanske indeks S&P500 faldt 6,6%, mens Japan målt ved Nikkei faldt 14,5%. De europæiske markeder gav varierende afkast med et gennemsnit på 2,7%. Blandt de positive markeder var Tyskland, Grækenland, Norge, og Finland med afkast omkring 20%, mens England, Sverige og Italien gav negative afkast.

Aktieindeks



Generelt set klarede emerging markets sig betydeligt bedre end de vestlige markeder. Eksempelvis steg de asiatiske markeder ca. 25%, mens de østeuropæiske markeder steg ca. 14%. Disse økonomier har generelt overskud på deres betalingsbalancer og er derfor betydeligt bedre rustet til en kreditkrise end tidligere.

## Udvikling i indeks i DKK

		2007	2006	2005
<b>Indeks inklusive geninvesteret udbytte</b>				
MSCI World	USD	-1,6%	7,3%	26,5%
MSCI Europe	USD	2,7%	19,5%	26,4%
MSCI World Growth	USD	3,5%	2,9%	26,4%
Danmark: OMX Copenhagen Cap.	DKK	8,0%	31,3%	45,4%
MSCI Fjernøsten ekskl. Japan	USD	23,1%	17,8%	31,5%
MSCI Asia ex. Japan	USD	26,4%	19,2%	41,8%
<b>Indeks eksklusive udbytte</b>				
<b>Nordamerika</b>				
USA: Dow Jones	USD	-4,0%	4,0%	14,8%
USA: S&P 500	USD	-6,6%	1,6%	19,0%
USA: Nasdaq	USD	-0,9%	-2,1%	17,1%
<b>Fjernøsten</b>				
Japan: Nikkei	JPY	-14,5%	-5,3%	40,7%
Japan: Topix	JPY	-15,5%	-9,8%	44,0%
Hong Kong: Hang Seng	HKD	25,4%	19,6%	21,1%
Singapore: Strait Times	SGD	12,2%	23,2%	28,9%
Thailand: SET	THB	22,2%	-3,4%	17,0%
<b>Nord- og Centraleuropa</b>				
England: FTSE 100	GBP	-4,8%	12,8%	20,6%
Frankrig: CAC40	EUR	1,3%	17,5%	23,7%
Tyskland: DAX	EUR	22,3%	21,9%	27,4%
Schweitz: Zürich SBV	CHF	-2,8%	16,5%	35,2%
<b>Sydeuropa</b>				
Spanien: Madrid	EUR	5,6%	34,4%	20,9%
Italien: Milano	EUR	-7,8%	18,9%	14,1%
Grækenland: Athen	EUR	17,9%	19,9%	31,9%
<b>Skandinavien</b>				
Sverige: Affärsvarden	SEK	-11,0%	29,4%	28,0%
Norge: Oslo	NOK	17,4%	29,6%	57,3%
Finland: HEX	EUR	20,5%	17,8%	31,5%

# Forventninger til 2008

## Den globale økonomi og aktiemarkedene

Overordnet forventer vi, at den strammere likviditet som følge af den finansielle krise og den fortsatte nedgang i det amerikanske boligmarked, som kan lede til en amerikansk recession, vil lægge en dæmper på afkastene på aktiemarkedene i 2008. Vi venter derfor mere turbulens på aktiemarkedene, og markedsafkastene kan i 2008 godt blive lavere end vores langsigtede forventninger om et gennemsnitligt afkast på 6-8% p.a.

### Aktieforventninger

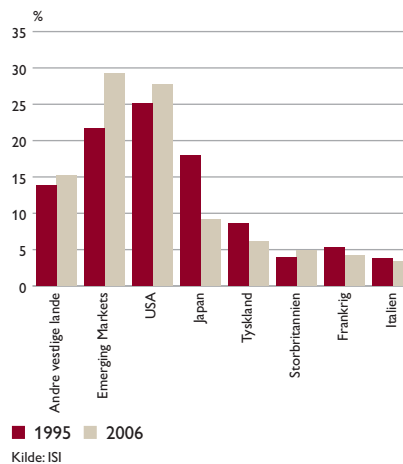
Vi venter mere turbulens på aktiemarkedene i 2008, og markedsafkastene kan i 2008 godt blive lavere end vores langsigtede forventninger om et gennemsnitligt afkast på 6-8% p.a. Vi forventer, at den strammere likviditet som følge af den finansielle krise og den fortsatte nedgang i det amerikanske boligmarked kan lede til en amerikansk recession. Vi tror dog ikke på en global økonomisk recession på grund af positive udsigter for emerging markets.

Turbulens er dog også lig med muligheder. Vi forventer ikke en global recession, så derfor tror vi, at eventuelt større kursfald på aktiemarkedene vil bringe købsmuligheder, som vi vil forsøge at udnytte bedst muligt.

Grunden til, at vi ikke tror på, at en eventuel amerikansk recession vil sprede sig til en global recession, er udsigten til en lempelig pengepolitik i den vestlige verden samt fortsat strukturel vækst i emerging markets. Risikoen er højere kerneinflation i særligt den vestlige verden, idet det vil forhindre en meget lempelig pengepolitik. Vi befinder os i den modne del af den økonomiske cyklus, men denne globale vækst- og aktiemarkeds cyklus vil først være afsluttet, når vækstgrænsen er nået i BRIK landene (Brasilien, Rusland, Indien, Kina). Det er forkert at tro på en global recession, så længe de grundlæggende forudsætninger for økonomisk vækst og nogenlunde pristabilitet er til stede. Det fordrer, at politikerne ikke griber unødigt ind i de frie markeds kræfter og den globalisering, som har så mange positive effekter for alle parter – herunder den globalt orienterede investor.

Væksttakten i verdensøkonomien er på vej ned fra historisk høje 5%. USA, Europa og Japan og den udviklede økonomiske blok, der står for 70% af verdensøkonomien, kommer sandsynligvis kun til at vokse 1-2% i 2008. Det får negative afledte effekter ind i emerging markets, herunder Kina. Den høje afhængighed mellem landene i en globaliseret verden virker i både opadgående og nedadgående retning. Det unikke lige nu er dog, at de indenlandske vækstfaktorer i emerging markets er stærke nok til i nogen grad at kompensere for det lavere væksttempo i vores del af verden.

Andel af verdensøkonomien (BNP)



Som det fremgår af figuren, fylder emerging markets nu mere end USA og udgør næsten 30% af verdensøkonomien i forhold til 22% i 1995. Selvom væksten således påvirkes negativt i emerging markets, er der nu et så betydeligt bidrag fra indenlandske investeringer og forbrug til, at den globale vækst opretholdes på et lavere, men fortsat pænt niveau.

Reaktionen på den lavere vækst i den vestlige verden bliver pengepolitiske lempelser, hvilket normalt er positivt for aktiemarkedet.

I det følgende beskriver vi de store økonomiske regioner mere uddybende.

## USA

Alles øjne vil fortsat være rettet mod USA og konsekvenserne af det svage boligmarked i 2008. Den finansielle krise foranlediget af lemfældig långivning og smart indpakning af dårlige lån får særligt mærkbare konsekvenser for den finansielle sektors lånevillighed. Der gættes på direkte tab på op i mod 500 mia. USD, som skal tages i det finansielle system.

Boligmarkedet er svagt, og priserne er faldende. Den samlede værdi af boligmarkedet i USA er omkring 20.000 mia. USD, og et sandsynligt fald fra toppen på 15% over de kommende par år vil således udgøre et fald på 3.000 mia. USD. Herunder er det væsentligt at forstå, at det vigtigste aktiv for banksektoren i form af sikkerhedsstillelse for lån er fast ejendom. Vi tror derfor, at konsekvensen af denne krise er, at bankerne vil bruge nogle kvartaler på at tænke defensivt og fokusere på at styrke deres balance og soliditet i stedet for at tænke ekspansivt. Kombinationen af lavere långivning og faldende huspriser vil påvirke både forbruget og investeringslysten i USA i negativ retning.

Der er dog modgående faktorer, som fortsat vil understøtte verdens største økonomi. Lav vækst vil mindske importen, og den svage dollar vil styrke eksporten. Nettoeffekten vil være et betydeligt po-

sitivt vækstbidrag fra nettoeksporten for første gang i 10 år. Både de indenlandske og de internationalt orienterede virksomheder er i en forholdsvis god position i USA, da gældsniveauet er moderat og genereringen af overskud fortsat ligger på et højt niveau. Dette gode soliditetsniveau giver mulighed for øget investeringsaktivitet på et senere tidspunkt. Den amerikanske centralbank har påbegyndt en ny runde rentenedsættelser. Vi venter, at disse vil fortsætte i takt med yderligere svaghed på boligmarkedet i USA. Markedet vil dog kun tage disse rentenedsættelser positivt op, såfremt kerneinflationen holder sig på et lavt niveau. Afsmittende effekter af de fortsat stigende råvare- og fødevarerpriser udgør derfor en særlig risikofaktor. Dog vil den lavere vækst sandsynligvis mindske presset på lønningerne og dermed give plads til de vigtige rentenedsættelser.

## Europa

Også dele af Europa som Storbritannien, Irland, Spanien og Skandinavien oplever et svagere boligmarked med negative konsekvenser for forbrug og vækst de kommende kvartaler. Hvor den engelske centralbank formentligt vil følge USA og sænke renterne aggressivt, vil ECB (Den europæiske centralbank) fortsat være mere tilbageholdende. Ligeledes virker den stærke euro også som en vækstdæmper på det europæiske kontinent. Vi venter således også aftagende vækst, men dog ikke recession i denne vigtige del af verdensøkonomien.

## Japan

Den fortsat svage vækst i et af de samfund i verden, som er hårdest ramt af den stigende gennemsnitsalder i befolkningen, har ikke givet mulighed for en normalisering af de fortsat lave renter i Japan. Lav vækst og lånelyst og fortsat let deflation kommer formentligt også til at præge 2008, hvor den tidligere støtte fra stærke eksportmarkeder ikke vil hjælpe i samme grad.

## Emerging markets

Den drivende kraft i emerging markets og dermed også i verdensøkonomien i 2008 udgøres af de såkaldte BRIK lande. Disse lande udgør 12% af verdens BNP og godt 40% af emerging markets, men en væsentligt større andel af den globale vækst i BNP i 2008. Vi venter, at Kina bidrager med en væsentligt større andel af den globale vækst end USA i 2008. Investeringer og privatforbrug udgør 80% af væksten i Kina. Store offentlige investeringsprogrammer driver en høj investeringsaktivitet i Kina de kommende år – også efter OL i Beijing. Det private forbrug vokser 15-20% p.a., og flytningen fra land til by er fortsat en vigtig drivkraft. Forbruget understøttes af et stærkt boligmarked, hvor Kina fortsat er på et tidligt stadie. Det typiske huskøb i Kina foregår med en udbetaling på 40% af købesummen og resten finansieret over maksimum 10 år. Bankerne i Kina er først nu kommet i gang med at etablere produkter til den private forbruger efter vestlig model, og derfor er der fortsat et stort potentiale her. Vi ser ikke udprægede tegn på overophedning og overinvesteringer, idet boligpriser og udlånvækst vokser kontrolleret. Ligeledes er der fortsat god profitabilitet i kinesiske virksomheder.



De seneste inflationstal er dog for høje for de kinesiske myndigheder. Disse tal er blandt andet drevet af store stigninger i fødevarerpriserne på især kød. Vi venter, at kombinationen af øget produktion af kød som følge af de højere priser og de seneste regeringstiltag i forhold til at bremse eksporten af fødevarer vil lede til et lavere inflationspres i 2008. Kinas nettoeksport bidrager med 20% af væksten i Kina. Eksporten til USA og Europa udgør 37% af Kinas totale eksport. Et nyligt studie fra Asian Development Bank estimerer, at 79% af Asiens eksport ender op i ikke-asiatiske lande med Kina som en nøglespiller, fordi Kina har en særlig status som det land, der samler forskellige importerede komponenter til færdige produkter og sender dem videre til den vestlige verden. En nedgang i væksten i USA, Europa og Japan vil derfor påvirke Kina negativt trods vores fortsatte forventninger om, at Kina vil vinde markedsandele på de vestlige eksportmarkeder. Der er dog fortsat god grund til at forvente, at henholdsvis investeringsaktiviteten og forbruget fortsat vil stige og dermed lede til, at Kina også i 2008 kan vokse med omkring 10%. Indien er ligeledes inde i en gunstig udvikling, hvor den indenlandske vækst er den væsentligste drivkraft – en udvikling, vi venter, vil fortsætte i 2008.

Brasilien og Rusland er to væsentlige ikke-asiatiske lande i kraftig vækst. De er dog også afhængige af de globale økonomiske udsigter, som følge af disse landes store eksport af olie og metaller. Her kan tillægges hele Mellemøsten, hvor de høje oliepriser har skabt et økonomisk boom de seneste år.

## Renteforventninger

Såvel flere centralbanker som obligationsmarkedet står over for et dilemma med udsigt til lavere vækst på et tidspunkt, hvor inflationen er stigende, trukket op af stigende energi- og fødevarerpriser. Styrken af nedturen på det amerikanske boligmarked har øget risikoen for en periode med negativ vækst i USA. Samtidig stiger inflationen i såvel USA (ca. 4%) som i Europa (ca. 3%) drevet op af de stigende energi- og fødevarerpriser. USA oplever en cocktail af et boligmarked i krise, et marked for kreditobligationer og aktier i krise, høje olie- og benzinpriser samt en vigende beskæftigelse. Dertil skal lægges banker, der strammer op for kreditgivning. Alt i alt er der en risiko for, at USA vil opleve ét til flere kvartaler med negativ vækst i 2008. Da FED (Den amerikanske centralbank) ikke har et inflationsmål som for eksempel ECB, forventer vi, at FED fokuserer mindre på inflationen og fortsætter med at sænke sin korte styrerente.

### Renteforventninger

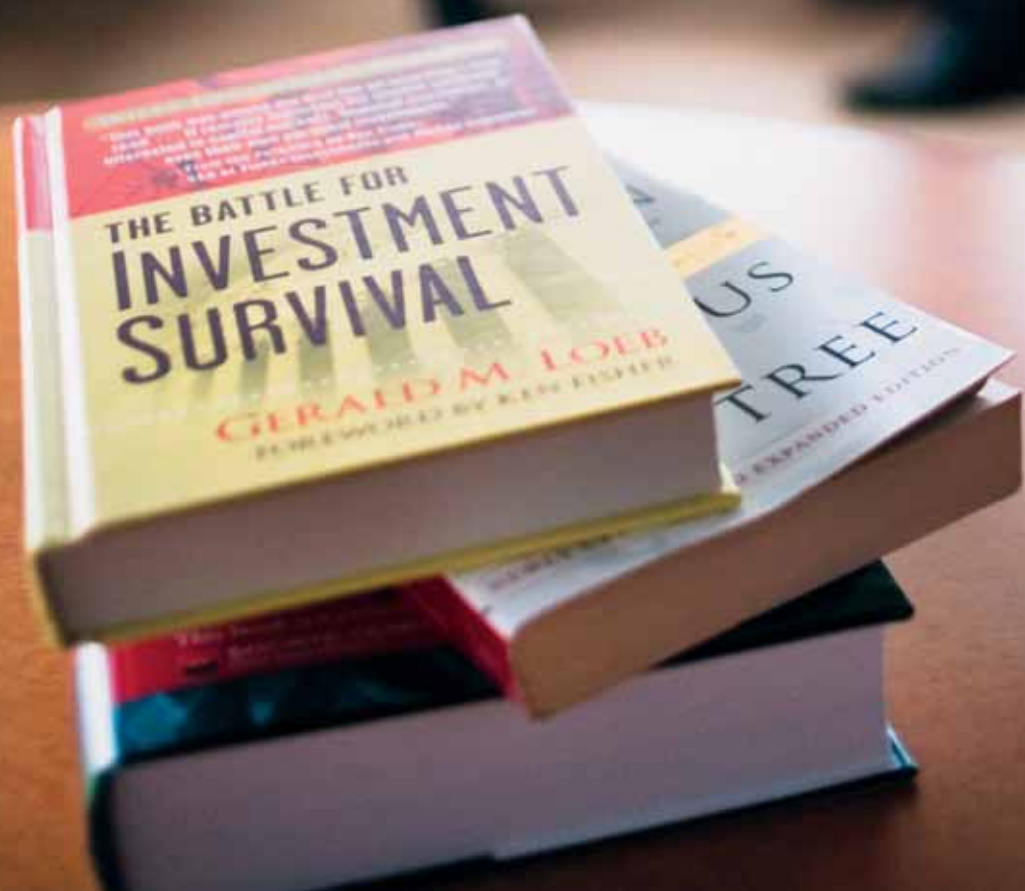
FED's kraftige rentesænkninger her i starten af 2008 skal ses i lyset af, at FED ikke har et inflationsmål som for eksempel ECB. De amerikanske rentesænkninger øger presset på ECB for at sænke sin korte styrerente, og vi forventer, at ECB i lyset af kreditt krisen begynder at sænke sin korte styrerente. Som en konsekvens af dilemmaet med svag vækst og stigende inflation samt, at renterne allerede indregner fortsatte rentesænkninger, forventer vi fortsat høje udsving i de danske obligationsrenter omkring de nuværende niveauer.

Vi forventer, at ECB i 2008 begynder at sænke sin korte styrerente i lyset af krisen på markedet for kreditobligationer og aktier. FED's rentesænkning på 1,25%-point i starten af 2008 øger presset på ECB for at sænke sin korte styrerente. Situationen er imidlertid en anden i forhold til 2001, hvor lav vækst og risikoen for deflation var i fokus. I øjeblikket er der ikke risiko for deflation i Europa. Omvendt forventes de cykliske kræfter at betyde en aftagende inflationsrate i løbet af 2008 i såvel USA som i Europa.

ECB er normalt meget fokuseret på sit inflationsmål under 2%. Senest i december måned hævde ECB sine inflationsforventninger og samtidig udtrykte ECB's præsident Trichet vigtigheden af at sørge for at holde inflationsforventningerne i ro. ECB er klar til at imødegå truslen om inflation fra såkaldte andenrundeeffekter, hvor lønmodtagerne kræver højere lønninger som kompensation for stigende energi- og fødevarerpriser. Nogle af medlemmerne af ECB's bestyrelse stemte endda for en renteforhøjelse ved bestyrelsesmødet i december måned. En høj inflation er imidlertid ingen hindring for en rentesænkning. Således sænkede ECB i 2001 sin styrerente på trods af en inflation over 3%. På trods af at en del nøgletal tilsiger, at ECB skal hæve sin korte styrerente, forventer vi, at ECB sænker sin korte rente på grund af finanskrisen, og fordi vækstudsigerne er blevet så tilpas dystre.

De aktuelle stigende energi- og fødevarerpriser er af mere strukturel karakter drevet af en øget global konkurrence om ressourcerne. Eksempelvis ses en voksende købedygtig middelklasse i lande som Kina og Indien, som i takt med velstandsstigningerne øger deres efterspørgsel efter kød og mælk. Dette øger igen efterspørgslen efter kornprodukter, da disse indgår i dyrenes foder. Den strukturelle karakter af disse prisstigninger betyder, at inflationssiden af dilemmaet let kan gå hen og sætte agendaen for de europæiske obligationsrenter, hvis finanskrisen aftager relativt hurtigt. Som en konsekvens af finanskrisens uigennemsigthed er det imidlertid meget vanskeligt at forudse, hvornår finanskrisen ophører.

Som en konsekvens af dilemmaet med svag vækst og stigende inflation samt, at obligationsmarkedet allerede har indregnet rentesænkninger hos såvel FED som ECB, forventer vi, at obligationsrenterne vil være mere end almindeligt følsomme over for økonomiske nøgletal. Vi forventer, at resultatet bliver en periode med fortsat høje udsving i de danske obligationsrenter omkring de nuværende niveauer.



## Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2007.

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger, andre kollektive investeringsordninger m.v.


Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2007 samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2007.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 14. marts 2008

Som investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S



Tim Kristiansen  
Direktør

I bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:



Karsten Kielland      Jutta af Rosenborg      Jens Høiberg  
Formand



Jens Christian Lorenzen      Jens Ole Jensen

## Den uafhængige revisors påtegning

### Til medlemmerne i Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Vi har revideret årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2007, omfattende foreningens ledelsesberetning, ledelsespåtegning, anvendt regnskabspraksis samt noter og de for de enkelte afdelinger indeholdte ledelsesberetninger, resultatopgørelser, balancer og noter. Årsrapporten aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsrapporten

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge en årsrapport, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne.

### Revisors ansvar og den udførte revision

Vort ansvar er at udtrykke en konklusion om årsrapporten på grundlag af vor revision. Vi har udført vor revision i overensstemmelse med danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsrapporten ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsrapporten. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsrapporten, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for investeringsforeningens udarbejdelse og aflæggelse af en årsrapport, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandlingerne, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af investeringsforeningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om den af ledelsen anvendte regnskabspraksis er passende, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af den samlede præsentation af årsrapporten.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

Det er vor opfattelse, at årsrapporten giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2007 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2007 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

København, den 14. marts 2008

Grant Thornton  
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab



Steen Høedt Thomsen  
Statsautoriseret revisor



Henrik Aslund Pedersen  
Statsautoriseret revisor

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. Afdeling Asien blev etableret i december 2006, og ledelsen besluttede i overensstemmelse med reglerne herom sidste år, at afdelingens første regnskabsår omfatter perioden december 2006 til ultimo 2007.

### Ændret regnskabspraksis

I 2006 trådte en ny bekendtgørelse om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber i kraft. Den nye regnskabsbekendtgørelse betød bl.a., at omkostninger ved handel med værdipapirer skal indregnes i en selvstændig regnskabspost i resultatopgørelsen benævnt "Handelsomkostninger". Brancheanbefalingen fra Investeringsforeningsrådet i 2006 var, at handelsomkostningerne indbefatter et beregnet og skønnet kursspread. Investeringsforeningsrådet har nu vurderet, at skønnede kursspread ikke er udtryk for direkte handelsomkostninger, som beskrevet i regnskabsbekendtgørelsen. Derfor indeholder regnskabsposten "handelsomkostninger" nu ikke skønnede kursspread, men alene kurtage og alle øvrige direkte handelsudgifter m.v. i forbindelse med handel med værdipapirer. Sammenligningstallene for 2006 er blevet ændret med den nye praksis. Disse ændringer påvirker ikke resultatet eller værdiansættelsen af afdelingernes formue.

I forbindelse med beregning af nøgletallet "Omkostningsprocent" er der ændret beregningsprincip for de afdelinger, som investerer i andre afdelinger. Aktuelt er det kun afdeling Globale Aktier, som har investeret i andre afdelinger. Årsagen til ændringen er, at ledelsen skønner, at den nye metode giver et mere retvisende billede. Den nye beregningsmetode giver en mindre stigning i nøgletallet på under 10 promille.

Anvendt regnskabspraksis er herudover uændret i forhold til 2006.

Af væsentligste regnskabsprincipper kan nævnes:

### Resultatopgørelsen

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

### Renter og udbytter

"Renteindtægter" omfatter realiserede og periodiserede renter af obligationer og kontantindeståender. "Udbytter" omfatter årets bruttoudbytter.

### Kursgevinster og tab

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

Realiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem salgsværdi og kursværdi ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret.

Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem kursværdien på balancedagen og kursværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsværdien, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Handelsomkostninger er ikke indregnet i salgs- og anskaffelsværdier.

Ændringer i markedsværdien af afledte finansielle instrumenter, som anvendes til sikring af værdien af aktiver, indgår i resultatopgørelsen under "afledte finansielle instrumenter".

### Handelsomkostninger

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

### Administrationsomkostninger

Hver af foreningens afdelinger afholder sine egne omkostninger. Foreningen har overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til Carnegie Asset Administration A/S henholdsvis Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen i de enkelte afdelinger for dette arbejde. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivningshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskab. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til OMX Københavns Fondsbørs samt andre mindre poster.

Ved fællesomkostninger forstås de omkostninger, som ikke kan henføres til de enkelte afdelinger, herunder bl.a. honorar til bestyrelse, revision og generalforsamling.

Fællesomkostninger ved foreningens virksomhed i et regnskabsår deles mellem afdelingerne i henhold til den nuværende formulering i vedtægterne under hensyntagen til både afdelingernes investerings- og administrationsmæssige ressourceforbrug i løbet af året og til deres formue. Såfremt en afdeling ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer den en forholdsmæssig andel af fællesomkostningerne.

### Skat

I regnskabsposten indregnes udenlandske udbytteskatter, som ikke kan refunderes.

### Udlodning

Alle foreningens afdelinger er udloddende. Der foretages en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i ligningslovens §16 C. Der betales derfor ikke skat i afdelingerne, idet skattepligten påhviler modtageren af udlodningen. Minimumsudlodningen opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- a) indtjente renter og udbytter (tilgodehavende udbytteskat indgår først, når betalingen modtages)

- b) realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti,
- c) realiserede nettokursgevinster på aktier ejet i mindre end tre år
- d) erhvervede skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- e) fradrag for administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. I overensstemmelse med ligningslovens §16 C nedrundes den beregnede udlodningsprocent til nærmeste kvarte procent eller til nul, hvis den beregnede procent er under én.

I forbindelse med emissioner og indløsninger i regnskabsåret beregnes en udlodningsregulering, der sikrer, at udbytteprocenten ikke påvirkes af ændringer i de cirkulerende investeringsforeningsandele. Udlodningsreguleringen indgår ligeledes i beløbet til rådighed for udlodning.

Beløbet ”Til rådighed for udlodning” er opgjort i henhold til ligningslovens §16 C. I noterne vises opgørelsen heraf. Beløbet til rådighed for udlodning er ikke identisk med årets nettoresultat, idet det er forskellige opgørelsesmetoder.

## Balancen

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

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

## Valuta

Afdelingernes funktionelle valuta er danske kroner. Regnskaberne præsenteres ligeledes i danske kroner.

Transaktioner, der er gennemført i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta, omregnes til den funktionelle valuta efter valutakursen på transaktionsdagen.

Monetære poster i en anden valuta end afdelingernes funktionelle valuta omregnes til den funktionelle valuta efter 16.00 GMT kursen for valutaen på balancedagen.

Valutakursforskelle opstået ved afhændelse eller afvikling af forpligtelser eller omregning efter ovenstående indregnes i resultatopgørelsen.

## Likvide midler

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

## Obligationer og kapitalandele

Obligationer og kapitalandele indregnes i balancen, når afdelingerne underlægges det finansielle instruments kontraktmæssige bestemmelser. Obligationer og kapitalandele, der er solgt eller på anden måde overdraget til anden part, ophører med at være indregnet i balancen. Ved køb og salg af obligationer og kapitalandele på sædvanlige markedsbetingelser indregner afdelingerne køb og salg i balancen på handelstidspunktet.

Obligationer og kapitalandele indregnes på tidspunktet for første indregning til dagsværdi og måles løbende til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes ud fra lukkekursen på balancedagen, eller, hvis en sådan ikke foreligger, en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Dagsværdien af udtrukne obligationer måles til nutidsværdien.

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

Afledte finansielle instrumenter måles til markedsværdi. Positiv nettomarkedsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettomarkedsværdi under passiver.

## Andre aktiver

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

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

## Anden gæld

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

## Medlemmernes formue

”Medlemmernes formue” er den formue, som tilhører medlemmerne. I noterne er årets ændringer i medlemmernes formue og cirkulerende andele specificeret.

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

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

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

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

”Overført til udlodning fra sidste år” er den del af udlodningen fra sidste år, som ikke blev udloddet til medlemmerne.

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

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

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

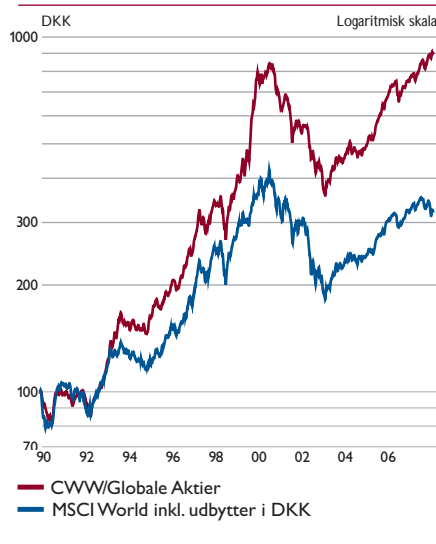
## **Nøgletal**

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

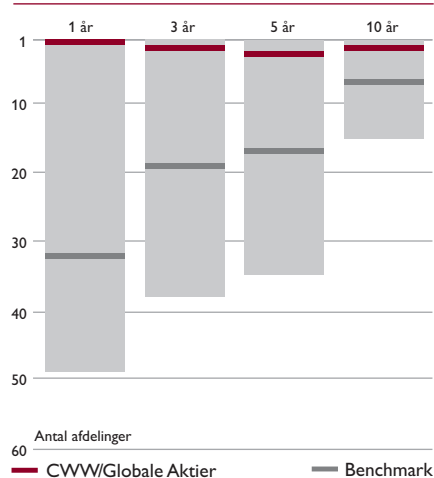


# Carnegie WorldWide/Globale Aktier

## Globale Aktier levetid



## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Afkastet i 2007

Afdeling Globale Aktier blev den bedste afdeling i Danmark inden for kategorien globale aktier i 2007 med et afkast på 16,3%. Afkastet i 2007 var markant bedre end den generelle markedsudvikling på globale aktier, som faldt med 1,6% inkl. udbytter. Afkastet var højere end vores forventninger ved indgangen til året. Det var god aktieudvælgelse inden for stærke temaer, der var drivkraften til dette signifikante merafkast. Ligeledes undgik afdelingen de store tab på enkeltaktier, der særligt var koncentreret inden for den finansielle sektor i 2007. Som illustration af bredden og kvaliteten i aktieudvælgelsen steg 20 af de 29 investeringer i porteføljen i 4. kvartal, hvor verdensindekset faldt med 5,1%. Gennem året havde vi gode forventninger til verdensøkonomien, men også fokus og forståelse af den afgørende risikofaktor, nemlig det svagere boligmarked i USA og de afledte problemer i den finansielle sektor. Disse faktorer resulterede særligt i andet halvår i et svagt aktiemarked.

Afdeling Globale Aktier er med det gode afkast i 2007 blandt de bedste afdelinger inden for globale aktier målt både på kortere og længere tidshorisoner. Afdelingen har siden starten i 1990 i gennemsnit givet et årligt afkast på 13,4%. Afdelingen tilhører dermed den lille kreds af afdelinger med mere end 10 års levetid, som har været i stand til at skabe merafkast i forhold til markedsgennemsnittet. Det globale aktiemarked har i gennemsnit givet et årligt afkast på 6,9%. Afdeling Globale Aktier har altså i de sidste 17½ år givet 6,5%-point i merafkast om året.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 3,25 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 3,15 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,10 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,15 kr. pr. andel ud af de 3,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Aktiemarkederne har oplevet større kursfald i starten af det nye år blandt andet som følge af stigende recessionsfrygt i USA. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Risikoen i levetiden

Afdelingens markant bedre afkast siden starten for mere end 17 år siden er opnået samtidig med, at afdelingens absolutte risiko stort set har været på niveau med markedets. Afdelingens absolutte risiko, angivet ved den historiske standardafvigelse for levetiden opgøres til 16,7% p.a. beregnet pr. 31. december 2007. I samme periode kan verdensaktieindeksets standardafvigelse opgøres til 16,0% p.a.

Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til lidt under 10% p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensaktieindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i de månedlige merafkast i forhold til markedets afkast. Dette hænger godt sammen med afdelingens investeringsfilosofi om at købe en portefølje af aktier, som foreningen har stærke forventninger til, frem for en aktieportefølje, der blot ligner et indeks. Risikostyringen kan teknisk således betegnes som havende fokus på det absolutte frem for det relative element.

Konklusionen er, at den risiko, der tages i afdelingen, historisk set er blevet belønnet godt. Samtidig er afdelingens investeringsfilosofi intakt, således at der konstant er fokus på risikoelementet ved langsigtet investering.

## Afdelingens investeringsstrategi

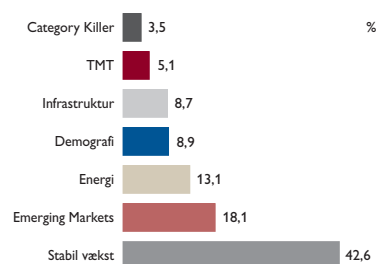
Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i typisk 25-30 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække

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

### Investeringerne i 2007

I løbet af 2007 har afdelingen foretaget en række omlægninger. Disse har dog primært været omvurderinger på det aktiespecifikke niveau. Dog blev vægten i bankaktier i udviklede markeder reduceret inden perioden med store fald i netop denne del af markedet. Dette medvirkede til, at vi undgik store tab i enkeltaktier. Ligeledes blev vægten i Japan reduceret. Den fortsatte mangel på økonomisk vækst i Japan skaber ikke tilstrækkeligt gode vilkår for kursstigninger på dette ellers langsigtede spændende marked.

### Temaoversigt pr. 31. 12. 2007



### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2008

Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstselskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør i dag godt halvdelen af porteføljen og består bl.a. af tobaksselskaber, elektricitetselskaber og fødevarerelskaber. Denne kerne af høj-kvalitetsselskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede. Vi har i løbet af den seneste tid øget denne kerne af stabile vækstselskaber.

Den anden del af investeringerne er investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Risikoen kan være lidt højere på disse investeringer end de stabile vækstaktier, men omvendt har vi store forventninger til afkastmulighederne her. Et klart eksempel på dette, er den hastige økonomiske udvikling i Asien, hvor porteføljen fortsat har en betydelig direkte og indirekte eksponering. Afledt af dette ser vi fortsat gode muligheder for, at oliepriserne vil forblive på et højt niveau i tiden fremover. Det er nødvendigt at finde alternativer til olie som primær energikilde. Det giver selektivt gode muligheder inden for energisektoren. Der er

### Aktieporteføljen pr. 31.12. 2007

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Peabody Energy 2,3 Transocean 2,0		Total 4,0		Sinopec 4,8		13,1	10,9
<b>Råvarer</b>		Rio Tinto 4,1	Holcim 3,2				7,3	7,2
<b>Industri og service</b>	General Electric 2,1 Praxair 3,1		Siemens 3,4				8,6	11,4
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>					Esprit 3,5		3,5	9,8
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Altria Group 1,9 Procter & Gamble 2,3	BAT 6,3 Diageo 2,5	Nestlé 5,0	Japan Tobacco 6,0			24,0	8,8
<b>Medicinal</b>			Roche 3,5 Novartis 2,7				6,2	8,7
<b>Finans</b>	Aflac 2,7		Allianz 1,2		HDFC 6,0 United Overseas Bk. 2,0		11,9	22,6
<b>Informations-teknologi</b>	Cisco Systems 2,7			Canon 2,4			5,1	11,0
<b>Telekommunikation</b>							0,0	4,9
<b>Koncessioneret service</b>	Exelon 3,1		E.ON 6,1 Electricite de France 5,1				14,3	4,7
<b>Andet</b>					CWW/Asien 2,2	CWW/Øst. 3,8	6,0	0,0
<b>Total</b>	22,2	12,9	34,2	8,4	18,5	3,8	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	51,3	10,8	23,3	9,7	4,9	0,0	-	100,0

\* Benchmark er MSCI aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.

gennem investering i E.ON, EdF og Exelon en betydelig eksponering i alternativ energifremskaffelse, idet alle selskaber skaber en væsentlig del af deres elektricitet ved brug af atomkraft.

## **Forventninger**

Som beskrevet i forventningsafsnittet på side 24 er det vores opfattelse, at 2008 kan blive et volatilt og svagere aktieår i forhold til de seneste år.

Afdelingens brede eksponering til store stabile selskaber med en betydelig defensiv kerne matcher disse forventninger. Vi ser store kvalitetsselskaber som et segment af markedet, der fortsat er attraktivt prisfastsat. Store kvalitetsselskaber klarer sig typisk godt i perioder med aftagende global vækst. Samtidig venter vi, at særligt eksponeringen til selskaber i Asien og emerging markets vil bidrage positivt til afkastet. Vi venter derfor et positivt resultat for 2008, men er selvfølgelig afhængige af den generelle udvikling på markederne.

## **Risiko**

Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko.

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

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Globale Aktier

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	4.802	4.400
2 Udbytter	158.534	126.948
I alt renter og udbytter	163.336	131.348
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	1.051.130	721.313
Handelsomkostninger	-19.436	-19.934
I alt kursgevinster og -tab	1.031.694	701.379
<b>I alt indtægter</b>	<b>1.195.030</b>	<b>832.727</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
	-107.216	-90.730
<b>Resultat før skat</b>	<b>1.087.814</b>	<b>741.997</b>
<b>5 Skat</b>		
	-7.560	-9.255
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>1.080.254</b>	<b>732.742</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-1.494	-14.438
Overført fra sidste år	1.573	1.130
I alt formuebevægelser	79	-13.308
<b>Til disposition</b>	<b>1.080.333</b>	<b>719.434</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
	42.773	43.835
Foreslået udlodning (3,25 kr. pr. andel)	41.840	42.263
Overført til udlodning næste år	933	1.572
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>1.037.560</b>	<b>675.599</b>

## Balance

### Globale Aktier

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	95.757	110.951
I alt likvide midler	95.757	110.951
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.108.999	6.771.555
Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger	451.045	380.729
I alt kapitalandele	7.560.044	7.152.284
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	3.992	3.721
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	734	0
Aktuelle skatteaktiver	14.809	8.856
I alt andre aktiver	19.535	12.577
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>7.675.336</b>	<b>7.275.812</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
	7.665.073	7.256.484
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	10.263	10.112
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	9.216
I alt anden gæld	10.263	19.328
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>7.675.336</b>	<b>7.275.812</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

### NOTE 1

#### Renter

Indestående i depotselskab	4.802	4.400
I alt renter	4.802	4.400

### NOTE 2

#### Udbytter

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	140.584	118.527
Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger	17.950	8.421
I alt udbytter	158.534	126.948

### NOTE 3

#### Kursgevinster og -tab

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	989.322	659.323
Investeringsforeningsandele i andre danske investerings- og specialforeninger	61.808	61.990
I alt kursgevinster og -tab	1.051.130	721.313

Bruttohandelsomkostninger	-25.632	-27.108
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6.196	7.174
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-19.436	-19.934

I alt kursgevinster og -tab 1.031.694 701.379

### NOTE 4

#### Administrationsomkostninger Afdelingsdirekte omkostninger

Gebyrer til depotselskab	3.301	2.779
Fast administrationshonorar	17.047	28.778
Fast rådgivningshonorar	85.637	57.555
Øvrige omkostninger	47	4
I alt afdelingsdirekte omkostninger	106.032	89.116

#### Andel af fællesomkostninger

Honorar til bestyrelse m.v.	574	574
Honorar til revisorer	261	228
Andre honorarer til revisorer	52	57
Revisor regulering forrige år (2006/2005)	187	55
Øvrige omkostninger	492	700
Øvrige omkostninger regulering forrige år (06/05)	-382	-
I alt andel af fællesomkostninger	1.184	1.614

I alt administrationsomkostninger 107.216 90.730

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5

#### Skat

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

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

### NOTE 6 Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	163.336	131.348
Ikke refunderbar udbytteskat	-7.560	-9.255
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	-5.866	-3.096
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-107.216	-90.730
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.494	14.438
Udlodning overført fra sidste år	1.573	1.130
I alt til rådighed for udlodning	42.773	43.835

#### Heraf:

Foreslået udlodning	41.840	42.263
Overført til udlodning næste år	933	1.572
	42.773	43.835

Udbyttet på 3,25 kr. pr. andel fordeles med 3,15 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,10 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,15 kr. pr. andel ud af de 3,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Afdelingen har et fremførbart tab på aktier ejet under 3 år på kr. 739 mio.

## Noter til balance

### Globale Aktier

	2007	2006
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 35 i årsrapporten.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%
<b>Afdelingen har investeret i danske investeringsbeviser:</b>		
- Carnegie WorldWide/Asien	2,2%	1,8%
- Carnegie WorldWide/Østeuropa	3,7%	3,5%

	2007		2006	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	1.408.761	7.256.484	939.822	4.323.017
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-42.263		-25.845
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		2.344		-1.529
Emissioner i året	52.214	291.632	535.184	2.531.933
Indløsninger i året	-173.586	-928.204	-66.245	-312.811
Emissionstillæg		1.108		7.365
Indløsningsfradrag		3.718		1.612
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		1.494		14.438
Overført til udlodning fra sidste år		-1.573		-1.130
Overført til udlodning næste år		933		1.572
Foreslået udlodning		41.840		42.263
Overført fra resultatopgørelsen		1.037.560		675.599
I alt medlemmernes formue	1.287.389	7.665.073	1.408.761	7.256.484

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Globale Aktier

	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Værdipapiromsætning</b>	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	1.777.700	3.970.307	975.117	1.101.203	1.076.841
Kursværdi af salg af værdipapirer	2.413.352	1.708.991	1.217.168	1.651.958	899.353
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	4.191.052	5.679.298	2.192.285	2.753.161	1.976.194

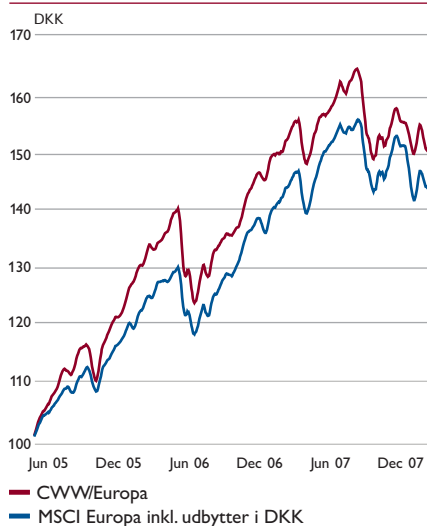
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,20	0,23	0,24	0,30	0,25
--	------	------	------	------	------

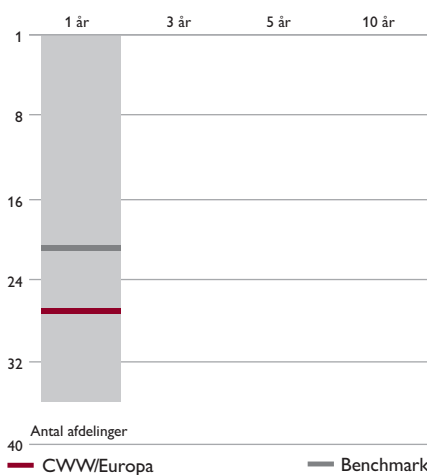
**ÅOP = 2,2%**  
(Årlige omkostninger i %)

# Carnegie WorldWide/Europa

## Europa levetid



## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Afkastet i 2007

2007 blev året, hvor de europæiske aktieinvestorer måtte stille sig tilfredse med små afkast efter flere år med to cifrede afkast. Uroen på de finansielle markeder medførte kursfald i andet halvår, og signalerne fra den amerikanske økonomi blev dårligere og dårligere.

Afdeling Europa måtte vinke farvel til den flotte stigning i 1. halvår, hvor afkastet var 9,5%. I 2. halvår faldt den indre værdi med 7,7%, hvilket gav et afkast for året på 1,1%. Det negative afkast for 2. halvår var lavere end vores forventninger ved halvårsskiftet, om end vi på kort sigt så større usikkerhed på grund af usikkerheden på kreditmarkederne.

Afdelingens afkast i 2007 lå under vores forventninger ved indgangen til året og lidt under det generelle europæiske aktiemarked, der steg med 2,7% målt ved Morgan Stanleys europæiske aktieindeks. Flere stabile vækstaktier (Nestlé, BAT, E.ON og EdF) gjorde det godt modsat en række bygge-/infrastruktur-relaterede selskaber (Buzzi Unicem, Wienerberger, Immoeast og Ferrovia). Der var også negative bidrag fra finansielt højt gearede selskaber som Enterprise Inns og enkelte vestlige banker, hvilket stod i kontrast til tyrkiske GarantiBank, der steg over 145%.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 5,00 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 4,90 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,10 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,06 kr. pr. andel ud af de 5,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Aktiemarkederne har oplevet større kursfald i starten af det nye år blandt andet som følge af stigende recessionsfrygt i USA. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Afdelingens investeringsstrategi

Investeringsstrategien i afdelingen er baseret på den samme investeringsfilosofi og metode, som har været kernen i afdeling Globale Aktier siden foreningens etablering i 1990. Målsætningen er at skabe en god langsigtet værditilvækst uden at løbe en risiko, der er højere end markedsrisikoen.

Det centrale element i investeringsarbejdet er en række langsigtede globale trends, der er af afgørende betydning for udviklingen på de internationale kapitalmarkeder.

Afdeling Europa investerer i 25 til 30 nøje udvalgte selskaber, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. Samtidig giver antallet af aktier en fornuftig risikospredning uden at udvande de enkelte investeringers potentiale.

Afdelingen investerer i attraktive europæiske selskaber, der er hjemmehørende i hele Europa, herunder de nye vækstlande i Østeuropa. Kombinationen af vesteuropæiske kvalitetselskaber, der genererer høje frie pengestrømme (cash flows) med selskaber, der nyder godt af væksten og konvergen i Østeuropa, har historisk været en særdeles god "cocktail". Det er vores overbevisning, at det også vil være tilfældet de kommende tre til fem år.

## Investeringerne i 2007

Fire banker (UBS, Swedbank, BBVA og RBS) blev i årets løb solgt for at reducere risikoen til den finansielle sektor. De stigende tab og den lempelige kreditgivning i mange lande, herunder USA, Storbritannien, Spanien og Norden sætter fokus på, at den eksponentielle vækst i kreditgivning ikke kan fortsætte. Meget tyder derfor på, at den finansielle sektor må indstille sig på en lavere profitabilitet i de kommende år.

Flere og flere investeringer i Tyskland begynder at se interessante ud, hvorfor afdelingen fortsatte med at øge vægten her. Afdelingen har således købt både E.ON (elektricitetsproducent) og Siemens. Siemens passer ligeledes ind i vores nye langsigtede investeringstema "Infrastruktur". Vægten i Tyskland er øget yderligere ved køb af industrigasselskabet Linde, så den samlede vægt i tyske aktier nu er oppe på knap 17%.

Der er også blevet plads til to interessante vækstselskaber, Synthes og Peter Hambro. Synthes er verdens førende inden for produkter og udstyr til behandling af knoglebrud (traume). Med omkring 50% af verdensmarkedet sidder selskabet tungt på markedet for implantater, hvor væksten (10-15%) bl.a. drives af den demografiske udvikling. Peter Hambro, der er et af de bedst positionerede russiske mineselskaber, råder over en ressourcebase på 55 mio. ounces guld. Peter Hambro har over de senere år øget sin produktion kraftigt og har fortsat store vækstambitioner og guldressourcer, der muliggør en kraftig vækst fra 300.000 ounces til godt 1 mio. ounces i løbet af en årrække.

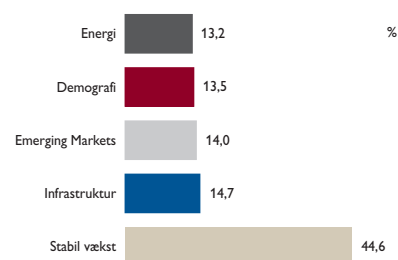
Inden for energi er porteføljen blevet ændret markant. Det er blevet mere klart, at det ikke er de store integrerede olieselskaber, som vil drage størst fordel af de høje energipriser, grundet et massivt omkostningspres og begrænset adgang til nye ressourceforekomster. De langsigtede vindere tyder mere og mere på at blive selskaber inden for olieservice og nationale olie- og gasselskaber. Som følge heraf valgte vi at sælge bl.a. Centrica og MOL for at øge vægten i det norske olieserviceselskab Fred. Olsen og genkøbe den russiske gasgigant, Gazprom. Foruden Gazproms enorme ressourcer (har i dag stort set samme produktionsniveau som Saudi Arabien), vil selskabet kunne fordoble sin indtjening på godt fem år. Indtjeningen vil blive drevet af høje gaspriser for selskabets eksport, og i særdeleshed af stigende indenlandske gaspriser, som dereguleres frem til 2011.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2008

Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstselskaber (Stabil vækst og Demografi i temaoversigten), som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), der kan anvendes til udbytter eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør omkring 60% af porteføljen og består af selskaber inden for forbrugsgoder som fødevarer/spiritus/tobak samt inden for finans- og sundhedssektoren. Der er tale om selskaber af høj kvalitet, som skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede.

Væksten i den europæiske økonomi har i en lang årrække været hæmmet af lav økonomisk vækst i Tyskland. Tyskland kan dog meget vel tænkes at blive Europas nye lokomotiv i de kommende år. De gamle lokomotiver, som Spanien og Storbritannien, er nemlig kørt trætte, da de i høj grad har været drevet af stigende privat gældsætning baseret på lave renter og overophedede ejendomsmarkeder. Den globale kredittkrise har ændret det økonomiske landskab - væk fra stigende forbrug og gældsætning mod øget opsparing og investeringer. Den faldende tyske ledighed koblet med økonomisk velfunderede virksomheder bør virke som en stødpude mod den modvind, som blandt andet kommer fra lavere vækst i USA, en stærk euro og høje energipriser. Som tidligere beskrevet, har vi igennem det seneste år løbende øget andelen af tyske aktier.

#### Temaoversigt pr. 31. 12. 2007



Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i temaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Infrastruktur er et af de store temaer i porteføljen og udgør 15% af porteføljen. Det er vores overbevisning, at behovet for udbygning af infrastrukturen globalt set aldrig har været større.

Energi udgør godt 13% af porteføljen, og dette tema er drevet af vores forventning om fortsat høje energipriser. Eksposeringen til vores tredje investeringstema, Emerging Markets (14%), sker primært igennem vesteuropæiske kvalitetsselskaber med betydelig eksponering til Østeuropa. Vi er fortsat særdeles positive på væksten i Østeuropa – specielt i Tyrkiet og Rusland.

## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2007

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 5,4		Total 4,7		Gazprom 3,1	13,2	10,4
Råvarer		Rio Tinto 4,2 Peter Hambro Mining 2,7	Holcim 3,1	Buzzi Unicem 2,6		12,6	9,0
Industri og service	YIT 1,4		Wienerberger 3,1 Siemens 5,5 Linde 3,5	Grupo Ferrovial 3,5		17,0	10,5
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	9,0
Forbrugsgoder - defensive		BAT 5,2 Enterprise Inns 3,4 Diageo 3,5	Nestlé 5,3			17,4	9,8
Medicinal			Novartis 3,2 Roche 3,3 Synthes 4,2			10,7	7,2
Finans		Allied Irish Bank 2,8	Allianz 3,2 Immoeast 2,0	Piraeus Bank 2,8 UniCredito Italiano 3,6	GarantiBank 3,7	18,1	26,2
Informationsteknologi						0,0	3,5
Telekommunikation						0,0	7,5
Koncessioneret service			Electricite de France 6,7 E.ON 4,3			11,0	6,9
Andet						0,0	0,0
<b>Total</b>	6,8	21,8	52,1	12,5	6,8	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	8,8	32,6	45,0	13,6	-	-	100,0

\* Benchmark er MSCI aktieeuropaindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.  
Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Europas aktiebeholdning.

### Forventninger

Det er vores opfattelse, at de største risici ikke har ændret sig og primært kommer fra et svagere amerikansk forbrug, dollarfald og geopolitisk ustabilitet. Tyskland er ellers godt på vej til at blive et nyt vækst-lokomotiv i den europæiske økonomi, selvom der på kort sigt (2008 og 2009) vil være modvind fra en svag amerikansk økonomi, stærk euro og høje energipriser. Det vil naturligvis påvirke indtjeningsvæksten i negativ retning, så væksten i 2008 bliver lavere. Vi finder fortsat mange attraktivt værdifastsatte selskaber og forventer, at aktiemarkedet vil gøre det godt på længere sigt – især den del af aktiemarkedet som består af store og solide selskaber.

Risikoen ligger primært på den amerikanske økonomi og en eskalering af den finansielle krise, som har øget risikoen for en hård økonomisk landing i USA.

### Risiko

Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det europæiske aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle europæiske aktiemarkeds risiko.

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

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabs-specifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Europa

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	751	468
2 Udbytter	17.803	13.848
I alt renter og udbytter	18.554	14.316
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	2.260	102.113
Handelsomkostninger	-3.517	-2.782
I alt kursgevinster og -tab	-1.257	99.331
<b>I alt indtægter</b>	<b>17.297</b>	<b>113.647</b>
4 Administrationsomkostninger	-12.121	-9.262
<b>Resultat før skat</b>	<b>5.176</b>	<b>104.385</b>
5 Skat	-1.088	-973
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>4.088</b>	<b>103.412</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	107	2.433
Overført fra sidste år	777	713
I alt formuebevægelser	884	3.146
<b>Til disposition</b>	<b>4.972</b>	<b>106.558</b>
6 Til rådighed for udlodning	27.117	38.822
Foreslået udlodning (5,00 kr. pr andel)	26.327	38.045
Overført til udlodning næste år	790	777
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>-22.145</b>	<b>67.736</b>

## Balance

### Europa

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	3.593	15.731
I alt likvide midler	3.593	15.731
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	713.234	641.402
I alt kapitalandele	713.234	641.402
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	511	325
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	24.651	1.192
Aktuelle skatteaktiver	1.684	890
I alt andre aktiver	26.846	2.407
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>743.673</b>	<b>659.540</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	739.818	658.544
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.069	996
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.786	0
I alt anden gæld	3.855	996
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>743.673</b>	<b>659.540</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Europa

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renter</b>		
Indestående i depotselskab	751	468
I alt renter	751	468

<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.803	13.848
I alt udbytter	17.803	13.848

<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.260	102.113
I alt kursgevinster og -tab	2.260	102.113

Bruttohandelsomkostninger	-5.677	-4.464
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.160	1.682
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-3.517	-2.782
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-1.257</b>	<b>99.331</b>

<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	447	350
Fast administrationshonorar	1.888	2.868
Fast rådgivningshonorar	9.643	5.736
Øvrige omkostninger	41	4
I alt afdelingsdirekte omkostninger	12.019	8.958

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	61	95
Honorar til revisorer	28	22
Andre honorarer til revisorer	5	5
Revisor regulering forrige år (2006/2005)	18	23
Øvrige omkostninger	52	159
Øvrige omkostninger regulering forrige år (06/05)	-62	0
I alt andel af fællesomkostninger	102	304

<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>12.121</b>	<b>9.262</b>
--	---------------	--------------

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5 Skat

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

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	18.554	14.316
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.088	-973
Kursgevinst til udlodning	21.668	32.435
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	-780	840
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-12.121	-9.262
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	107	2.433
Udlodning overført fra sidste år	777	713
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>27.117</b>	<b>38.822</b>

Heraf:		
Foreslået udlodning	26.327	38.045
Overført til udlodning næste år	790	777
	27.117	38.822

Udbyttet på 5,00 kr. pr. andel fordeles med 4,90 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,10 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 2,06 kr. pr. andel ud af de 5,00 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Europa

	2007	2006
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 42 i årsrapporten.

	2007		2006	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	447.588	658.544	327.948	404.956
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-38.045		-8.199
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-262		-2.557
Emissioner i året	150.288	216.929	150.140	198.843
Indløsninger i året	-71.340	-102.936	-30.500	-38.972
Emissionstillæg		1.026		887
Indløsningsfradrag		474		174
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-107		-2.433
Overført til udlodning fra sidste år		-777		-713
Overført til udlodning næste år		790		777
Foreslået udlodning		26.327		38.045
Overført fra resultatopgørelsen		-22.145		67.736
I alt medlemmernes formue	526.536	739.818	447.588	658.544

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Europa

	2007	2006	2005
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>			
Kursværdi af køb af værdipapirer	455.848	395.165	415.297
Kursværdi af salg af værdipapirer	385.229	238.176	80.193
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	841.077	633.341	495.490

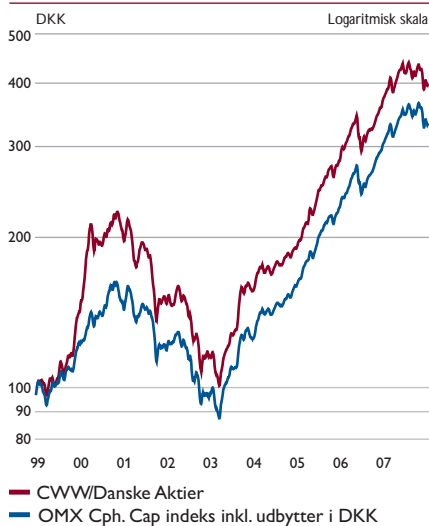
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b>	0,31	0,33	0,29
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)			

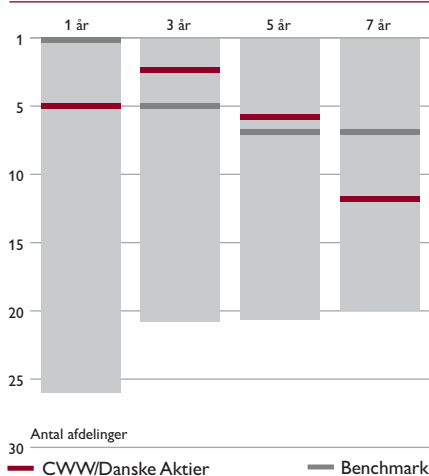
ÅOP = 2,4%  
(Årlige omkostninger i %)

# Carnegie WorldWide/Danske Aktier

## Danske Aktier levetid



## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Afkastet i 2007

Afdelingen placerede sig i 2007 som den næstbedste af de aktivt forvaltede afdelinger med danske aktier og som nummer fem blandt samtlige afdelinger.

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 5,5% og underperformede dermed benchmark med 2,5%-point. Det mindre afkast skyldes i høj grad, at afdelingen ikke har investeret i TDC, der har en meget høj indekxvægt på trods af, at selskabet faktisk i hele 2007 har været overtaget af kapitalfonde, og aktiekapitalen dermed ikke har været tilgængelig.

2007 blev et meget volatilt år for afdeling Danske Aktier, og afkastet var lige i underkanten af vores forventninger ved indgangen til året. Afkastet var således helt oppe på omkring 15% så sent som i oktober måned, men store kursfald på de internationale aktiemarkeder forplantede sig også til Danmark og sendte aktieindekset ned ca. 10% i de sidste måneder af året. Anden halvdel af 2007 blev således lige så besværligt som nævnt i halvårsrapporten.

Porteføljen var præget af store forskelle i afkastet på de enkelte aktier. De bedste afkast blev skabt i Vestas (+130%), Rockwool (+124%) og FLSmidth (+49%), mens de dårligste afkast kom fra Søndagsavisen (-66%), GN Store Nord (-52%) og Bavarian Nordic (-47%).

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 47,25 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 47,01 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,24 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,86 kr. pr. andel ud af de 47,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Aktiemarkederne har oplevet større kursfald i starten af det nye år blandt andet som følge af stigende recessionsfrygt i USA. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Det danske aktiemarked i 2007

Det danske aktiemarked udviklede sig meget volatilt i 2007 med en stigning på 8%, hvilket igen var bedre end verdensmarkedet. Markedet blev i 2007 drevet af en god indtjeningsvækst, lave renter og en rigelig likviditet. Overtagelsestilbud var der ingen af i 2007, og den planlagte børsnotering af det statsejede Dong Energy blev udskudt pga. det pludselige folketingsvalg.

De danske selskaber leverede gode resultater, hvilket skyldes en god konkurrenceevne kombineret med en rimelig omkostningstilbageholdenhed. Fortsat lave renter og en stærk konjunkturstigning i Norden har også hjulpet med til en bedre indtjeningsudvikling, især for industri-selskaberne. Den rigelige likviditet hos såvel private som institutionelle investorer var den væsentligste faktor for aktiemarkedets positive udvikling.

## Investeringerne i 2007

Der blev ikke foretaget nogen overordnet ændringer i porteføljesammensætningen. De fleste ændringer var mindre og primært drevet af den relative vurdering i forhold til andre investeringsmuligheder.

## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2007

	Cyklisk vækst		Stabil vækst		Strukturel vækst		Total	Benchmark*
Energi							0,0	1,3
Råvarer					Novozymes	4,0	4,0	3,2
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk	7,7	G4S	5,3	Vestas Wind Systems	11,0	36,3	31,9
	FLSmidth	3,7						
	NKT	2,8						
	Torm	1,1						
	DSV	4,7						
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen	1,9					3,3	2,5
	Søndagsavisen	1,4						
Forbrugsgoder - defensive	IC Companys	1,6	Danisco	0,9			2,5	7,1
Medicinal					Bavarian Nordic	0,4	23,2	19,3
					Coloplast	4,7		
					William Demant	4,2		
					GN Store Nord	3,2		
					NeuroSearch	0,6		
					Novo Nordisk	10,1		
Finans	TK Development	2,4	Danske Bank	10,0			28,0	28,6
			Nordea	5,2				
			Topdanmark	3,9				
			TrygVesta	4,5				
			Sydbank	2,0				
Informationsteknologi					SimCorp	2,7	2,7	0,9
Telekommunikation							0,0	4,8
Koncessioneret service							0,0	0,4
Andet							0,0	0,0
<b>Total</b>		27,3		31,8		40,9	100,0	100,0

\* Benchmark er OMX Cph. cap-indeks inklusive udbytter.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.

### Afdelingens investeringsstrategi

Det er afdelingens formål primært at investere i børsnoterede selskaber noteret på OMX København's Fondsbørs. Målsætningen er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på OMX Cph. cap-indekset og samtidig holde risikoen (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet) på niveau med det danske aktiemarked.

Afdelingen tilstræber at investere i og beholde selskaber, som over en længere årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen adskiller sig samtidig fra de fleste andre investeringsforeninger ved kun at eje mellem 20 og 30 aktier, som omhyggeligt er udvalgt efter en kvalitativ vurdering af hvert enkelt selskab, "stock-picking".

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

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

### Forventninger til 2008

Vi forventer, at aktiemarkedet vil fortsætte med at være volatilt i det første halvår på grund af frykten for recession i USA og Europa. Det er meget svært at forudsige afkastet på aktiemarkedet på kort sigt, da indtjeningsudsigterne er usikre set i lyset af den svagere konjunkturudvikling. Hertil kommer at risikopræmien på aktier ofte varierer meget i usikre tider.

På længere sigt ser det dog positivt ud, da der er god værdi i mange selskaber på disse niveauer. Det vil være med til at begrænse den nedadgående risiko i aktiemarkedet, men vil formentlig først føre til større kursstigninger på lidt længere sigt.

### **Risiko**

Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det danske aktiemarkeds risiko. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det danske aktiemarkeds risiko.

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

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Danske Aktier

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renterindtægter	603	415
2 Udbytter	9.806	9.142
I alt renter og udbytter	10.409	9.557
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3 Kapitalandele	37.267	142.299
Handelsomkostninger	-2.015	-1.052
I alt kursgevinster og -tab	35.252	141.247
<b>I alt indtægter</b>	<b>45.661</b>	<b>150.804</b>
4 Administrationsomkostninger	-9.172	-8.448
<b>Resultat før skat</b>	<b>36.489</b>	<b>142.356</b>
5 Skat	-174	-143
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>36.315</b>	<b>142.213</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-3.484	-860
Overført fra sidste år	392	517
I alt formuebevægelser	-3.092	-343
<b>Til disposition</b>	<b>33.223</b>	<b>141.870</b>
6 Til rådighed for udlodning	105.571	91.720
Foreslået udlodning (47,25 kr. pr. andel)	105.167	91.328
Overført til udlodning næste år	404	392
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>-72.348</b>	<b>50.150</b>

## Balance

### Danske Aktier

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	21.991	20.078
I alt likvide midler	21.991	20.078
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	455.292	508.408
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	53.244	70.674
I alt kapitalandele	508.536	579.082
<b>Andre aktiver</b>		
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	846	0
I alt andre aktiver	846	0
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>531.373</b>	<b>599.160</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	529.289	594.940
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	776	888
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.308	3.332
I alt anden gæld	2.084	4.220
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>531.373</b>	<b>599.160</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Aktier

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

### NOTE 1

#### Renter

Indestående i depotselskab	603	415
I alt renter	603	415

### NOTE 2

#### Udbytter

Noterede aktier fra danske selskaber	8.032	7.236
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.774	1.906
I alt udbytter	9.806	9.142

### NOTE 3

#### Kursgevinster og -tab

Noterede aktier fra danske selskaber	33.151	126.644
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.116	15.655
I alt kursgevinster og -tab	37.267	142.299

Bruttohandelsomkostninger	-2.587	-1.899
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	572	847
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-2.015	-1.052

I alt kursgevinster og -tab	35.252	141.247
-----------------------------	--------	---------

### NOTE 4

#### Administrationsomkostninger Afdelingsdirekte omkostninger

Gebyrer til depotselskab	150	152
Fast administrationshonorar	1.489	2.713
Fast rådgivningshonorar	7.386	5.426
Øvrige omkostninger	53	14
I alt afdelingsdirekte omkostninger	9.078	8.305

#### Andel af fællesomkostninger

Honorar til bestyrelse m.v.	47	41
Honorar til revisorer	21	21
Andre honorarer til revisorer	4	5
Revisor regulering forrige år (2006/2005)	18	3
Øvrige omkostninger	44	73
Øvrige omkostninger regulering forrige år (06/05)	-40	0
I alt andel af fællesomkostninger	94	143

I alt administrationsomkostninger	9.172	8.448
-----------------------------------	-------	-------

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5

#### Skat

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

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
--	-------------------	-------------------

### NOTE 6

#### Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	10.409	9.557
Ikke refunderbar udbytteskat	-174	-143
Kursgevinst til udlodning	107.600	91.097
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-9.172	-8.448
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-3.484	-860
Udlodning overført fra sidste år	392	517
I alt til rådighed for udlodning	105.571	91.720

Heraf:

Foreslået udlodning	105.167	91.328
Overført til udlodning næste år	404	392
	105.571	91.720

Udbyttet på 47,25 kr. pr. andel fordeles med 47,01 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,24 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,86 kr. pr. andel ud af de 47,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Danske Aktier

	2007	2006
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
	<b>Afdelingens fordeling på:</b>	
	Børsnoterede finansielle instrumenter	100% 100%
	Unoterede finansielle instrumenter	0% 0%

Porteføljens sektor- og vækstmæssige fordelinger findes på side 47 i årsrapporten.

	2007		2006	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	226.901	594.940	239.893	571.177
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-91.328		-92.959
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		1.957		8.764
Emissioner i året	22.429	56.053	28.373	66.788
Indløsninger i året	-26.756	-68.878	-41.365	-101.347
Emissionstillæg		64		93
Indløsningsfradrag		166		211
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		3.484		860
Overført til udlodning fra sidste år		-392		-517
Overført til udlodning næste år		404		392
Foreslået udlodning		105.167		91.328
Overført fra resultatopgørelsen		-72.348		50.150
I alt medlemmernes formue	222.574	529.289	226.901	594.940

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Danske Aktier

	2007	2006	2005	2004	2003
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	218.821	134.396	330.416	191.337	211.807
Kursværdi af salg af værdipapirer	326.710	254.447	438.338	229.062	237.788
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	545.531	388.843	768.754	420.399	449.595

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

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,28	0,13	0,63	0,26	0,51
--	------	------	------	------	------

ÅOP = 2,2%  
(Årlige omkostninger i %)

# Carnegie WorldWide/Østeuropa

## Østeuropa levetid



## Afkastet i 2007

Afdelingen gav et afkast i 2007 på 22,3% mod benchmark på 14,0%. Vores forventninger ved indgangen af året blev dermed indfriet.

Baggrunden for afdelingens outperformance var afdelingens aktievalg, primært i Tyrkiet, hvor afdelingens investeringer inden for finanssektoren gjorde det godt. Således steg GarantiBank med 145%, Sekerbank med 115% og Halkbank med 65%. Også investeringerne i Rusland gjorde det godt, specielt Rospadskaya (+164%), Uralkali (65%) og Norilsk Nickel (+60%).

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 31,75 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 31,28 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,47 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,11 kr. pr. andel ud af de 31,75 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Aktiemarkedene har oplevet større kursfald i starten af det nye år blandt andet som følge af stigende recessionsfrygt i USA. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

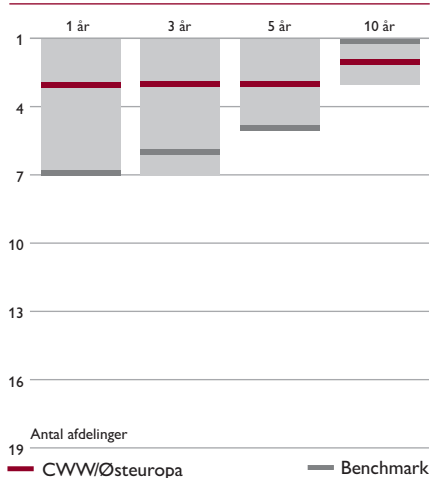
## Investeringerne i 2007

Afdeling Østeuropas investeringsfilosofi fokuserer på udvælgelse af en koncentreret portefølje på op til 35 aktier, der kan holdes i en længere periode. Dels er det vores vurdering, at det er svært at tilføre værdi ved hele tiden at skifte mellem forskellige aktier, dels er der store omkostninger forbundet ved denne stil, idet de østeuropæiske markeder fortsat er relativt illikvide, hvorfor overdreven handel vil kunne påvirke kursdannelsen. Omsætningshastigheden tilstræbes derfor at være lav.

Afdelingen har gennem 2007 øget eksponeringen til tyrkiske banker med købet af Sekerbank og Halkbank. Yderligere har afdelingen købt Sinpas, en ejendomsdeveloper. Alle tre selskaber har en attraktiv værdifastsættelse, og vi forventer en god udvikling drevet af kommende rentesættelser i Tyrkiet. Yderligere har afdelingen øget vægten i Rusland væsentligt. Gennem året har afdelingen købt Rospadskaya, Ruslands næststørste kulproducent, Urasia Drilling Company, en af Ruslands førende olieserviceselskaber samt Bank of St. Petersburg, en hurtigt voksende regionalbank i Ruslands næstrigeste region. Endelig har afdelingen investeret i Uralkali, Ruslands største producent af potaske (gødning) samt Black Earth Farming, et landbrugsselskab, der opkøber landbrugsjord og dyrker denne.

Afdelingens salg omfattede Novatek, Vostok Nafta, Lukoil, Gedeon Richter, MOL, Polyus, Tallinna Vesi, Kazkommertzbank, Akbank samt Uranium One.

## Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter bedste afkast i de angivne perioder.

## Afdelingens investeringsstrategi

Hovedtemaet i investeringsstrategien har alle år været at drage fordel af, at den discount, som regionens aktier historisk er handlet med, gradvist vil mindskes, i takt med at landene i øst bliver tættere knyttet til EU. Da denne discount specielt i de mere udviklede markeder i Østeuropa i dag er reduceret markant, har strategien siden 2005 været gradvist at flytte investeringer fra de mest udviklede markeder mod øst og syd, dvs. mod Rusland, de tidligere sovjet stater og Tyrkiet. Vi vurderer overordnet set, at disse markeder har et større potentiale end f.eks. aktiemarkedene i Polen, Tjekkiet og Ungarn.

Det væsentligste tema i porteføljen er i dag eksponeringen til privatforbrug i regionen. Købekraften blandt almindelige forbrugere i regionen har udviklet sig eksplosivt de senere år, og regionen byder i dag på nogle af de højeste vækstrater inden for f.eks. bankvæsen, medicinalforbrug, reklameforbrug og ejendomsinvesteringer i verden. Baggrunden herfor er, at i modsætning til f.eks. i den vestlige verden, hvor man har haft disse forbrugsmuligheder i en menneskealder, er dette helt nye markeder i de fleste østeuropæiske lande, og der er derfor et stort

opsparat efterspørgselsbehov, der nu bliver udløst, da regionens indkomstniveau nu muliggør dette forbrug. Afdelingen har derfor blandt andet investeret i banker i Tyrkiet og Rusland, banker der alle øger deres forretningsomfang mange gange hurtigere end tilsvarende banker i f.eks. Vesteuropa. Ligeledes har afdelingen investeret betydeligt i udvikling af ejendomsprojekter i Baltikum, Polen, Rusland, Tyrkiet og Ukraine. Baggrunden herfor er igen, at der er et kolossalt opsparat behov for forbedret boligmasse, der i disse år bliver imødekommet, og at selskaber, der er i stand til at gennemføre komplekse ejendomsprojekter, i disse år vil være i stand til at tjene overnormale profitter, da efterspørgslen langt overgår udbuddet.

Et andet tema er Energi, hvor afdelingen først og fremmest har fokus på gasmarkedet gennem afdelingens store investering i Gazprom. Vi forventer, at de unormalt lave russiske gaspriser over de kommende tre år vil normaliseres mod niveauerne i Vesteuropa, og vi forventer derfor, at Gazprom vil opleve en markant indkomstfremgang.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2008

Som en konsekvens af afdelingens valg af enkeltaktier er sammensætningen af porteføljen markant anderledes end afdelingens benchmark. Således er f.eks. de ”gamle” østeuropæiske markeder i Polen, Tjekkiet og Ungarn stærkt undervægtet med samlede investeringer på under 10% (benchmarkvægten er 38,6%), mens afdelingen har over 31% investeret i lande uden for benchmark. Ved valg af enkeltaktier er der lagt stor vægt på at investere i selskaber, der vil være i en position til at skabe stor værditilvækst på langt sigt, i særdeleshed med en fokus på selskaber, der vil opleve god vækst i cash flow.

### Aktieporteføljen pr. 31.12. 2007

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi				Eurasia Drilling 1,7 Gazprom 9,7		11,4	41,2
Råvarer				Norilsk Nickel 3,6 Raspadsкая 6,7 Uralkali 2,6 Peter Hambro 2,5	Akcansa Cimento 1,9	17,3	8,6
Industri og service			Budimex 1,6	Open Investments 6,9	Baltic Property 1,9 Sinpas Gayrimenkul 1,9 XXI Century Invest. 2,7	15,0	1,2
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,1			CTC Media 4,2	CME 3,4	9,7	2,7
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,1	1,1	0,4
Medicinal					Acibadem 1,9 A&D Pharma 2,2	4,1	2,1
Finans				Sberbank 7,2 Bank St. Petersburg 0,8 Financ. Inst. Expl. Fund 3,4	Halkbank 3,4 GarantiBank 6,0 Sekerbank 4,8	25,6	23,2
Informationsteknologi						0,0	0,4
Telekommunikation				North-West Telecom 3,3 Sibirtelecom 2,4		5,7	12,5
Koncessioneret service		CEZ 5,9		EOS 2,7		8,6	7,7
Andet				Black Earth Farming 1,5		1,5	0,0
<b>Total</b>	2,1	5,9	1,6	59,2	31,2	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	9,2	9,2	20,2	61,4	0,0	-	100,0

\*Benchmark består af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.

## Forventninger

I et miljø, hvor der har været meget stor usikkerhed om specielt konjunkturudviklingen i USA, har aktiemarkederne i de mindre udviklede dele af verden, herunder Østeuropa givet gode afkast. Vores forventning er, at dette fortsætter, og at den kraftige konjunkturaftatning, der ses i specielt USA, ikke for alvor truer fortsat velstandsfremgang i udviklingsøkonomierne. Kortsigtet kan svage økonomiske nøgletal såvel som usikkerhed om tab i de mere spekulative dele af kreditmarkedet give anledning til tilbagefald på de østeuropæiske markeder. Prisfastsættelsen på selskaberne i afdelingen er attraktiv, og økonomierne, de opererer i, boomer. Så vores vurdering er, at et tilbagefald i markedet er en købsmulighed for den langsigtede investor. Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.

## Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Om end risikoen ved investering i afdelingens investeringsunivers har været faldende gennem de senere år, skal investor være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

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

Afdelingen søger investeringskandidater i hele Østeuropa uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

## Resultatopgørelse

### Østeuropa

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	2.521	861
2 Udbytter	19.136	23.105
I alt renter og udbytter	21.657	23.966
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	472.594	492.436
Valutakonti	112	0
Handelsomkostninger	-11.610	-11.924
I alt kursgevinster og -tab	461.096	480.512
<b>I alt indtægter</b>	<b>482.753</b>	<b>504.478</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
	-36.669	-32.453
<b>Resultat før skat</b>	<b>446.084</b>	<b>472.025</b>
<b>5 Skat</b>		
	-1.854	-2.321
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>444.230</b>	<b>469.704</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	24.622	-17.527
Overført fra sidste år	484	297
I alt formuebevægelser	25.106	-17.230
<b>Til disposition</b>	<b>469.336</b>	<b>452.474</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
	165.199	149.248
Foreslået udlodning (31,75 kr. pr. andel)	164.423	148.764
Overført til udlodning næste år	776	484
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>304.137</b>	<b>303.226</b>

## Balance

### Østeuropa

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	122.041	8.992
I alt likvide midler	122.041	8.992
<b>7 Kapitalandele</b>		
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	46.640	31.800
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.316.303	1.902.544
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	82.118	64.183
I alt kapitalandele	2.445.061	1.998.527
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.210	1.036
Aktuelle skatteaktiver	0	50
I alt andre aktiver	1.210	1.086
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>2.568.312</b>	<b>2.008.605</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
	2.544.663	2.005.578
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	3.582	3.027
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	20.067	0
I alt anden gæld	23.649	3.027
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>2.568.312</b>	<b>2.008.605</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Østeuropa

	2007	2006
	1.000 kr.	1.000 kr.

### NOTE 1

#### Renter

Indestående i depotselskab	2.521	861
I alt renter	2.521	861

### NOTE 2

#### Udbytter

Unoterede aktier fra danske selskaber	2.544	1.485
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.592	21.620
I alt udbytter	19.136	23.105

### NOTE 3

#### Kursgevinster og -tab

Unoterede aktier fra danske selskaber	15.231	4.191
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	462.119	478.936
Unoterede aktier fra udenlandske selskaber	-4.756	9.309
I alt kursgevinster og -tab	472.594	492.436

Valutakonti	112	0
I alt øvrige aktiver/passiver	112	0

Bruttohandelsomkostninger	-16.217	-15.439
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	4.607	3.515
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-11.610	-11.924

I alt kursgevinster og -tab **461.096** **480.512**

### NOTE 4

#### Administrationsomkostninger Afdelingsdirekte omkostninger

Gebyrer til depotselskab	2.497	2.335
Fast administrationshonorar	5.523	9.798
Fast rådgivningshonorar	28.225	19.596
Øvrige omkostninger	76	14
I alt afdelingsdirekte omkostninger	36.321	31.743

#### Andel af fællesomkostninger

Honorar til bestyrelse m.v.	177	244
Honorar til revisorer	81	76
Andre honorarer til revisorer	16	18
Revision regulering forrige år (2006/2005)	63	48
Øvrige omkostninger	158	324
Øvrige omkostninger regulering forrige år (06/05)	-147	0
I alt andel af fællesomkostninger	348	710

I alt administrationsomkostninger **36.669** **32.453**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde

	2007	2006
	1.000 kr.	1.000 kr.

Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 1,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5

#### Skat

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

	2007	2006
	1.000 kr.	1.000 kr.

### NOTE 6

#### Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	21.657	23.966
Ikke refunderbar udbytteskat	-1.854	-2.321
Kursgevinst til udlodning	156.844	177.097
Kursgevinst på valutakonti til udlodning	112	0
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	3	189
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-36.669	-32.453
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	24.622	-17.527
Udlodning overført fra sidste år	484	297
I alt til rådighed for udlodning	165.199	149.248

Heraf:

Foreslået udlodning	164.423	148.764
Overført til udlodning næste år	776	484
	165.199	149.248

Udbyttet på 31,75 kr. pr. andel fordeles med 31,28 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,47 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 3,11 kr. pr. andel ud af de 31,75 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Østeuropa

	2007	2006
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 53 i årsrapporten.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94,7%	95,2%
Unoterede finansielle instrumenter	5,3%	4,8%
<b>Unoterede finansielle instrumenter:</b>		
- Baltic Property Trust Secura	1,9%	1,6%
- East Capital Explorer Financial Fund	3,4%	3,2%

	2007		2006	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	464.888	2.005.578	504.387	1.749.079
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele 31.12.2006		-148.764		-74.397
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		7.775		-1.860
Emissioner i året	105.476	463.735	39.681	151.422
Indløsninger i året	-52.496	-233.249	-79.180	-292.277
Emissionstillæg		3.258		883
Indløsningsfradrag		2.100		3.024
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-24.622		17.527
Overført til udlodning fra sidste år		-484		-297
Overført til udlodning næste år		776		484
Foreslået udlodning		164.423		148.764
Overført fra resultatopgørelsen		304.137		303.226
I alt medlemmernes formue	517.868	2.544.663	464.888	2.005.578

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Østeuropa

	2007	2006	2005	2004	2003
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	1.131.334	763.600	739.490	291.093	137.373
Kursværdi af salg af værdipapirer	1.151.732	985.826	448.124	126.793	126.558
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	2.283.066	1.749.426	1.187.614	417.886	263.931

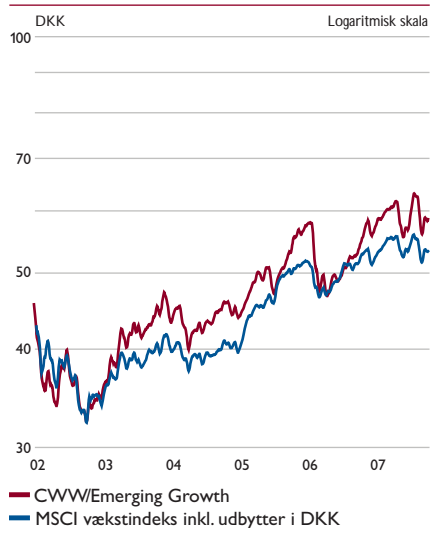
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,34	0,31	0,27	0,14	0,25
--	------	------	------	------	------

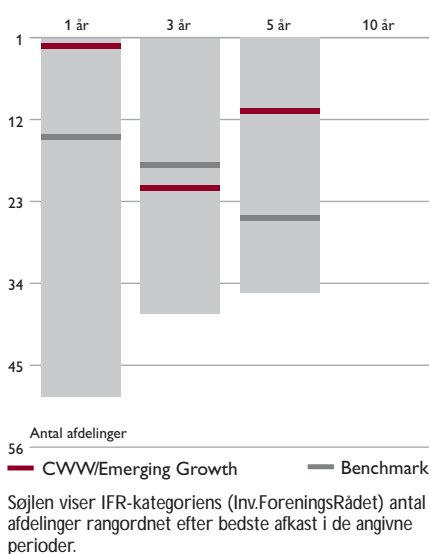
ÅOP = 2,6%  
(Årlige omkostninger i %)

# Carnegie WorldWide/Emerging Growth

## Emerging Growth levetid



## Placering i IFR's afkaststatistik



## Afkastet i 2007

Afdelingen gav et afkast på 11,6% i 2007, hvilket er 8,1%-point bedre end sammenligningsgrundlaget Morgan Stanleys globale vækstindeks, som steg 3,5%, og 13,2%-point bedre end afkastet på det generelle aktiemarked, målt ved Morgan Stanleys verdensindeks, som faldt med -1,6%. Sammenlignes med afkastet på valueaktier, målt ved Morgan Stanleys globale valueindeks, som faldt med 6,4%, er afkastet 18%-point bedre. Årets afkast svarer nogenlunde til vores forventninger ved starten af året.

Afdelingen har investeret i vækstaktier siden 18. juni 2002, og i denne periode har investorerne opnået et afkast på 31,7%, hvilket er henholdsvis 14,1%- og 9,2%-point bedre end Morgan Stanleys globale vækstindeks, der er steget 17,6% og Morgan Stanleys verdensindeks, der er steget 22,6%. Sammenlignet med Morgan Stanleys globale valueindeks, der i samme periode er steget med 27,1%, har afdelingens investorer også opnået et bedre afkast.

I perioder med høj økonomisk vækst har de fleste selskaber gode forudsætninger for at udvise vækst, og i sådanne perioder kan valueaktier typisk tilbyde investorerne rimelige vækstrater til en lav pris. I et sådant miljø er investorerne ikke villige til at betale en præmie for vækstaktier. Helt i tråd med vores forventninger ved indgangen til år 2007, og senest gentaget i halvårsrapporten for 2007, vendte denne udvikling i 2007 i takt med, at det blev mere klart, at den globale økonomi er på vej mod lavere vækstrater. For første gang i syv år blev 2007 året, hvor investorerne i vækstaktier fik et bedre afkast end både det generelle aktiemarked og afkastet på valueaktier.

Afdelingens bedste investeringstema i 2007 var Alternativ energi, og det er også inden for dette tema, at afdelingens to bedste investeringer skal findes. Danske Vestas Wind Systems var afdelingens bedste investering med et afkast på 78%. Selskabet er velkendt i Danmark og behøver ingen nærmere introduktion. Afdelingens næstbedste investering var den tyske producent af solceller, SolarWorld, som gav et afkast på 74%. SolarWorld er en vertikalt integreret producent af solceller, der har fordel af at være aktiv i hele værdikæden fra råmateriale silicium til og med salg og service af det færdige produkt. SolarWorlds indtjeningsmarginer ligger derfor i den øvre ende af industrigennemsnittet. Investeringstemaet nyder generelt godt af de høje energipriser, som gør alternative energiformer relativt mere konkurrencedygtige og fremskynder det tidspunkt, hvor de kan producere energi til priser, der kan konkurrere på lige vilkår med traditionelle energiformer uden offentlig tilskud.

Raffles Education, der var afdelingens bedste investering i både 2005 og 2006, var også i 2007 blandt årets bedste investeringer. I 2007 gav aktien et afkast på 68%, hvilket gør aktien til afdelingens tredjebedste investering. Raffles Education udbyder privatskole uddannelser med vægt på kreative fag i blandt andet Kina og Indien.

Afdelingens investeringer i temaet Unikke vækstelskaber var generelt ikke nogen succes i 2007. Det canadiske guldmineselskab Gammon Gold faldt 56% i 2007. Selskabet har været ramt af problemer i produktionen samt udskiftninger i ledelsen, men vi har tiltro til, at selskabets nye ledelse vil få styr på problemerne, og vi har derfor valgt at fastholde investeringen.

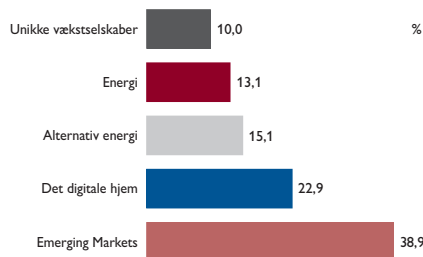
Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2007.

Aktiemarkederne har oplevet større kursfald i starten af det nye år blandt andet som følge af stigende recessionsfrygt i USA. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Investeringerne i 2007 samt større omlægninger

Der er i 2007 ikke kommet nye investeringstemaer til, og afdelingen har fortsat fokuseret strategien på de fem væksttemaer: Emerging Markets 39%, Unikke vækstelskaber 10%, Det digitale hjem 23%, Energi 13% og Alternativ energi 15%.

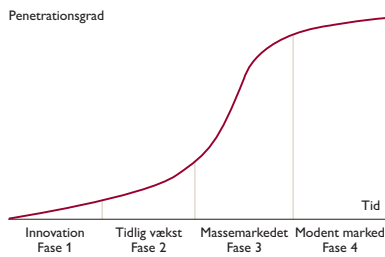
## Temaoversigt pr. 31. 12. 2007



Afdelingen har øget andelen af investeringerne i temaet Alternativ energi i løbet af året og har senest investeret en mindre del i den amerikanske solcelleproducent First Solar. Temaet udgør nu 15% af investeringerne mod 7% ved starten af året. First Solar er verdens største producent af solceller baseret på den såkaldte Thin Film teknologi, som blandt andet er kendetegnet ved, at der stort set ikke indgår silicium i produktet, hvorfor omkostningerne kan holdes nede. First Solar har derfor de laveste omkostninger pr. watt i industrien på USD 1,25 mod et industrigenomsnit på omkring USD 2,75/watt. Selskabets mål er i år 2010 som den første i industrien at kunne tilbyde solceller, der kan producere elektricitet til konkurrencedygtige priser uden offentlige tilskud på hovedmarkederne i USA, Europa og Asien.

Vi har fortsat tiltro til afdelingens største investeringstema Emerging Markets. Meget tyder på, at væksten i den globale økonomi er på vej ned i tempo, og det vil få negative afledte effekter i udviklingsøkonomierne. Vi tror dog, at de indenlandske vækstfaktorer i udviklingsøkonomierne p.t. er stærke nok til i nogen grad at kompensere for det lavere væksttempo i vores del af verden. Vi forventer således, at væksten i Emerging Markets også fremover vil være større end i vores del af verden.

I investeringstemaet Energi er fokus drejet væk fra investeringer i de traditionelle olieselskaber mod selskaber, der leverer services og produkter til de store olieselskaber. Set i lyset af den fortsat høje oliepris samt, at det bliver stadigt vanskeligere at finde nye olieforekomster, forventer vi, at selskaber, der kan hjælpe olieindustrien med at finde og udvinde olie, går en lovende fremtid i møde. Foreløbig har vi investeret i det amerikanske selskab FMC Technologies, der er førende inden for undervandsproduktionsudstyr.



### Afdelingens investeringsstrategi

Carnegie WorldWide/Emerging Growth søger investeringskandidater blandt alle innovative vækstsekskaber, der har eller forventes at få vækstrater højere end gennemsnittet. Afdelingen investerer i et begrænset antal selskaber på 25-30, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering.

Det er målsætningen at give et attraktivt afkast sammenlignet med andre globale investeringsforeninger samt på længere sigt (3-5 år) at give et attraktivt afkast sammenlignet med de smalere sektor- eller regionalt baserede foreninger. Afdelingen søger derfor investeringskandidater globalt og uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger, og der investeres i et mindre antal væksttemaer, som vurderes at have et stort vækspotentiale. Derved sikres størst mulig fleksibilitet i arbejdet for at skabe et godt afkast.

Afdelingen foretager aktiv porteføljepleje, og når investeringstemaer bliver uinteressante, enten på grund af en for høj pris eller faldende vækstrater, vil porteføljen blive lagt om til mere attraktive områder. Dette betyder, at der må forventes en højere omsætningshastighed sammenlignet med traditionelle globale investeringsforeninger, herunder søsterafdelingen Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

### Forventninger

Vi har kun moderate forventninger til afkastet på de globale aktiemarkeder, og vi forventer et år med større kursudsving. Krisen på det amerikanske boligmarked og frygt for, at en mulig amerikansk recession vil medføre lavere global vækst, vil præge aktiemarkederne.

Perioder med usikkerhed er perioder med muligheder for den langsigtede investor. Vi vil udnytte eventuelle større kursfald til at foretage yderligere investeringer i gode vækstsekskaber inden for de strukturelt voksende investeringstemaer. I perioder med lavere økonomisk vækst bliver vækst i indtjening og omsætning en mangelvare, og investorerne er i sådanne perioder ofte villige til at betale en højere pris for kvalitetsvækstaktier. Det er denne udvikling, der har gjort sig gældende i 2007, og der er fortsat gode forudsætninger for, at det vil fortsætte en tid endnu. Afdelingens fokus på vækstaktier med stærk finansiell position fortsætter.

Tidshorizonten ved investering i vækstaktier bør som minimum være 3-5 år, og kun en mindre andel af ens samlede investeringer bør placeres i afdelingen.

## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2007

	USA og Canada	Stor-britannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
<b>Energi</b>	FMC Technologies 3,0				Sinopec 6,8 Keppel 3,3		13,1
<b>Alternativ energi</b>	First Solar 2,2		Novozymes 3,1 Vestas Wind Systems 5,5 SolarWorld 4,3				15,1
<b>Unikke vækstelskaber</b>	Potash 4,0 Gammon Gold 2,2			Aeon Mall 3,8			10,0
<b>Det digitale hjem</b>	Corning 3,9 Cisco Systems 4,3 Yahoo! 3,1 Microsoft 4,9			Nintendo 3,4	Taiwan Semiconductor 3,3		22,9
<b>Emerging Markets</b>			Holcim 3,4		Bharti Airtel 7,2 Raffles Education 5,7 KLCC Property Holdings 3,2 United Overseas Bank 4,5 India Cements 4,7	All America Latina 3,8 Open Investments 4,4 Estácio Participacoes 2,0	38,9
<b>Andet</b>							0,0
<b>Total</b>	27,6	0,0	16,3	7,2	38,7	10,2	100,0
<b>Benchmark*</b>	51,3	10,8	23,3	9,7	4,9	0,0	100,0

\*Benchmark er MSCI vækstindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Emerging Growths aktiebeholdning.

### Risiko

Investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. afdeling Globale Aktier, da afdelingens midler kan investeres i selskaber, hvor massemarkedets accept af selskabets produkt eller service endnu ikke er opnået.

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

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Resultatopgørelse

### Emerging Growth

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	133	141
2 Udbytter	1.587	1.189
I alt renter og udbytter	1.720	1.330
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	17.671	6.507
Valutakonti	0	-38
Handelsomkostninger	-763	-2.016
I alt kursgevinster og -tab	16.908	4.453
<b>I alt indtægter</b>	<b>18.628</b>	<b>5.783</b>
4 Administrationsomkostninger	-2.757	-3.123
<b>Resultat før skat</b>	<b>15.871</b>	<b>2.660</b>
5 Skat	-172	-69
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>15.699</b>	<b>2.591</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	87	195
Overført fra sidste år	0	0
I alt formuebevægelser	87	195
<b>Til disposition</b>	<b>15.786</b>	<b>2.786</b>
6 Til rådighed for udlodning	0	0
Foreslået udlodning	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>15.786</b>	<b>2.786</b>

## Balance

### Emerging Growth

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	3.092	817
I alt likvide midler	3.092	817
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	11.305	6.415
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	120.807	136.819
I alt kapitalandele	132.112	143.234
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	53	16
Aktuelle skatteaktiver	32	20
I alt andre aktiver	85	36
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>135.289</b>	<b>144.087</b>
<b>PASSIVER</b>		
8 Medlemmernes formue	135.060	143.556
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	229	266
Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	265
I alt anden gæld	229	531
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>135.289</b>	<b>144.087</b>



## Noter til balance

### Emerging Growth

	2007	2006
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens geografiske og tematiske fordelinger findes på side 60 i årsrapporten.

	2007		2006	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	267.414	143.556	319.144	166.988
Emissioner i året	3.150	1.843	10.860	5.997
Indløsninger i året	-45.060	-26.309	-62.590	-32.393
Emissionstillæg		17		87
Indløsningsfradrag		254		286
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-87		-195
Overført til udlodning fra sidste år		0		0
Overført til udlodning næste år		0		0
Overført fra resultatopgørelsen		15.786		2.786
I alt medlemmernes formue	225.504	135.060	267.414	143.556

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Emerging Growth

	2007	2006	2005	2004	2003
<b>Værdipapiromsætning</b>	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
Kursværdi af køb af værdipapirer	50.649	139.793	159.857	120.850	104.307
Kursværdi af salg af værdipapirer	79.191	167.277	178.620	124.067	101.158
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	129.840	307.070	338.477	244.917	205.465

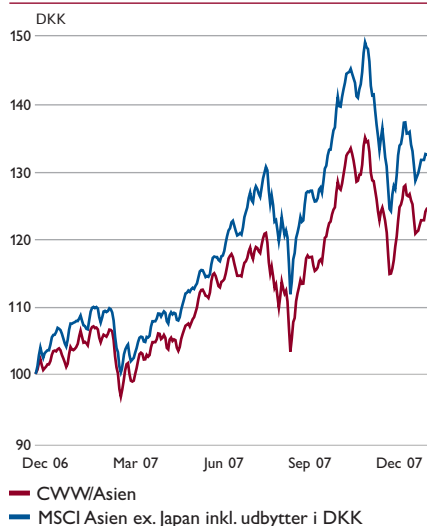
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b>	0,37	0,80	1,02	0,57	0,57
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

ÅOP = 3,0%  
(Årlige omkostninger i %)

## Carnegie WorldWide/Asien

### Asien levetid



### Afkastet i 2007

Afdelingen gav et afkast i 2007 på 21,5% mod benchmark på 26,4%. I regnskabsperioden fra afdelingens start i december 2006 og til ultimo 2007 har afkastet været 25,3% mod benchmark på 33,6%.

Afdelingens underperformance kan primært tilskrives, at afdelingen ikke har adgang til det indiske aktiemarked pga. forsinket licens fra de indiske myndigheder i de første måneder af 2007, hvorfor afdelingen valgte at kompensere med investeringer i henholdsvis det kinesiske selskab Petrochina (-21%) samt Nongshim (-17%) i Korea. Selskaber der normalt anses for stabile, men i perioden genererede et relativt tab på tilsammen ca. 2,4% målt i forhold til indre værdi.

Desuden var 2007 et år med store afvigelser i de enkelte landes aktiemarkedsafkast, da markerne var likviditetsdrevet. Eksempelvis steg Kina med ca. 65% i lokal valuta, mens Taiwan, som det dårligste marked, kun gav et afkast på ca. 5% i lokal valuta. Denne udvikling har haft negativ indflydelse på afdelingens relative afkast, eftersom afdelingen har en forholdsmæssig lav andel af selskaber eksponeret mod Kina.

Af positive bidrag i afdelingen kan nævnes Bumi Resources (+113%) i Indonesien, Nagarjuna Construction (+98%) i Indien samt GS Engineering & Construction (+70%) i Korea. Disse selskaber er enten direkte eller indirekte eksponeret mod infrastrukturudbygningen i Asien og Mellemøsten.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 4,25 kr. pr. andel i udbytte dagen efter generalforsamlingen. Af dette udbytte beskattes 4,21 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,04 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 1,64 kr. pr. andel ud af de 4,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

Aktiemarkederne har oplevet større kursfald i starten af det nye år blandt andet som følge af stigende recessionsfrygt i USA. Herudover er der ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### Investeringerne i 2007

Investeringerne er bygget op omkring en række investeringstemaer. Af disse er Den asiatiske forbruger og Infrastruktur de mest essentielle.

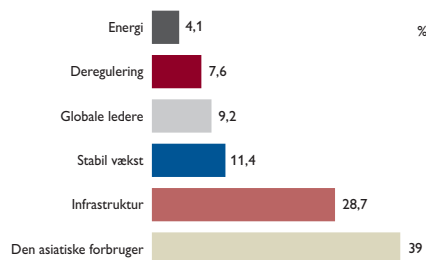
I forlængelse af infrastrukturtemaet har afdelingen i 2007 derfor købt op i selskaber som Asian Paints, Nagarjuna Construction, BHEL, ACC Cement samt Hyundai Development, Posco, Bumi Resources, UEM World, SM Investments, Keppel Corp, hvor de første fire selskaber alle hjemhører i Indien, mens de sidste har domicil på tværs af regionen. Infrastrukturtemaet udgør ca. 30% af porteføljen.

Inden for "Den asiatiske forbruger" har afdelingen købt HDFC Finance og vægtet op i ICICI Bank i Indien som en delvis konsekvens af vores generelt meget positive syn på forbrugstendensen i især Indien.

Afdelingen har igennem 2007 opbygget en betydelig eksponering mod Indien efter modtagelsen af den påkrævede handelslicens. De indiske virksomheder med eksponering mod forbrug har generelt en meget høj vækst på grund af det tidlige udviklingsstadium. Samtidig har infrastrukturinvesteringerne i en årrække været utilstrækkelige, og vi venter derfor store infrastrukturinvesteringer i fremtiden.

Afdelingen har været betydeligt undervægtet i Kina, hvilket hovedsagligt skal tillægges den meget høje prisfastsættelse på det kinesiske aktiemarked gennem det meste af 2007. Afdelingen havde ligeledes kun ringe eller ingen eksponering til henholdsvis Pakistan, Thailand og Taiwan

## Temaoversigt pr. 31. 12. 2007



som følge af forhold relaterede til politiske risici eller manglende vækstpotentiale blandt de lokale selskaber.

### Afdelingens investeringsstrategi

Afdelingens investeringsfilosofi fokuserer på udvælgelse af en koncentreret portefølje af op til 30 aktier med det sigte at holde dem i en længere periode af 3-5 års varighed. De enkelte selskaber i afdelingen er udvalgt ud fra deres fundamentale eksponering til de underliggende strukturelle forhold, der driver væksten i Asien. Det vil sige, at det i overvejende grad er mere elementære forhold på selskabsniveau end klassiske makroøkonomiske betragtninger, der har indflydelse på investeringsbeslutningerne.

Afdelingen investerer bredt i Asien eksklusivt Japan og om nødvendigt i selskaber uden for Asien, hvor et væsentligt bidrag af indtjeningen er afledt fra de asiatiske økonomier. Vi søger generelt efter investeringer på tværs uden geografiske såvel som sektormæssige begrænsninger. Sektor- og landeafvigelse er derfor afledt af det fundamentale selskabsvalg, hvorfor sammensætningen af porteføljen kan divergere markant fra benchmark.

Udgangspunktet for søgeprocessen af selskaber er et mindre antal investeringstemaer, som udspringer af den strukturelle vækst i Asien, og som har et risikokorrigeret vækstpotentiale, som er væsentligt højere end den gennemsnitlige vækst i regionen. Et investeringstema er ligeledes karakteriseret ved under normale omstændigheder at have længerevarende relevans.

Afdelingen anvender ikke klassiske kvantitative metodikker til vurderingen af den samlede risikoprofil i porteføljen, men vi hælder derimod til, at risiko bedst elimineres ved at have et dybtgående kendskab til de respektive selskaber, som indgår i porteføljen.

### Afdelingens portefølje ved indgangen til 2008

Afdelingen er opbygget omkring et mindre antal temaer, hvor det forsat er infrastrukturudbygningen og den asiatiske forbruger, som er de vigtigste temaer. Vi er positive på disse temaer, fordi de asiatiske økonomier er tvunget til at udbygge infrastrukturen for at sikre den høje vækst også i fremtiden. Ligeledes er den asiatiske forbruger kun i sin vorden, når det kommer til en lang række langvarige forbrugsgoder, især hvad angår de mere folkerige nationer som Kina, Indien, Indonesien og Filippinerne. Det betyder, at potentialet for vækst er til stede i en årrække.

Afdelingen har derfor en stor eksponering mod disse temaer, og vi venter ikke nogen synlig ændring af dette. Aktierne relaterende til disse temaer er udvalgt med det sigte at kunne holdes i længere tid, så længe vi vurderer, at prisfastsættelsen er rimelig.

Vi udvælger enkelte aktier ud fra fundamentale forhold herunder prissætningen. På denne baggrund er porteføljen kraftigt overvægtet i Indien og undervægtet i Kina. Vi anser Indien som den mest solide væksthistorie i Asien. Indien er det land, som realøkonomisk er mindst afhængig af den globale udvikling, eftersom den underliggende vækst i overvejende grad er indenlandsk drevet. Undervægten i Kina på trods af det store udbud af tematiske selskaber skyldes den meget høje prisfastsættelse. En kendsgerning der gør investeringer i Kina mindre attraktiv, især i den senere tid hvor man i stigende grad har set tilløb til indgreb fra den kinesiske regering for at dæmme op for den accelererende inflation, hvormed der skabes øget usikkerhed om den fremtidige indtjening i selskaberne.

### Forventninger

Vi forventer, at 2008 kan blive et særdeles svingende år for de asiatiske aktier i kølevandet på usikkerheden omkring den globale vækst, inflationsudviklingen samt udviklingen i den kinesiske økonomi. Selvom Asien ikke i samme grad som tidligere er eksponeret realøkonomisk til de vestlige økonomier pga. indenlandske og interregionale faktorer, så er tilknytningen og forgreningen via de finansielle markeder til gengæld steget markant. Dette betyder, at fluktuationer i risikopræmien på aktier i de vestlige markeder vil forplante sig til markederne i Asien.

## Aktieporteføljen pr. 31.12. 2007

	Kina & Hong Kong	MTIF**	Korea	Taiwan	Indien	Singapore	Øvrige	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Sinopec 6,0 CNOOC 1,3							7,3	13,5
<b>Råvarer</b>		Bumi Res. 1,5	Posco 3,8		ACC Cement 3,8			9,1	7,3
<b>Industri og service</b>			Macq. Korean Infr. 5,0 GS E&C 4,0 Hyundai Development 3,7		Asian Paints 3,8 BHEL 4,1 Nagarjuna Construction 4,1	Keppel Corp. 2,8 Semcorp Industries 2,7		30,2	10,4
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Esprit 4,4		Lotte Shopping 2,2					6,6	5,4
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>								0,0	2,1
<b>Medicinal</b>								0,0	0,4
<b>Finans</b>	Standard Charter 2,0 China Overseas Land 3,8 Cheung Kong Hld. 6,0 China Construction Bank 2,6	Bursa Malaysia KLCC Property 1,8 SM Investments 3,8			ICICI Bank 5,4 HDFC 5,6	United Overseas Bank 3,9 CDL Hospitality 2,1		38,5	29,5
<b>Informations-teknologi</b>				TSMC 2,5 Delta Electronic 2,3				4,8	12,0
<b>Telekommunikation</b>								0,0	14,2
<b>Koncessioneret service</b>		Perushaan Negara Gas 2,5						2,5	5,2
<b>Andet</b>		UEM World 1,0						1,0	0,0

\*Benchmark er MSCI Asien ex. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter.

\*\*Malaysia, Thailand, Indonesien, Filippinerne.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Asiens aktiebeholdning.

Selvom regionen med stor sandsynlighed vil blive ramt af den realøkonomiske tilpasning af ubalancerne i den vestlige verden, hvis varighed kan strække sig over en længere periode, så ser vi den strukturelle væksthistorie i Asien som intakt. Positive faktorer som eksempelvis demografi, kapitaludbygning, øget kvalitet af de asiatiske virksomheder vil stadig være til stede trods den cykliske nedtur i de vestlige økonomier. I forlængelse heraf forventer vi, at Asien over en tidshorison på mindst tre år vil kunne give et merafkast i forhold til de udviklede markeder trods højere volatilitet. Vi tror, det vil være temaer som den asiatiske forbruger og infrastrukturudbygningen, der vil være i fokus.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi. Det anbefales, at kun en mindre del af ens samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Om end risikoen ved investering i de asiatiske markeder har været faldende gennem de senere år, skal investor være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

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

## Resultatopgørelse

### Asien

NOTE	6/12 2006 - 31/12 2007 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>	
1 Renteindtægter	1.194
2 Udbytter	31.411
I alt renter og udbytter	32.605
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>	
Kapitalandele	234.544
Valutakonti	-296
Handelsomkostninger	-6.312
I alt kursgevinster og -tab	227.936
<b>I alt indtægter</b>	<b>260.541</b>
4 Administrationsomkostninger	-22.423
<b>Resultat før skat</b>	<b>238.119</b>
5 Skat	-2.968
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>235.150</b>
<b>Formuebevægelser</b>	
Udlodningsregulering	3.887
Overført fra sidste år	0
I alt formuebevægelser	3.887
<b>Til disposition</b>	<b>239.037</b>
6 Til rådighed for udlodning	47.772
Foreslået udlodning (4,25 pr. andel)	45.807
Overført til udlodning næste år	1.965
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>191.265</b>

## Balance

### Asien

NOTE	2007 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>	
<b>Likvide midler</b>	
Indestående i depotselskab	26.240
I alt likvide midler	26.240
<b>7 Kapitalandele</b>	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.322.194
I alt kapitalandele	1.322.194
<b>Andre aktiver</b>	
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	4.173
I alt andre aktiver	4.173
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>1.352.607</b>
<b>PASSIVER</b>	
8 Medlemmernes formue	1.350.420
<b>Anden gæld</b>	
Skyldige omkostninger	2.187
I alt anden gæld	2.187
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>1.352.607</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Asien

6/12 2006 - 31/12 2007  
1.000 kr.

### NOTE 1

#### Renter

Indestående i depotselskab	1.194
I alt renter	1.194

### NOTE 2

#### Udbytter

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	31.411
I alt udbytter	31.411

### NOTE 3

#### Kursgevinster og -tab

Noterede aktier fra udenlandske selskaber	234.544
I alt kursgevinster og -tab	234.544

Valutakonti	-296
I alt øvrige aktiver/passiver	-296

Bruttohandelsomkostninger	-9.042
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	2.730
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-6.312

I alt kursgevinster og -tab 227.936

### NOTE 4

#### Administrationsomkostninger Afdelingsdirekte omkostninger

Gebyrer til depotselskab	1.323
Fast administrationshonorar	2.784
Fast rådgivningshonorar	18.089
Øvrige omkostninger	23
I alt afdelingsdirekte omkostninger	22.219

#### Andel af fællesomkostninger

Honorar til bestyrelse m.v.	91
Honorar til revisorer	42
Andre honorarer til revisorer	8
Øvrige omkostninger	63
I alt andel af fællesomkostninger	204

I alt administrationsomkostninger 22.423

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde	2007	2006
	1.000 kr.	1.000 kr.
Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,2% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerelskab A/S udgør 1,55% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

### NOTE 5

#### Skat

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

2007  
1.000 kr.

### NOTE 6

#### Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	32.605
Ikke refunderbar udbytteskat	-2.968
Kursgevinst til udlodning	44.706
Kursgevinst på valutakonti til udlodning	-296
Udlodningsmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	35
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-22.423
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-3.887
I alt til rådighed for udlodning, netto	47.772

#### Heraf:

Forslået udlodning	45.807
Overført til udlodning næste år	1.965
I alt til rådighed for udlodning, netto	47.772

Udbyttet på 4,25 kr. pr. andel fordeles med 4,21 kr. pr. andel som aktieindkomst og 0,04 kr. pr. andel som kapitalindkomst. For selskaber stammer 1,64 kr. pr. andel ud af de 4,25 kr. pr. andel fra aktieudbytter, som medtages med 66% i den skattepligtige indkomst.

## Noter til balance

### Asien

	2007
<b>NOTE 7</b>	
<b>Specifikation af kapitalandele</b>	
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.	
<b>Afdelingens fordeling på:</b>	
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%

Porteføljens geografiske og sektormæssige fordelinger findes på side 66 i årsrapporten.

	2007	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 8</b>		
<b>Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue (primo)		0
Emissioner i året	1.237.500	1.288.350
Indløsninger i året	-159.688	-182.367
Emissionstillæg		7.994
Indløsningsfradrag		1.293
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-3.887
Overført til udlodning næste år		1.965
Foreslået udlodning		45.807
Overført fra resultatopgørelsen		191.265
I alt medlemmernes formue	1.077.812	1.350.420

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Asien

	2007
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	1.702.427
Kursværdi af salg af værdipapirer	612.246
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	2.314.673

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

<b>Omsætningshastighed</b>	0,39
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	

ÅOP = 3,1%  
(Årlige omkostninger i %)

# Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat

Danske Obligationer Privat levetid



## Afkastet i 2007

Carnegie WorldWide Privat opnåede et afkast på 0,45% for 2007. Det lavere afkast i forhold til vores forventninger ved indgangen til året skyldes primært effekterne af, at den amerikanske subprimekrise spredte sig med en hast og en kraft til danske renter, som vi ikke havde forudset. Subprimekrisen betød lavere danske renter og stigende kurser på danske statsobligationer og relativt lavere kursstigninger på danske realkreditobligationer i forhold til statsobligationerne. Denne udvikling var ikke optimal for afdelingen, fordi porteføljen var karakteriseret ved en høj andel af realkreditobligationer og ingen statsobligationer.

Dertil skal lægges at timingen med flere reduktioner af rentefølsomheden i første halvår kunne være bedre. Med udsigt til stigende inflation drevet af stigende energi- og fødevarerpriser og stigende korte renter fra ECB var strategien at øge fokus på positivt absolut afkast efter en periode med stigende renter og kurstab i foråret. Subprimekrisen spredte sig til en likviditetskrise i dele af banksystemet, hvilket medførte en kovending fra ECB, som afstod fra at hæve sin korte styrerente fra 4%. Dertil kan lægges, at udsigten til lavere vækst samt en søgning væk fra usikre aktiemarkeder til mere sikre statsobligationer betød lavere renter og stigende kurser. Dermed havde obligationsmarkedet ikke megen fokus på den stigende inflation, som ultimo året var steget til 4,1% i USA og 3,1% i Europa, og afkastet ville have været bedre med en højere rentefølsomhed.

Afdelingen blev især ramt på sin langsigtede placering i Kalvebod Serie 2, som i 2007 gav et negativt afkast på 4,6%. Kurstabet betyder, at der fremadrettet kan forventes et højt gennemsnitligt afkast på 6,7% om året frem til det forventede udløb i 2016.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen i 2007 udbetaler 2,25 kr. pr. andel i udbytte. Årets udbytte på kr. 2,25 pr. andel beskattes 100% som kapitalindkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Større omlægninger

Afdelingen indledte året med en rentefølsomhed på 6%. Rentefølsomheden blev reduceret til 4,5% i 2. kvartal ved at sælge 2- og 5-årige obligationer og købe 2%-obligationer med udløb i primo 2008. Bag omlægningen var en forventning om, at ECB ville fortsætte sine renteforhøjelser i samme rolige tempo som praktiseret siden december 2005. Rentefølsomheden blev specielt reduceret for 2- og 5-års renter i forventningen om, at dette segment ville blive hårdest ramt af kurstab ved yderligere rentestigninger fra ECB. En række argumenter talte for flere renteforhøjelser. Argumenter som høj kapacitetsudnyttelse, stigende beskæftigelse, høj vækst i pengemængden, høj vækst i kreditgivning, stigende energi- og fødevarerpriser samt en tendens til stigende lønninger.

Afdelingen investerede 4% i én 2,5% indeksobligation fra RD. Investorerne modtager en opskrivning af den nominelle værdi, der modsvarer inflationen i Danmark. Opskrivninger er skattefrie, hvilket gør obligationen attraktiv for private investorer på trods af en kurs omkring de 100. Der blev investeret til en implicit inflation på ca. 2%. Dette betyder, at registreres der en gennemsnitsinflation på over 2% i obligationens løbetid, opnås et bedre afkast end på tilsvarende almindelige obligationer. Vi forventer en god performance på et års sigt med stigende opskrivninger som en konsekvens af den aktuelle stigende inflation.

## Porteføljens obligationer

Afdelingen søger at opnå så høj en andel af afkastet fra skattefrie kursgevinster for på den måde at optimere afkastet efter skat for private investorer. Dette indebærer, at afdelingen primært investerer i realkreditobligationer med 2%, 2,5% og 3% i pålydende rente. På den måde er der udsigt til god andel af skattefrie kursgevinster, fordi kurserne på obligationer med 2%, 2,5% og 3% i pålydende rente er lavere i forhold til øvrige sammenlignelige obligationer med en

højere pålydende rente. Statsobligationer har en pålydende rente mellem 4% og 7% og er derfor ikke interessante for afdelingen.

Porteføljen er følgelig sammensat af realkredit- og erhvervsobligationer. Fordelingen på pålydende rente er ca. 65% med 2%, ca. 4% med 2,5% samt ca. 28% med 3% i pålydende rente. Afdelingens investeringer i 2%, 2,5% og 3%-obligationer bliver understøttet af, at nyudstedelse af disse obligationer er stoppet. Alle nyudstedelse sker nu med 4% i pålydende rente. I takt med at nogle af obligationsserierne med 2% i pålydende rente udløber, reduceres den udestående mængde kraftigt. I løbet af 2008 samt primo 2009 udløber næsten 50% af samtlige obligationer med 2% i pålydende rente, hvoraf ca. 75% er ejet af private investorer. Vi forventer, at en høj andel heraf skal geninvesteres i andre skatteoptimale obligationer for de private investorer. Den forventede efterspørgsel og det manglende udbud er godt nyt for afdelingens obligationer specielt dem med 2% i pålydende rente.

### Obligationporteføljen pr. 31.12. 2007

	Obligation	Procent	Total
<b>Statsobligationer</b>	Ingen	0,0	0,0
<b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>	3,00% BRF Kredit 2027	5,6	28,1
	3,00% Realkredit Danmark 2023	2,7	
	3,00% Realkredit Danmark 2028	0,5	
	3,00% Nykredit 2028	9,0	
	3,00% Nordea Kredit 2028	10,3	
<b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b>	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	4,9	47,2
	2,00% Kommunekredit 2008	0,2	
	2,00% BRF Kredit 2008	14,1	
	2,00% Realkredit Danmark 2008	16,2	
	2,00% Nykredit 2008	11,8	
<b>Erhverv</b>	2,00% Kalvebod 2016	8,5	18,1
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	9,6	
<b>Indeksobligationer</b>	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,0	4,0
<b>Likviditet</b>		2,6	2,6
<b>Total</b>		100,0	100,0

Som det kan ses af tabellen, har afdelingen ikke investeret i statsobligationer, men udelukkende i obligationer udstedt af velkendte udbydere med høj kreditværdighed samt Kalvebod. Kreditværdigheden klassificeres af ratinginstitutterne Moody's og Standard & Poor's på en skala fra Aaa til C. Aaa er den højeste rating, der kan opnås. Eksempelvis er den danske stat kreditvurderet Aaa.

Der er investeret i obligationer udstedt af følgende emittenter:

Danske kreditforeninger. De velkendte og højt ratede danske kreditforeninger Realkredit Danmark, Nykredit, Nordea Kredit Kommunekredit og BRF Kredit udgør en væsentlig del af porteføljen. BRF Kredit har en rating på Aa1, som er næsthøjeste, mens de øvrige udstedere med en rating på Aaa har højest mulige rating hos Moody's.

Danmarks Skibskreditfond blev i 1961 oprettet med det formål at fungere som finansieringskilde i den danske maritime industri. I dag er målsætningen at drive skibsfinansieringsvirksomhed i Danmark. Herudover driver selskabet international skibsfinansieringsvirksomhed, så længe virksomheden i Danmark ikke unødigt begrænses herved. I 2005 blev Danmarks Skibskreditfond omdannet til et aktieselskab. Skibskreditfonden har siden 1998 haft en kreditvurdering (rating) fra Moody's på Aa3, det vil sige den fjerdebedste og i næstbedste kategori "High grade – High quality".

Kalvebod Serie II er en obligationsserie med sikkerhed i en portefølje af hybrid kernekapital udstedt af ni danske regionale og lokale pengeinstitutter. Obligationsserien har et forventet udløb i 2016. Obligationsserien er blåstemplet og børsnoteret på Københavns Fondsbørs og den samlede udstedelse er på nominelt 928 mio. kr. Skulle der være en eller flere af de bagvedliggende pengeinstitutter, der efter 10 år vælger ikke at indfri sit lån, fortsætter obligationen pro rata. Det vil sige, at den følgende udestående mængde vil afspejle, hvor mange pengeinstitutter, der vælger at blive i konstruktionen. Investorerne vil derefter og frem til maj 2106 modtage 3 måneders interbankrenten plus 2,5%.

A/S Storebælt har som primær opgave at drive og vedligeholde Storebæltsbroen. A/S Storebælt er ejet og garanteret af den danske stat.

## Afdelingens målsætning og investeringsstrategi

Afdelingens obligationsinvesteringer henvender sig til private investorer, der fokuserer på et stabilt afkast efter skat.

Det samlede afkast af en obligation består af pålydende rente og kursgevinst/-tab. Da kursgevinster er skattefrie for private investorer, tilstræbes det, at kursgevinster udgør så høj en andel som muligt af afkastet. Da obligationerne udløber til kurs 100, sikres en skattefri kursgevinst ved at investere i blåstemplede obligationer, der kan købes til under kurs 100 med en lav pålydende rente.

Danske indeksobligationer vil også til tider indgå i afdelingens portefølje på trods af en kurs over 100. Indeksobligationer kan være attraktive for private investorer, fordi deres nominelle værdi opskrives med inflationsudviklingen. Denne opskrivning er skattefri for private investorer.

Afdelingens investeringer vil i overvejende grad være koncentreret omkring obligationer udstedt af de store danske realkreditinstitutter samt erhvervsobligationer.

## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat er en mellemlang obligationsafdeling

Porteføljens samlede varighed (rentefølsomhed) vil typisk ligge i intervallet 3-6 år, men kan i perioder afvige herfra. Afdelingens porteføljestyring fokuserer dels på håndteringen af porteføljens samlede rentefølsomhed samt på omhyggelig udvælgelse af enkeltobligationer.

Det lave renteniveau og de danske skatteregler betyder, at private investorers obligationsinvesteringer i dag kræver større omhu end tidligere. Forkert obligationsvalg kan i værste fald føre til negativt afkast efter skat. Afdelingen anbefales derfor til private investorer, der ønsker at placere frie midler i obligationer.

## Forventninger

Medlemmerne i afdelingen forventes at opnå et bruttoafkast mellem 3,6% og 4,1% for 2008 under forudsætning af, at vores renteforventninger holder. Afkastet efter skat er i sagens natur afhængig af det enkelte medlems skatteforhold. Flere centralbanker og obligationsmarkedet står over for et dilemma med udsigt til lavere vækst på et tidspunkt, hvor inflationen er stigende trukket op af stigende energi- og fødevarerpriser. Den strukturelle karakter af disse prisstigninger betyder, at inflationssiden let kan sætte agendaen for de europæiske obligationsrenter, i takt med at finanskrisen aftager. Det er meget vanskeligt at forudse, hvornår finanskrisen ophører. ECB har meget fokus på inflationen og forventes derfor at holde sin korte styrerente uforandret på trods af kreditkrisen og udsigten til en lavere økonomisk vækst i 2008. Vi forventer, at obligationsrenterne vil være mere end almindeligt følsomme over for nøgletal, der trækker enten i retning af lavere vækst eller højere inflation. Resultatet forventer vi derfor bliver fortsat høje udsving i de danske obligationsrenter omkring de nuværende niveauer.

## Risiko

Afdelingens obligationsportefølje vil typisk have en samlet varighed (rentefølsomhed) på 3-6, men kan i perioder afvige fra dette. Dette svarer i store træk til, at en generel rentestigning på 1%-point vil medføre et tab for afdelingen på 3-6%. Rentefølsomheden opgøres og styres under hensyntagen til forventningerne til korte, mellemlange og lange renter, sammenholdt med hvad der allerede er inddiskonteret i obligationsmarkedet på et givet tidspunkt.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for forskellige risici, der kan give store udsving i obligationsrenterne og dermed i afdelingens værdi. Eksempler på dette kan være krig, terrorangreb, valutakriser, ændret pengepolitik fra centralbankerne, lovændringer, der giver ændret investordfærd samt kreditrisiko for obligationsudstederne.

Udsvingene i indre værdi i en obligationsafdeling er normalt betydeligt mindre end i en aktiefdeling. Vi forventer, at udsvingene i afdelingens indre værdi vil være på linie med udviklingen i obligationsmarkedet generelt.

## Resultatopgørelse

### Danske Obligationer Privat

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	1.957	2.023
I alt renter	1.957	2.023
<b>2 Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	-1.283	-1.241
Handelsomkostninger	-36	-47
I alt kursgevinster og -tab	-1.319	-1.394
<b>I alt indtægter</b>	<b>638</b>	<b>629</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>		
	-385	-417
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>253</b>	<b>212</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-45	-97
Overført fra sidste år	162	203
I alt formuebevægelser	117	106
<b>Til disposition</b>	<b>370</b>	<b>318</b>
<b>4 Til rådighed for udlodning</b>		
	1.689	1.712
Foreslået udlodning	925	750
Udbetalt a conto udlodning	738	800
Overført til udlodning næste år	26	162
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>-1.319</b>	<b>-1.394</b>

## Balance

### Danske Obligationer Privat

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	1.919	1.166
Indestående i andre pengeinstitutter	-	4
I alt likvide midler	1.919	1.170
<b>5 Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	69.622	72.444
I alt obligationer	69.622	72.444
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter	938	990
I alt andre aktiver	938	990
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>72.479</b>	<b>74.604</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>6 Medlemmernes formue</b>		
	72.439	74.555
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	40	49
I alt anden gæld	40	49
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>72.479</b>	<b>74.604</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Obligationer Privat

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renter</b>		
Indestående i depotselskab	87	35
Noterede obligationer fra danske udstedere	1.870	1.988
I alt renter	1.957	2.023

<b>NOTE 2</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	-1.283	-1.241
I alt kursgevinster og -tab	-1.283	-1.241

Bruttohandelsomkostninger	-42	-53
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	6	6
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-36	-47

**I alt kursgevinster og -tab** -1.319 -1.394

<b>NOTE 3</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	55	38
Fast administrationshonorar	88	162
Fast rådgivningshonorar	212	161
Øvrige omkostninger	21	4
I alt afdelingsdirekte omkostninger	376	365

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	6	16
Honorar til revisorer	2	2
Andre honorarer til revisorer	1	1
Revisor regulering forrige år (2006/2005)	3	6
Øvrige omkostninger	5	27
Øvrige omkostninger regulering forrige år (06/05)	-8	0
I alt andel af fællesomkostninger	9	52

**I alt administrationsomkostninger** 385 417

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,1% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 0,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>NOTE 4</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter	1.957	2.023
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-385	-417
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-45	-97
Udlodning overført fra sidste år	162	203
I alt til rådighed for udlodning	1.689	1.712

Heraf:		
Foreslået udlodning	925	750
Heraf udbetalt a conto udlodning	738	800
Overført til udlodning næste år	26	162
	1.689	1.712

Af udbyttet på 2,25 kr. pr. andel skal 2,25 kr. pr. andel medtages som kapitalindkomst.

## Noter til balance

### Danske Obligationer Privat

	2007	2006
<b>NOTE 5</b>		
<b>Specifikation af obligationsbeholdning</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens fordeling på forskellige obligationstyper findes på side 71 i årsrapporten.		
	<b>2007</b>	<b>2006</b>
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%
	<b>2007</b>	<b>2006</b>
<b>Varighedsfordeling</b>		
0-3 år	45,3%	13,1%
3-6 år	6,7%	33,9%
Over 6 år	48,0%	53,0%

	2007		2006	
	Cirk. andele nom.1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom.1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	74.977	74.555	82.852	82.955
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-750		0
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		-12		0
Emissioner i året	5.740	5.673	2.100	2.103
Indløsninger i året	-6.700	-6.570	-9.975	-9.945
Emissionstillæg		12		5
Indløsningsfradrag		16		25
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		45		97
Overført til udlodning fra sidste år		-162		-203
Overført til udlodning næste år		26		162
Foreslået udlodning		925		750
Overført fra resultatopgørelsen		-1.319		-1.394
I alt medlemmernes formue	74.017	72.439	74.977	74.555

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Danske Obligationer Privat

	2007	2006	2005
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>			
Kursværdi af køb af værdipapirer	41.177	50.618	83.752
Kursværdi af salg af værdipapirer	42.680	55.584	4.657
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	83.857	106.202	88.409

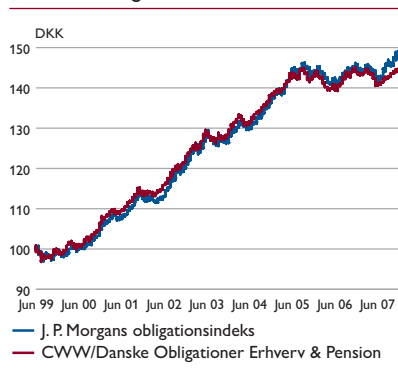
I ovenstående køb og salg af værdipapirer indgår såvel handel i forbindelse med emissioner og indløsninger som handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje.

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	0,46	0,56	0,03
--	------	------	------

ÅOP = 0,7%  
(Årlige omkostninger i %)

# Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv & Pension

Danske Obligationer E&P levetid



## Afkastet i 2007

Afkastet for 2007 blev 0,38%. Til sammenligning blev afkastet for benchmark 2,10%. Det lavere årsafkast end vores forventninger ved indgangen af året skyldes primært effekterne af, at den amerikanske subprimekrise spredte sig med en hast og en kraft til danske renter, som vi ikke havde forudset.

For det første var porteføljen karakteriseret ved en høj andel af realkreditobligationer, hvilket skyldes introduktionen af en lånetype "særligt dækkede obligationer" (SDO). Forventningen var, at en del låntagere vil skifte fra det nuværende kendte realkreditsystem til de nye lånemuligheder, med den konsekvens, at omfanget af førtidsindfrielse og opkøb af realkreditobligationer vil stige. Følgelig var forventningen relative kursstigninger i forhold til statsobligationer. Subprimekrisen medførte i stedet relative kurstab i forhold til statsobligationer.

For det andet kunne timingen med flere reduktioner af rentefølsomheden i første halvår have været bedre. Med udsigt til stigende inflation drevet af stigende energi- og fødevarerpriser og stigende korte renter fra ECB var strategien at øge fokus på positivt absolut afkast efter en periode med stigende renter og kurstab i foråret. Subprimekrisen spredte sig til en likviditetskrise i dele af banksystemet, hvilket medførte en kovending fra ECB, som afstod fra at hæve sin korte styrerente fra 4%. Dermed udeblev de stigende renter. Tværtimod betød udsigten til lavere vækst samt en søgning væk fra usikre aktiemarkeder til mere sikre statsobligationer lavere renter og dermed stigende obligationskurser. Dermed havde obligationsmarkedet ikke megen fokus på den stigende inflation, som ultimo året var steget til 4,1% i USA og 3,1% i Europa, og afkastet ville have været bedre med en højere rentefølsomhed.

Afdelingen blev især ramt på sin langsigtede placering i Kalvebod Serie 2, som i 2007 gav et negativt afkast på 4,6%. Kurstab betyder, at der fremadrettet kan forventes et højt gennemsnitligt afkast på 6,7% om året frem til det forventede udløb i 2016.

Der er flere faktorer, der betyder, at vi forventer, at en høj andel af realkreditobligationer vil betyde god performance for afdeling Erhverv & Pension i 2008. For det første har kreditkrisen medført en højere merrente i forhold til statsobligationer, som afdelingen i sagens natur vil nyde godt af fremadrettet. For det andet er al udstedelse af de realkreditobligationer, afdelingen har investeret i, lukket pr. ultimo 2007. Dette indebærer, at der fremadrettet ikke vil være noget udbud fra kreditforeningerne, men kun efterspørgsel. Realkreditobligationerne vil blive opkøbt fra låntagere i forbindelse med låneomlægning enten ved almindelig konvertering eller i forbindelse med hushandel.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen i 2007 udbetaler 3,75 kr. pr. andel i udbytte. Årets udbytte på kr. 3,75 pr. andel beskattes 100% som kapitalindkomst.

Der er ikke indtrådt nogen betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

## Større omlægninger

Afdelingen indledte året med at reducere rentefølsomheden fra 6% til 5,5% i lyset af en bedre makroøkonomisk udvikling end ventet primært i USA. Samtidig øgede afdelingen andelen af realkreditobligationer for at drage fordel af forventningen om god performance for disse som en konsekvens af den omtalte introduktion af særligt dækkede obligationer.

Efterfølgende reducerede afdelingen ad to gange i 2. kvartal rentefølsomheden til 4,1% i forventning om, at ECB ville fortsætte sine renteforhøjelser i samme rolige tempo som praktiseret siden december 2005. En række argumenter talte for flere renteforhøjelser. Argumenter som høj kapacitetsudnyttelse, stigende beskæftigelse, høj vækst i pengemængden, høj vækst i kreditgivningen, stigende energi- og fødevarerpriser samt en tendens til stigende lønninger. Rentefølsomheden blev specielt reduceret for afdelingens investeringer i 2- og 5-års obligationer,

da dette segment ville blive hårdest ramt af kurstab ved yderligere rentestigninger fra ECB. Af denne årsag solgte afdelingen sin beholdning i 2%-obligationer med udløb i 2011. Ligeledes for at reducere rentefølsomheden blev beholdningen af 4% afdragsfrie Nordea 2038 reduceret fra 20% til 7%. Provenuet herfra blev investeret i en variabelt forrentet obligation fra Nykredit. Den pålydende rente følger en såkaldt interbankrente med 6 måneders løbetid plus et tillæg på 0,55%. Den pålydende rente kan dog maksimalt nå op på 6%. Primo 2008 var den pålydende rente steget til 5,567% fra 5,105%. Der blev ligeledes investeret i afdragsfrie 5%-obligationer, som bidrager med en relativt høj rente samt en høj grad af likviditet, det vil sige let omsættelighed.

### Porteføljens obligationer

Porteføljen er bygget op i 4 dele. I bunden af porteføljen er der investeret 19% i erhvervsobligationer. Der er investeret 9,9% i en obligation udstedt af Carlsberg, som udløber i juni 2009. Vi er meget positive på investeringen i Carlsberg set i lyset af selskabets indtjeningsmæssige medgang samt den overskuelige investeringshorisont. Det er hensigten at holde obligationen frem til udløb, og dermed kan vi se frem til et årligt afkast i niveauet 5,25%. De sidste 9,1% er placeret i en langsigtet investering i Kalvebod Serie 2, som forventes at udløbe i 2016. Kalvebod Serie 2 er sammensat af ni regionale pengeinstitutter, som er geografisk veldiversificeret. Vi har ikke viden om, at de underliggende regionalbanker har investeret i subprime-obligationer, og vi vurderer det som usandsynligt, at det skulle være tilfældet. Men som en konsekvens af kredittkrisen og den øgede usikkerhed er merrenten i forhold til statsobligationer udvidet til 2,4%. Afmatningen på boligmarkedet samt en dyrere adgang til at optage de nødvendige lån til brug for udlån vil sandsynligvis medføre en opbremsning af væksten i indtjeningen. Vi er på trods heraf fortsat positive til Kalvebod Serie 2 som en langsigtet investering, der tilfører porteføljen et gennemsnitligt årligt afkast i niveauet 6,7% frem til det forventede udløb i 2016.

I 2. lag findes 4% i én 2,5% indeksobligation fra RD. Investorerne modtager en opskrivning af den nominelle værdi, der modsvarer inflationen i Danmark. Vi investerede til en implicit inflation på ca. 2%. Dette betyder, at registreres der en gennemsnitlig inflation på over 2% i obligationens løbetid, opnås et bedre afkast end på tilsvarende almindelige obligationer. Vi forventer en god performance på et års sigt med stigende opskrivninger som en konsekvens af den aktuelle stigende inflation.

I 3. lag findes 70,5% konverterbare og inkonverterbare realkreditobligationer. Der er flere faktorer, der betyder, at vi forventer, at en høj andel af realkreditobligationer vil betyde god performance for afdelingen i 2008. For det første har kredittkrisen medført en højere merrente i forhold til statsobligationer, som afdelingen i sagens natur vil nyde godt af fremadrettet. For det andet er al udstedelse af de realkreditobligationer, afdelingen har investeret i, lukket pr. ultimo 2007. Dette indebærer, at der fremadrettet ikke vil være noget udbud fra kreditforeningerne, men kun efterspørgsel. Realkreditobligationerne vil blive opkøbt fra låntagere i forbindelse med låneomlægning enten ved almindelig konvertering eller i forbindelse med hushandel.

I sidste lag findes 5,3% inkonverterbare statsobligationer. Disse obligationer tilfører porteføljen let omsættelighed.

### Obligationporteføljen pr. 31.12. 2007

	Obligation	Procent	Total
<b>Statsobligationer</b>	4,00% Danske Stat 2010	0,1	5,3
	4,00% Danske Stat 2015	1,0	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
	6,00% Danske Stat 2011	4,1	
<b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>	3,00% Realkredit Danmark 2018	4,2	45,3
	4,00% Nordea Kredit 2038	5,1	
	5,00% BRF Kredit 2038	18,4	
	5,105% Nykredit 2038	17,6	
<b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b>	4,00% Realkredit Danmark 2008	1,5	25,2
	4,00% Nordea Kredit 2008	9,0	
	4,70% Danmarks Skibskredit 2018	14,7	
<b>Erhverv</b>	4,875% Carlsberg 2009	9,9	19,0
	2,00% Kalvebod 2016	9,1	
<b>Indeksobligationer</b>	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,0	4,0
<b>Likviditet</b>		1,2	1,2
<b>Total</b>		100,0	100,0

Som det kan ses af tabellen på foregående side, er 5,3% af formuen investeret i statsobligationer. Størstedelen af de resterende obligationer er udstedt af velkendte udbydere med høj kreditværdighed. Kreditværdigheden klassificeres af ratinginstitutterne Moody's og Standard & Poor's på en skala fra Aaa til C. Aaa er den højeste rating, der kan opnås. Eksempelvis er den danske stat kreditvurderet Aaa.

Ud over den danske stat er der investeret i obligationer udstedt af følgende emittenter:

Danske kreditforeninger. De velkendte og højt ratede danske kreditforeninger Realkredit Danmark, Nykredit, Nordea Kredit og BRF Kredit udgør en væsentlig del af porteføljen. BRF Kredit har en rating på Aa1 som er næsthøjeste, mens de øvrige udstedere med en rating på Aaa har højst mulige rating hos Moody's.

Danmarks Skibskreditfond blev i 1961 oprettet med det formål at fungere som finansieringskilde i den danske maritime industri. I dag er målsætningen at drive skibsfinansieringsvirksomhed i Danmark. Herudover driver selskabet international skibsfinansieringsvirksomhed, så længe virksomheden i Danmark ikke unødigt begrænses herved. I 2005 blev Danmarks Skibskreditfond omdannet til et aktieselskab. Skibskreditfonden har siden 1998 haft en kreditvurdering (rating) fra Moody's på Aa3, det vil sige den fjerdebedste og i næstbedste kategori "High grade – High quality".

Carlsberg A/S er verdens sjette største bryggerigruppe. Der sælges øl i mere end 140 lande, og der produceres øl i 40 lande. Ca. 2/3 af omsætningen sker i markeder, hvor Carlsberg har en markedsposition som nummer 1 eller 2. Salget er fordelt med ca. 1/3 i Nord- og Vesteuropa, 50% i Østeuropa og lidt under 20% i Asien. Obligationen er ikke ratet. Men afgørende for en obligations-ejer er det naturligvis, at Carlsberg overlever til og med udløb (juni 2009) og kan tilbagebetale lånet plus renter. Med udsigt til en stabil årlig indtjening før skat på 3,9 mia. kr. for 2007, er det vores vurdering, at det er overordentligt sandsynligt, at det lykkes Carlsberg at indfri sine forpligtelser i forhold til den udstedte obligation.

Kalvebod Serie II er en obligationsserie med sikkerhed i en portefølje af hybrid kernekapital udstedt af ni danske regionale og lokale pengeinstitutter. Obligationsserien har et forventet udløb i 2016. Obligationsserien er blåstemplet og børsnoteret på Københavns Fondsbørs og den samlede udstedelse er på nominelt 928 mio. kr. Skulle der være en eller flere af de bagvedliggende pengeinstitutter, der efter 10 år vælger ikke at indfri sit lån, fortsætter obligationen pro rata. Det vil sige, at den efterfølgende udestående mængde vil afspejle, hvor mange pengeinstitutter der vælger at blive i konstruktionen. Investorerne vil derefter og frem til maj 2106 modtage 3 måneders interbankrenten plus 2,5%.

## Afdelingens målsætning og investeringsstrategi

Den overordnede investeringsmålsætning er en stabil langsigtet formuertilvækst for afdelingens medlemmer. Det typiske medlem vil være et selskab eller en pensionsopsparer, hvorfor afdelingen søger højest muligt bruttoafkast.

Den overordnede investeringsstrategi tager udgangspunkt i den samme langsigtede strategi, som i årevis har sikret foreningens globale aktieafdeling et af markedets bedste afkast. Identifikation af langsigtede trends i den globale økonomi - specielt inflationstrends - er således en af hjørnestenene i investeringsstrategien. Vi lever i en verden, der med mindskede barrierer for handel og kapitalbevægelser samt ikke mindst internettets udbredelse, knyttes tættere og tættere sammen. Derfor bestemmes renteniveauet i Danmark i høj grad af en global udvikling. For de korte danske renter er det først og fremmest den europæiske udvikling, der er afgørende, mens det for danske obligationer med længere løbetid er en kombination af udviklingen af renterne i Europa og USA, som typisk er afgørende.

Foreningens overordnede investeringsstrategi for det danske obligationsmarked fokuserer således i højere grad på udviklingen i langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder end på kortsigtede udsving i økonomiske nøgletal for den danske økonomi.

Udvælgelsen af obligationer til porteføljen sker efter nøje analyse af den relative prisfastsættelse mellem de enkelte obligationer og en vurdering af de fremadrettede afkastmuligheder for hver

enkelt obligation. Til dette formål har Carnegie gennem årene opbygget et omfattende modelbaseret analyseapparat.

Afdelingens sammenligningsgrundlag er J.P. Morgans danske obligationsindeks. Dette benchmark har typisk en kursfølsomhed/varighed på mellem 4 og 5. Derfor vil afdelingens kursfølsomhed/varighed typisk være mellem 3 og 6, men kan dog i perioder afvige herfra. Denne risikoprofil giver to fordele. Den muliggør for det første, at der investeres i lange obligationer, som sandsynligvis opnår det højeste afkast målt over en årrække på mere end 3 år. For det andet er kursrisikoen middel, hvilket muliggør en rimelig stabil formuetilvækst.

## Forventninger

Vi forventer, at medlemmerne i afdelingen vil opnå et bruttoafkast mellem 4% og 4,5% for 2008 under forudsætning af, at vores renteforventninger holder. Flere centralbanker og obligationsmarkedet står over for et dilemma med udsigt til lavere vækst på et tidspunkt, hvor inflationen er stigende trukket op af stigende energi- og fødevarerpriser. Den strukturelle karakter af disse prisstigninger betyder, at inflationssiden let kan sætte agendaen for de europæiske obligationsrenter, i takt med at finanskrisen aftager. Det er meget vanskeligt at forudsæ, hvornår finanskrisen ophører. ECB har meget fokus på inflationen og forventes derfor at holde sin korte styrerente uforandret på trods af kreditkrisen og udsigten til en lavere økonomisk vækst i 2008. Vi forventer, at obligationsrenterne vil være mere end almindeligt følsomme over for nøgletal, der trækker enten i retning af lavere vækst eller højere inflation. Resultatet forventer vi derfor bliver fortsat høje udsving i de danske obligationsrenter omkring de nuværende niveauer.

## Risiko

Afdelingens sammenligningsgrundlag er J.P. Morgans danske obligationsindeks. Dette benchmark har typisk en rentefølsomhed/varighed på mellem 4 og 5. Derfor vil afdelingens rentefølsomhed/varighed typisk være mellem 3 og 6, men kan i perioder afvige fra dette. Dette svarer i store træk til, at en generel rentestigning på 1%-point vil medføre et tab for afdelingen på 3-6%. Rentefølsomheden opgøres og styres under hensyntagen til forventningerne til korte, mellemlange og lange renter sammenholdt med, hvad der allerede er inddiskonteret i obligationsmarkedet på et givet tidspunkt.

Afdelingens midler placeres på en sådan måde, at der er tale om obligationsinvesteringer med en middel risikoprofil.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for forskellige risici, der kan give store udsving i obligationsrenterne og dermed i afdelingens værdi. Eksempler på dette kan være krig, terrorangreb, valutakriser, ændret pengepolitik fra centralbankerne, lovændringer, der giver ændret investoradfærd samt kreditrisiko for obligationsudstederne.

Udsvingene i indre værdi i en obligationsafdeling er normalt betydeligt mindre end i en aktiefdeling. Vi forventer, at udsvingene i afdelingens indre værdi vil være på linie med afdelingens benchmark.

## Resultatopgørelse

### Danske Obligationer Erhverv & Pension

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>Renter</b>		
1 Renterindtægter	4.758	5.441
I alt renter	4.758	5.441
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2 Obligationer	-3.843	-4.835
Handelsomkostninger	-146	-71
I alt kursgevinster og -tab	-3.989	-4.906
<b>I alt indtægter</b>	<b>769</b>	<b>535</b>
3 Administrationsomkostninger	-537	-609
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>232</b>	<b>-74</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-429	-2
Overført fra sidste år	241	269
I alt formuebevægelser	-188	267
<b>Til disposition</b>	<b>44</b>	<b>193</b>
4 Til rådighed for udlodning	4.033	5.099
Foreslået udlodning (3,75 kr. pr. andel)	4.006	4.857
Overført til udlodning næste år	27	242
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>-3.989</b>	<b>-4.906</b>

## Balance

### Danske Obligationer Erhverv & Pension

NOTE	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	1.206	325
I alt likvide midler	1.206	325
5 <b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	100.296	135.699
I alt obligationer	100.296	135.699
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter	1.873	2.668
I alt andre aktiver	1.873	2.668
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>103.375</b>	<b>138.692</b>
<b>PASSIVER</b>		
6 Medlemmernes formue	103.319	138.601
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	56	91
I alt anden gæld	56	91
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>103.375</b>	<b>138.692</b>

# Noter til resultatopgørelse

## Danske Obligationer Erhverv & Pension

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renter</b>		
Indestående i depotselskab	40	44
Noterede obligationer fra danske udstedere	4.718	5.397
I alt renter	4.758	5.441

<b>NOTE 2</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	-3.843	-4.835
I alt kursgevinster og -tab	-3.843	-4.835

Bruttohandelsomkostninger	-163	-85
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	17	14
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-146	-71

**I alt kursgevinster og -tab** -3.989      -4.906

<b>NOTE 3</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	46	48
Fast administrationshonorar	136	277
Fast rådgivningshonorar	316	277
Øvrige omkostninger	32	4
I alt afdelingsdirekte omkostninger	530	606

<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	9	-8
Honorar til revisorer	4	5
Andre honorar til revisorer	1	1
Revisor regulering forrige år (2006/2005)	4	-7
Øvrige omkostninger	8	12
Øvrige omkostninger regulering forrige år (06/05)	-19	0
I alt andel af fællesomkostninger	7	3

**I alt administrationsomkostninger** 537      609

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
Foreningens samlede revisionshonorar udgjorde		
Revisionshonorar	531	450
heraf udgjorde andelen til andet end revision	88	90
Regulering forrige år (2006/2005)	298	128

Administrationshonorar til Carnegie Asset Administration A/S udgør en fast %-andel af formuen på 0,1% årligt. Rådgivningshonoraret til Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S udgør 0,3% årligt. Begge beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

Disse honorarer dækker administration af foreningens formue, rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, førelse af bogholderi, udarbejdelse af regnskab samt annoncering.

	2007 1.000 kr.	2006 1.000 kr.
<b>NOTE 4</b>		
<b>Til rådighed for udlodning</b>		
Renter	4.758	5.441
Kursgevinst til udlodning	0	0
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-537	-609
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-429	-2
Udlodning overført fra sidste år	241	269
I alt til rådighed for udlodning	4.033	5.099

Heraf:		
Foreslået udlodning	4.006	4.857
Overført til udlodning næste år	27	242
	4.033	5.099

Af udbyttet på 3,75 kr. pr. andel skal 3,75 kr. pr. andel medtages som kapitalindkomst.

# Noter til balance

## Danske Obligationer Erhverv & Pension

	2007	2006
<b>NOTE 5</b>		
<b>Specifikation af obligationsbeholdning</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
Porteføljens fordeling på forskellige obligationstyper findes på side 77 i årsrapporten.		
	<b>2007</b>	<b>2006</b>
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%
	<b>2007</b>	<b>2006</b>
<b>Varighedsfordeling</b>		
0-3 år	40,2%	16,7%
3-6 år	26,0%	28,0%
Over 6 år	33,8%	55,3%

	2007		2006	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>				
<b>Medlemmernes formue</b>				
Medlemmernes formue (primo)	138.774	138.601	144.417	150.376
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-4.857		-6.138
Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning		675		636
Emissioner i året	1.965	1.896	10.821	10.576
Indløsninger i året	-33.916	-33.305	-16.464	-16.827
Emissionstillæg		1		12
Indløsningsfradrag		76		40
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		429		2
Overført til udlodning fra sidste år		-241		-269
Overført til udlodning næste år		27		242
Foreslået udlodning		4.006		4.857
Overført fra resultatopgørelsen		-3.989		-4.906
I alt medlemmernes formue	106.823	103.319	138.774	138.601

## Supplerende informationer til årsrapporten

### Danske Obligationer Erhverv & Pension

	2007	2006	2005	2004	2003
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	147.622	82.892	165.584	587.209	184.869
Kursværdi af salg af værdipapirer	179.035	86.686	265.206	580.271	208.806
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	326.657	169.578	430.790	1.167.480	393.675

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

<b>Omsætningshastighed</b> (kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)	1,25	0,47	0,52	2,33	0,57
--	------	------	------	------	------

**ÅOP = 0,8%**  
(Årlige omkostninger i %)



# Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver

## Bestyrelsen

Ifølge foreningens vedtægter skal bestyrelsen bestå af 3-5 personer, og et medlem kan sidde i bestyrelsen til og med det år, hvor medlemmet fylder 70 år. Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Hvis flere medlemmer har fungeret lige længe, bestemmes afgangens ved lodtrækning. Der er ingen grænser for antal valgperioder, et medlem kan sidde i bestyrelsen. Bestyrelsen består af personer med relevante kompetencer og erfaring, og det er bestyrelsens holdning, at en årlig vurdering af indsatsen er et bedre udgangspunkt for en stillingstagen til bestyrelsesmedlemmernes fortsatte virke, end en begrænsning i antal perioder for genvalg. Bestyrelsen lægger vægt på, at der er en god kontinuitet i bestyrelsesarbejdet, og at bestyrelsen besidder en lang erfaring både med investeringsarbejde og med den specifikke lovgivning for investeringsforeninger.

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

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

Karsten Kielland er i dag det medlem, der har flest øvrige ledelseshverv. Disse hverv er en del af hans virke som forretningsadvokat. Det er bestyrelsens holdning, at hans lange og omfattende erfaring med bestyrelsesarbejde er af stor værdi for foreningen.

Der er i regnskabet afsat en samlet aflønning af foreningens bestyrelse for 2007 på 975.000 kr. Dette beløb er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingerne størrelse. Beløbet er uforandret i forhold til 2006. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt nogen incitamentsprogrammer.

## Bestyrelsesmedlemmer

### Karsten Kielland (formand)



Alder: 52 år.

Advokat, Accura Advokataktieselskab

Indtrådt i bestyrelsen: 1997

Genvalgt i 2005

Valgperioden udløber i 2009

Bestyrelsesmedlem i:

AS Solution A/S (formand)

B & H Ejendomme A/S (formand)

B2B-Press ApS (formand)

Baden-Jensen A/S (formand)

Buch & Holm A/S

Engelbrechts Furniture A/S

Erichsen's Privathospital A/S (formand)

Eurocis Holding A/S

Fomaco A/S (formand)

Gelmedic Holding ApS

Grafic Solution Team A/S (formand)

GM Medical A/S (formand)

HMN A/S (formand)

JVN Holding ApS (formand)

Kids in Motion ApS

LK Gruppen A/S

Medi-Star, Galenisk-Teknik Laboratorium A/S

Novolog Informationssystemer A/S

Nærum Stormarked A/S

O.K. Kenvig A/S

Propolis Research Centre A/S

REWWS A/S (formand)

Richard Larsen Grafisk A/S (formand)

Samsøe & Samsøe Holding A/S

Supercard A/S (formand)

TENAK A/S

Ørslev Gruppe- og Specialrejser A/S (formand)

Ørslev Turisttrafik, Aktieselskabet (formand)

### Jutta af Rosenberg



Alder: 49 år.  
Økonomidirektør, ALK-Abelló  
Indtrådt i bestyrelsen: 2006  
Har ikke været på valg  
Valgperioden udløber i 2010

Ingen andre ledelseshverv

### Jens Christian Lorenzen



Alder: 64 år.  
Adm. direktør, Otto Mønsted A/S  
Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
Har ikke været på valg  
Valgperioden udløber i 2008

Bestyrelsesmedlem i:  
Arator A/S  
Carl Ejler Rasmussen & Co. A/S  
Elbodan A/S  
Flooding Agency A/S (formand)  
Gangsø Møbler A/S  
GateHouse A/S  
Helene Lorenzen A/S  
IDdesign A/S  
Iso-Mix A/S  
Take-Care A/S (formand)  
Torstedhus A/S (formand)

### Jens Ole Jensen



Alder: 57 år.  
Underdirektør, Auriga  
Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
Genvalgt i 2007  
Valgperioden udløber i 2012

Bestyrelsesmedlem i:  
Auriga Ejendomme A/S  
Baden-Jensen A/S  
Baden-Jensen Ejendomme A/S

### Jens Høiberg



Alder: 57 år.  
Indtrådt i bestyrelsen: 1994  
Genvalgt i 2006  
Valgperioden udløber i 2010

Bestyrelsesmedlem i:  
Farfalla Shipping Management Ltd.  
Mediterranean Bond Fund Ltd.

**Direktion**  
**(Investeringsforvaltningsselskab)**

Carnegie Asset Administration A/S



Direktion: **Tim Kristiansen**

Alder 40 år.

Ansæt siden 2004.

Ingen andre ledelseshverv

**Investeringsrådgiver**

Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S



Direktion: **Mikael Randel**

Alder: 65 år.

Ansæt siden 1986.











# INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø · Telefon +45 35 46 35 46 · Telefax +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)  
Reg. nr. FT 11057 · CVR-nr. 14 21 13 49