



# ÅRSRAPPORT 2019



# Årsrapport 2019

## Investeringsforeningen C WorldWide

04	<b>Forord</b>
06	<b>C WorldWide og samarbejdspartnere</b>
12	<b>C WorldWides interessenter</b>
14	<b>Ledelsesberetning – Beretning for alle afdelinger</b>
18	<b>Ledelsesberetning – Risiko og risikostyring</b>
20	<b>Ledelsesberetning – Aktieudsigter på kanten af 2020'erne</b>
24	<b>Ledelsespåtegning</b>
25	<b>Den uafhængige revisors revisionspåtegning</b>
28	<b>Anvendt regnskabspraksis</b>
30	<b>Nøgletal om risiko</b>
32	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier KL</b>
36	Resultatopgørelse
36	Balance
37	Noter
43	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL</b>
47	Resultatopgørelse
47	Balance
48	Noter
52	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Globale Aktier Etik KL</b>
56	Resultatopgørelse
56	Balance
57	Noter
61	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Stabile Aktier KL</b>
65	Resultatopgørelse
65	Balance
66	Noter
70	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Danmark KL</b>
74	Resultatopgørelse
74	Balance
75	Noter
77	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Asien KL</b>
82	Resultatopgørelse
82	Balance
83	Noter
87	<b>Ledelsesberetning – Afdeling Emerging Markets KL</b>
91	Resultatopgørelse
91	Balance
92	Noter
94	<b>Ledelsesberetning – Bestyrelse, direktion og investeringsrådgiver</b>



# Forord

## Kære investor

### Implikationerne af Corona-virus

Her i starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkedene negativt efter en ellers stærk start i januar måned. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved i dag ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud som SARS i 2003 og H1N1 i 2009 kun havde kortsigtede markeds-effekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt se nogle kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da vi verden over ser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

De finansielle markeder har en tendens til at tage et kortere perspektiv, der sjældent rækker ud over 12 måneder – specielt under kriser. Vores holdning er, at når de kortsigtede bekymringer dominerer, er det vigtigt at holde fast i det langsigtede perspektiv. I den aktuelle situation er det naturligvis relevant at forstå eventuelle vedvarende langsigtede konsekvenser, som denne sygdoms-epidemi har i et investeringsmæssigt perspektiv.

### Flotte afkast i 2019

Afkastene i 2019 blev højere end vores forventninger ved indgangen til året, og bestyrelsen anser generelt udviklingen som tilfredsstillende, hvor alle afdelinger skabte over 20 pct. i afkast, og seks ud af syv afdelinger leverede afkast højere end markedet. Vores aktive investeringstilgang blev belønnet, og vi så, at de lave renter løftede værdiansættelsen af langtidsholdbare vækstselskaber med tematisk medvind. Afdeling Asien skabte det højeste merafkast på 9 procentpoint særligt drevet af store gevinster på afdelingens teknologi-investeringer. Vores tre globale afdelinger skabte merafkast på mellem 2,6-5,8 procentpoint, ligesom afdelingernes treårs-afkast nu er højere end sammenligningsgrundlaget.

Den eneste afdeling, hvor afkastet var under markedsniveauet, var afdeling Danmark. Bestyrelsen anser dette resultat i forhold til markedet som ikke-tilfredsstillende. En af forklaringerne var, at de danske aktier blev drevet af stigende risikoappetit i takt med, at renterne faldt. Dette gjorde, at nogle af de allerede højt prisfaste danske selskaber fortsatte med at stige og dermed blev endnu dyrere. I et snævert univers som de danske aktier har vores fundamentale investeringstilgang, hvor værdiansættelsen vægter højt i allokerings-beslutningerne, derfor haft det svært.

Vi har en historisk situation, hvor det århundred gamle princip om, at det koster at låne – at långiver skal have en kompensation for at lægge til side og udskyde et forbrug – er sat ud af kraft. For langsigtede investorer betyder dette, at store dele af obligationsmarkedet i princippet er blevet ikke-investerbart – der akkumuleres ikke længere afkast. Derfor søgte investorer også aktiemarkedet i 2019 og drev kurserne op. Og ja, kurserne steg mere end indtjeningen i selskaberne, og derved blev prisfaste sættelsen også højere. Men man skal også huske

på, at vi havde den omvendte situation i 2018, hvor kurserne faldt, mens indtjeningen steg. Så det er til dels en normalisering af udviklingen fra 2018.

En positiv ting ved aktier er, at de giver mulighed for indflydelse. Som aktionær i store globale selskaber har vi som aktiv investor mulighed for direkte at påvirke selskaberne i den rigtige retning. I C WorldWide er vi langsigtede investorer, og derfor har opmærksomhed omkring selskabernes ledelse og samfundsansvar altid været en integreret del af vores investeringsarbejde, idet en ikke-holdbar forretningsmodel før eller siden vil få negative finansielle implikationer. Vi samarbejder med to eksterne analysefirmaer, som giver vores porteføljevaltere løbende informationer om selskabernes adfærd og de afledte risici. Vi drøfter aktuelle forhold med ledelserne for at påvirke selskaberne i den rigtige retning. I 2019 afgav vi vores stemme på 153 ud af 212 generalforsamlinger, og i 7 pct. af tilfældene gik vi mod ledelsen.

### Resultat 2019

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier KL A	31,7%	29,1%	2,6%
Globale Aktier Akk. KL A	31,8%	29,1%	2,7%
Globale Aktier Etik KL UDL	34,9%	29,1%	5,8%
Stabile Aktier KL	30,7%	23,5%	7,2%
Danmark KL	22,6%	26,7%	-4,1%
Asien KL A	29,4%	20,5%	8,9%
Emerging Markets KL	26,5%	20,8%	5,7%

### Sammenlægning af C WorldWide-selskaber fremtidsikker administrationsgrundlaget

Vores tidligere administrationselskab C WorldWide Fund Management A/S fusionerede i løbet af 2019 med søsterselskabet C WorldWide Management S.A. i Luxembourg med henblik på at opnå et administrativt og ledelsesmæssigt samarbejde, der kan styrke administrationsgrundlaget til at imødegå nye lovgivningsmæssige krav til forvaltning af investeringsfonde. Med fusionen er foreningens administrationselskab nu juridisk en filial af C WorldWide Management S.A. Luxembourg. Selskabets samlede kapital under forvaltning efter fusionen er ca. 40 mia. kr. mod tidligere ca. 7 mia. kr.

Med fusionen på plads er Henrik Brandt udnævnt som direktør for filialen og dermed fungerende direktør for investeringsforeningen. Henrik Brandt har mere end 25 års erfaring med aktieinvesteringer, og har de seneste ni år været direktør for C WorldWides investeringsfonde i Luxembourg. Henrik Brandt fortsætter ligeledes i ledelsen af moderselskabet i Luxembourg.

Investeringsforeningen vil fortsat være underlagt det danske Finanstilsyn, og undtaget direktørskiftet vil investorerne ikke opleve nogen synlige ændringer. Mere internt har ændringen betydet, at admini-

strationen i Danmark nu er underlagt intern revision, hvilket adderer et ekstra kontrollag til den eksisterende kontrol, som den eksterne revision, depotbanken og Finanstilsynet foretager.

## Bestyrelsen

Foreningens bestyrelse består i dag af fire medlemmer, og vi foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning og vurderer, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer i forhold til investeringsforeningens aktiviteter og risici, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende.

Jens Høiberg nærmer sig vedtægternes aldersgrænse og planlægger derfor at fratræde inden for de nærmeste 1-2 år. Bestyrelsen er derfor i dialog med udvalgte kandidater. For 2020 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med at bestå af fire personer, og bestyrelsens nuværende fire medlemmer ønsker at genopstille i 2020. Hvis bestyrelsen finder en kandidat med den rigtige profil i løbet af 2020, vil bestyrelsen overveje at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling.

## Investorkonference og generalforsamling

I lyset af udbredelsen af Corona-virussen og myndighedernes retningslinjer har vi desværre været nødt til at aflyse årets Investorkonference, som var planlagt til den 10. marts i Aarhus og den 12. marts i København. Heldigvis er det i samarbejde med vores arrangementssteder lykket at finde alternative datoer til efteråret. Således er planen nu at afholde arrangementet i Aarhus den 5. november og i København den 12. november. Vi vil udsende nye invitationer til alle medlemmer, når vi kommer tættere på.

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes i år tirsdag den 15. april på foreningens adresse. Generalforsamlingen henvender sig som de foregående år til dem med interesse for de formelle punkter på dagsordenen.

I lyset af myndighedernes tiltag for at forhindre smittespredning af Corona-virus opfordrer vi til at deltage på generalforsamlingen via fuldmagt. Hvis du alligevel planlægger at deltage, bedes du følge retningslinjerne fra Udenrigsministeriet på [www.um.dk](http://www.um.dk) og undlade deltagelse, hvis du inden for de seneste 14 dage før generalforsamlingen er hjemkommet fra et af de røde eller orange områder. Da situationen kan ændre sig op til datoen for generalforsamlingen, vil bestyrelsen løbende evaluere behovet for andre tiltag.

Igen i år udbetalte vi udbyttet i januar før generalforsamlingen. Vi foretog udlodningen den 28. januar 2020, og udbytte blev indsat på investorernes afkastkonto den 30. januar 2020. På den ordinære generalforsamling skal udlodningerne nu godkendes, som de endelige. De konkrete udlodninger fremgår af de enkelte afdelingsregnskaber samt på vores hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).



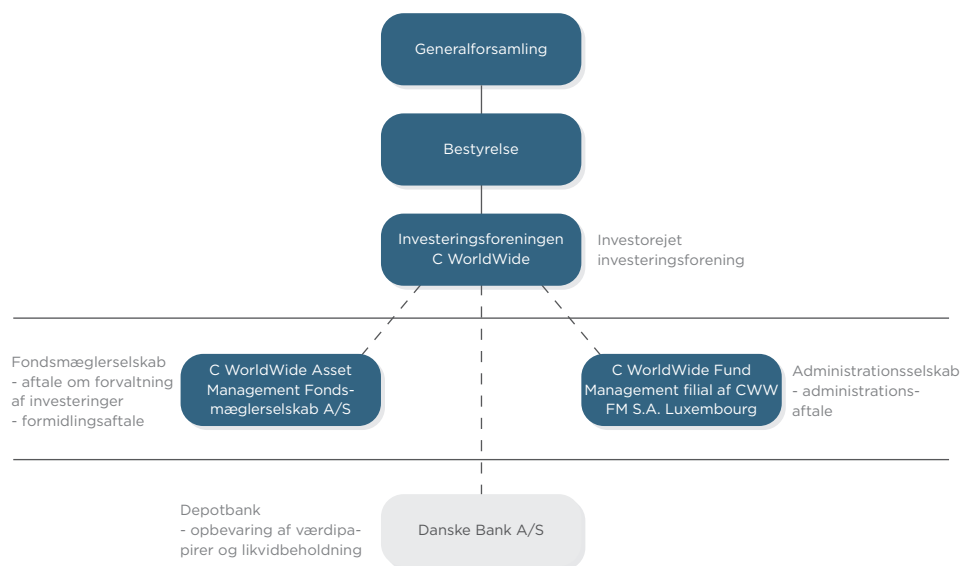
Afslutningsvis vil jeg gerne takke foreningens investorer for den fortsatte opbakning samt vores samarbejdspartner C WorldWide Fund Management, filial af C WorldWide Fund Management S.A. Luxembourg, som varetager den daglige ledelse af foreningen, og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, der forvalter vores investeringer, for samarbejdet i 2019.

Med ønsket om et godt investorrår til alle foreningens investorer.

## Karsten Kielland

Formand

# C WorldWide og samarbejdspartnere



## Holdbare investeringer siden 1990

C WorldWide står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Ambitionen er at skabe langsigtede afkast, som ligger over gennemsnittet.

Den ambition har vi fulgt siden starten i 1990.

Vi tror, at stærke resultater skabes ved at identificere de bedste aktier blandt verdens børsnoterede selskaber. Den søgen har været vores passion i snart 30 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette giver overblik og motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier hører til blandt verdens bedste.

Vi har et stabilt og erfarent forvalterteam, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som har holdt fast i vores langsigtede værdier: Fokus, Stabilitet og Passion.

## C WorldWides historie

Investeringsforeningen C WorldWide er en investorejet forening, som blev stiftet i juni 1990 – under navnet Carnegie WorldWide – med henblik på at give privatpersoner og andre mulighed for at få adgang til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S' (CWW AM) investeringsekspertise. Denne ekspertise var tidligere kun tilgængelig for institutionelle kunder og selskaber. Foreningens investeringsmæssige målsætning er at sikre investorerne en langsigtet, god og stabil formuevækst, som ligger over markedsgennemsnittet. Afdelingernes investeringsfokus er generelt på selskaber med langsigtede, gode vækstmuligheder og med en troværdig ledelse.

## FOKUS

Vores erfaring viser, at en fokuseret investeringsmodel med nøje udvalgte aktier og få afdelinger giver de bedste resultater på langt sigt. Enkelheden i vores porteføljer skaber ro til at gå i dybden med hvert enkelt selskab for at sikre, at vækstpotentiale og risikoparametre er nøje afmålt.

## STABILITET

Vi mener, at stabilitet og erfaring baner vejen for holdbare afkast. Vi har et af de mest erfarne og stabile forvalterteams med få ændringer gennem årene.

## PASSION

Vi arbejder passioneret for resultater i verdensklasse. Vi bruger al vores energi på at identificere de bedste selskaber, og vi går aldrig på kompromis med vores langsigtede investeringsmodel.

Afdeling Globale Aktier KL blev introduceret ved stiftelsen og har således eksisteret i snart 30 år. Siden blev afdeling Danmark KL oprettet i oktober 1998, mens søsterforeningen Carnegie Østeuropa i 2004 blev flyttet til foreningen som en selvstændig afdeling. I 2005 blev afdeling Europa oprettet, mens afdeling Asien KL blev oprettet i 2006.



Bestyrelsesmøde med direktionen og investeringsrådgiver



**” C WorldWide blev etableret i 1990 for at give privatpersoner adgang til investeringsekspertisen i C WorldWide Asset Management.**

---

I 2009 blev foreningens to obligationsafdelinger fusioneret med tilsvarende afdelinger i Nykredit Invest, og i 2010 blev afdeling Emerging Growth fusioneret med afdeling Globale Aktier KL. I 2011 blev afdeling Globale Aktier Etik KL introduceret. Denne afdeling har samme investeringskoncept som afdeling Globale Aktier KL, men med en etisk screening af investeringerne.

I 2014 ændrede afdeling Europa navn og investeringsstrategi til afdeling Stabile Aktier KL, og afdeling Østeuropa ændrede navn og strategi til afdeling Emerging Markets KL.

I december 2015 lancerede vi afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL. Denne afdeling følger samme strategi som afdeling Globale Aktier KL, men skattemæssigt henvender den sig til selskabsbeskattede og pensionsmidler samt midler i virksomhedsordningen.

I februar 2017 ændrede investeringsforeningen navn fra Carnegie WorldWide til C WorldWide. Afdeling Globale Aktier Stabil KL ændrede navn til afdeling Stabile Aktier KL og afdeling Danske Aktier KL ændrede navn til afdeling Danmark KL.

I 2017 introducerede foreningen som følge af MiFID II andelsklasser for at understøtte samarbejdspartnere, der har kunder i porteføljeplejeordninger og rådgivningsaftaler. Der er efterfølgende blevet oprettet nye klasser i afdeling Globale Aktier KL, afdeling Globale Aktier Etik KL, afdeling Stabile Aktier KL, afdeling Asien KL og afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL.

## Generalforsamling

Generalforsamlingen er foreningens øverste myndighed. På generalforsamlingen vælges en bestyrelse til at varetage investorernes interesser. Foreningens ordinære generalforsamling afholdes hvert år inden udgangen af april måned i København. Generalforsamlingen indkaldes 2-4 uger forinden. Eventuelle forslag til dagsordenen fra investorerne skal være indleveret skriftligt til bestyrelsen senest den 1. februar. Foreningen udsender indkaldelse, dagsorden og årsrapporten til alle, som har udtrykt ønske om dette. Dagsorden, de fuldstændige forslag samt årsrapporten er tilgængelige på foreningens kontor og hjemmeside.

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

## Bestyrelsen varetager foreningens interesser

Bestyrelsen skal ifølge foreningens vedtægter bestå af tre til fem medlemmer. Bestyrelsen består i dag af fire medlemmer: **Karsten Kielland, Jens Høiberg, Lars Aaen og Camilla Harder Hartvig.**

Bestyrelsen afholder fast fire ordinære bestyrelsesmøder og derudover efter behov. I 2019 har bestyrelsen afholdt i alt fire ordinære bestyrelsesmøder samt to møder pr. telefon. Et af de årlige møder afholdes som et bestyrelsesseminar, hvor bestyrelsen sætter fokus på særlige emner. Herunder evaluering af samarbejdspartnere. Direktionen for administrationselskabet deltager på møderne, og investeringsrådgiveren deltager på bestyrelsens møder, når drøftelserne vedrører investeringerne.

Bestyrelsen har valgt **Karsten Kielland** som formand. Han er til daglig juridisk rådgiver i Accura Advokatpartnerselskab. Karsten Kielland bruger en del af sin arbejdstid på netop bestyrelsesarbejde, og han tilfører dermed bestyrelsen en god erfaring vedrørende det praktiske bestyrelsesarbejde og juridiske problemstillinger. **Camilla Harder Hartvig** tilfører bestyrelsen kommerciel erfaring fra multinationale selskaber og erfaring med compliance fra den regulerede medicinalindustri. **Jens Høiberg** tilfører bestyrelsen ekspertise inden for obligationer og makroøkonomi, idet Jens Høiberg er makroøkonomisk rådgiver for pensionskasser og fonde i Europa og styrer endvidere selv 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. **Lars Aaen** tilfører bestyrelsen stor virksomhedserfaring fra tidligere direktørposter i bl.a. Inspiration og Synoptik.

**” Investorerne har gennem foreningen adgang til en investeringsekspertise, som ellers er forbeholdt store investorer. Fokus og stabilitet i investeringsteamet er nogle af nøgleordene for C WorldWide Asset Management.**

---

Det er bestyrelsens ansvar at udarbejde retningslinjerne for foreningens væsentligste aktivitetsområder, foretage en løbende risikovurdering af foreningen samt fastlægge arbejdsdelingen mellem bestyrelse og direktion. I overensstemmelse med lovgivningen har foreningens bestyrelse valgt at overdrage den daglige administration til C WorldWide Fund Management, filial af C WorldWide Fund Management S.A, Luxembourg, (CWWFM). CWWFM er godkendt af Finanstilsynet til at administrere investeringsforeninger. Da al administration varetages af CWWFM, er der ingen ansatte eller direktion i foreningen. Derfor fungerer direktionen i CWWFM i praksis som direktion for foreningen. Dette vil sige, at CWWFM's direktør udadtil og i dialogen med foreningens bestyrelse fungerer som foreningens direktør.



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

#### Bestyrelsens arbejde i overskrifter

- godkende afdelingernes investeringspolitik
- godkende overordnet investeringsstrategi
- sikre uafhængig styring af interessekonflikter
- foretage løbende risikovurdering
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- fastlægge strategi for udøvelse af stemmerettigheder
- 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 CWWFM
- udarbejde fondsinstruks
- godkende halvårs- og årsrapporten
- godkende prospekter
- godkende kvartalsorienteringer
- arrangere et årligt seminar sammen med administrator og rådgiver
- foreslå valg af revisor samt evaluering af denne

Bestyrelsen og foreningens administrator har tilsluttet sig Finans Danmarks Fund Governance anbefalinger.

Medarbejderne i CWWFM 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 kursændringer rapporterer CWWFM nye indre værdier og handelskurser til fondsbørsen. Herved sikres det, at foreningens investorer altid handler på opdaterede kurser.

#### Investeringsforvalteren: C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Bestyrelsen har indgået en forvaltningsaftale med C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWWAM), som besidder en mangeårig investeringserfaring og kompetence. Grundværdierne er fokus, høj faglig kompetence, engagement, nysgerrighed og viljen til samarbejde mellem de enkelte porteføljemedarbejdere. Dette er nogle af nøgleværdierne, som sammen med en stor stabilitet i investeringsteamet er fundamentet for gode langsigtede investeringsresultater. Udover investeringspleje for



Investeringsforeningen C WorldWide udfører CWWAM også porteføljestyling for udenlandske fonde og stiftelser, danske pensionskasser, livsforsikringselskaber, danske børsnoterede selskaber samt danske og udenlandske selskaber. CWW AM's overordnede investeringsmålsætning er en langsigtet, stabil formue-tilvækst under lav risiko.

#### Den daglige administration: C WorldWide Fund Management, filial af C WorldWide Fund Management S.A., Luxem- bourg.

Bestyrelsen for C WorldWide har indgået en administrationsaftale med administrationselskabet C WorldWide Fund Management, filial af C WorldWide Fund Management S.A., Luxembourg (CWWFM), således at dette selskab varetager alle daglige opgaver i foreningen. Der er derfor ingen ansatte i selve investeringsforeningen. Som omtalt har bestyrelsen for foreningen valgt CWWAM til at rådgive CWWFM om foreningens konkrete investeringer.

#### CWW FM's opgaver i overskrifter

- administration og placering af foreningens formue
- førelse af bogholderi for hver afdeling
- daglig værdiopgørelse og løbende overvågning hen over dagen
- risikostyring
- udarbejde halvårs- og årsrapport
- udarbejde kvartalsorienteringer
- udarbejde prospekter samt Central Investorinformation
- evaluere foreningens investeringer i relation til investeringspolitik om samfundsansvar
- rapportering til foreningens bestyrelse
- forestå afholdelse af bestyrelsesmøder
- udvikling og vedligeholdelse af foreningens hjemmeside
- skriftlig og mundtlig kommunikation med investorerne
- rapportering og kontakt til Finanstilsynet og fondsbørsen

### **Omkostninger**

Foreningen har udliciteret den daglige administration og investeringsrådgivning til CWWFM og CWWAM. Foreningen betaler en fast procentdel for disse ydelser – typisk 1,6% p.a. af formuen i de enkelte afdelinger (A-klasser), som dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som hhv. "fast administrationshonorar" og "fast rådgivnings- og formidlingshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber.

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

C WorldWide har indgået en depotbankaftale med Danske Bank A/S 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. Depotbanken 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 handleerne samt hjemsøgning af refunderbare udbytteskatter. Foreningen har indgået aftale med Danske Bank A/S om håndtering, udstedelse og indløsning af andele i de enkelte afdelinger over for værdipapircentralen.

### **Aftaler og evaluering af samarbejdspartnere**

Foreningen har som nævnt overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til CWWFM og CWWAM. Foreningen betaler en fast procentdel af formuen for dette arbejde. Denne betaling er 1,6% p.a. for de globale afdelinger (A-klasser) og 1,8% for afdeling Asien KL (klasse A) og Emerging Markets KL og dækker stort set alle afdelingens omkostninger. Denne udgiftspost er specificeret som henholdsvis "fast administrationshonorar" og "fast rådgivnings og distributionshonorar" i noterne til de enkelte afdelingers årsregnskaber. Omkostninger, der ikke er dækket af disse to poster, er udgifter til depotbanken, revision, bestyrelse, generalforsamling, produktion af årsrapport, noteringsafgift til NASDAQ Copenhagen, betaling til markedet maker samt få andre mindre poster. Alle andre omkostninger afholdes og bogføres som en konsekvens heraf hos administrationselskabet 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 CWWFM.

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 investorerne 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. Foreningens målsætning er at skabe langsigtede resultater, som er over gennemsnittet. Derfor vurderer bestyrelsen også resultaterne i et længere perspektiv.

### **Fakta om C WorldWide**

Fem af C WorldWides afdelinger er udloddende i skattemæssig forstand (realisationsbeskattet), dvs. hver afdeling er skattefri, men til gengæld pligtig til at udbetale en del af årets afkast i den enkelte afdeling som udbytte til investorerne. Udbyttet fra C WorldWides afdelinger beskattes hos investor.

Udbyttet fra disse aktieafdelinger omfatter renter og modtagne udbytter samt realiserede nettokursgevinster på aktier udregnet efter fradrag af administrationsomkostninger. Afdeling Emerging Markets KL har dog et historisk tab, som kan modregnes i fremtidige gevinster. Størrelsen af dette historiske skattetab kan ses i noterne i regnskabet.

Afdeling Globale Aktier Etik KL er akkumulerende i skattemæssig forstand (lagerbeskattet). Afdelingen har to andelsklasser: Klasse Udloddende, som er forpligtet til at udlodde mindst 75 pct. af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Hvis afkastet i regnskabsåret har været negativt, kan klassen dog altid udlodde indvundne renteindtægter og udbytter. Klasse Akkumulerende udlodder ikke.

Afdeling Globale Aktier – Akkumulerende KL er akkumulerende i skattemæssig forstand (lagerbeskattet) og udbetaler ikke udbytte.

C WorldWide er underlagt tilsyn af Finanstilsynet og omfattet af lov om investeringsforeninger m.v. Registreringsnummeret er FT 11057.

C WorldWide er medlem af Finans Danmark.

### **Informationer fra C WorldWide**

Alle C WorldWides syv afdelinger (A-klasser) er børsnoterede og kursnoteres dagligt på NASDAQ Copenhagen.

Vi lægger vægt på åbenhed og gennemsigtighed, når det gælder dine investeringer hos os. Vi orienterer derfor med daglige nyheder om aktierne i foreningens portefølje og tilføjer løbende mere dybdegående historier om investeringerne.

Desuden deler vi jævnligt vores tanker om de vigtigste markeds- og investeringstrends i et overordnet perspektiv. På den måde får man som investor løbende indsigt i vores investeringsbeslutninger. f.eks. om, hvorfor vi har valgt at følge et langsigtet investeringstema, som endnu ikke er udbredt i aktiemarkedet.

Disse informationer er tilgængelige på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk). Som investor kan man også få disse tilsendt i et elektronisk nyhedsbrev.

Foreningen udgiver også en grundig kvartalsorientering, som automatisk udsendes til alle investorer på foreningens e-mailliste. Denne giver et overblik over, hvordan kvartalet er forløbet: hvad er købt og solgt, sammensætningen af porteføljerne, og hvad foreningen forventer af fremtiden.

Årsrapporten indeholder en gennemgang af hele året samt forventningerne for det kommende år. Foreningen offentliggør også en halvårsrapport.

Det er målsætningen, at foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk) skal give et godt indblik i foreningen, og at alle foreningens publikationer er tilgængelige her.

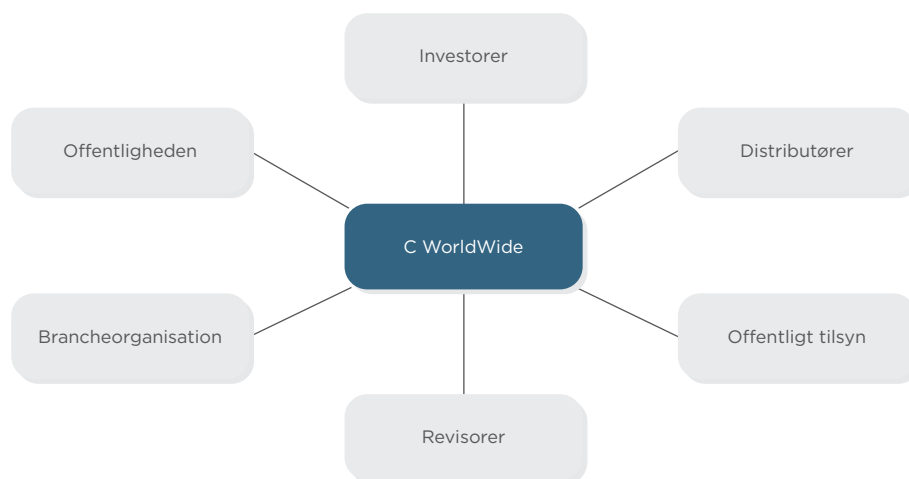
Endeligt afholder vi en årlig investorkonference, hvor der er mulighed for at komme i dialog med vores porteføljeformidlere og høre om vores aktuelle tanker om udviklingen på aktiemarkedet.

#### Medlemsrettigheder

- Ethvert medlem af foreningen har mod forevisning af adgangskort ret til at deltage i generalforsamlingen. Adgangskort bestilles hos foreningen senest 3 hverdage inden generalforsamlingen på baggrund af fornøden dokumentation for medlemmets andele.
- Stemmeret kan kun udøves for de andele, som én uge forud for generalforsamlingen er noteret på medlemmets 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, afdelingens opløsning, overflytning, afvikling, sammenlægning eller deling samt andre spørgsmål, som udelukkende vedrører afdelingen.
- Hvert medlem har én stemme for hver kr. 100 pålydende andele.
- Ethvert medlem har ret til at møde ved fuldmægtig efter reglerne i § 17 i foreningens vedtægter.
- Intet medlem kan afgive stemme for mere end 5% af det samlede pålydende af de til enhver tid cirkulerende andele (eller 5% af det samlede pålydende i alle afdelinger ved afstemning om fælles anliggender).
- Generalforsamlingen træffer beslutninger ved almindelig stemmeflerhed med undtagelse af de tilfælde, som er nævnt i § 18 i foreningens vedtægter.



# C WorldWides interessenter



## Investorer

Foreningen har ca. 14.300 navnenoterede investorer. Derudover er en række investorer ikke navnenoteret. Foreningen skønner, at det samlede antal investorer inklusive ikke-navnenoterede investorer er ca. 16.000.

### Distributører

CWWAM har i dag indgået ca. 25 samarbejdsaftaler med pengeinstitutter og unit link-selskaber for at forbedre eksisterende og nye investorers indsigt i C WorldWide. Investorerne får herved et bedre beslutningsgrundlag for deres investeringsbeslutning. CWWAM kræver, at samarbejdspartneren yder en synlig informations- og markedsføringsindsats. Det er CWWAM, som betaler provision for rådgivningen til samarbejdspartneren. C WorldWide har ingen udgifter herved.

## Distributører

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

C WorldWide, således at investorerne opnår et bedre grundlag for deres investeringsbeslutning.

CWWAM har i dag indgået ca. 25 samarbejdsaftaler med primært pengeinstitutter og unit link-selskaber. Unit link-selskaber giver pensionsopparere adgang til selv at investere deres pensionsmidler i eksempelvis investeringsforeninger. Når CWWAM har indgået en aftale med et unit link-selskab, bliver det dermed muligt for pensionsoppareren at investere pensionsmidlerne i C WorldWide. Samarbejdsaftaler med pengeinstitutter betyder, at disse pengeinstitutter uddanner deres investeringsrådgivere i C WorldWides afdelinger, således at eksisterende og nye investorer kan få rådgivning om foreningens produkter i pengeinstitutternes filialer.

CWWAM 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 CWWAM. Foreningen har ingen omkostninger herved.

CWWAM 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 CWWAM's målsætning at afholde et årligt investeringsseminar for alle samarbejdspartnere, hvor afdelingernes investeringspolitik og strategi gennemgås.

### Offentligt tilsyn

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

#### Revisorer

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

### Revisorer

Foreningen har én revisor. Det er PricewaterhouseCoopers, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab. Revisoren reviderer årsregnskaberne 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-revisionsydelse.

### Brancheorganisation

C WorldWide er medlem af Finans Danmark. På deres hjemmeside [FinansDanmark.dk](http://FinansDanmark.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 investorerne og den øvrige offentlighed. Foreningen udgiver en kvartalsorientering, en halvårsrapport samt en årsrapport, der indeholder en 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.



# Beretning for alle afdelinger

## Læsevejledning til beretning og regnskaber

Foreningen har i alt syv afdelinger, og hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året og giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenterer vi på afdelingernes resultater i året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Vi har valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, vores generelle markedsforventninger, redegørelse for

samfundsansvar, usikkerhed ved indregning og måling samt generelle risici og foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Oplysninger om ledelses- og bestyrelsesforhold finder du i et separat afsnit sidst i årsrapporten.

Vi anbefaler, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et samlet og fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

## Resultater og udbytter 2019

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast efter omkostninger i procentpoint	Omkostningsprocent	Udbytte pr. andel
<b>Globale Aktier KL A</b>	<b>31,7%</b>	29,1%	2,6%	1,7%	61,40 kr.
<b>Globale Aktier Akkumulerende KL A</b>	<b>31,8%</b>	29,1%	2,7%	1,7%	- kr.
<b>Globale Aktier Etik KL udl.</b>	<b>34,9%</b>	29,1%	5,8%	1,7%	29,10 kr.
<b>Stabile Aktier KL</b>	<b>30,7%</b>	23,5%	7,2%	1,7%	7,00 kr.
<b>Danmark KL</b>	<b>22,6%</b>	26,7%	-4,1%	1,5%	21,40 kr.
<b>Asien KL A</b>	<b>29,4%</b>	20,5%	8,9%	1,9%	0,60 kr.
<b>Emerging Markets KL</b>	<b>26,5%</b>	20,8%	5,7%	1,9%	0,00 kr.

For afdeling Globale Aktier KI, Globale Aktier Akkumulerende KL, Globale Aktier Etik KL, Stabile Aktier KL og Asien KL er vist den børsnoterede klasse. For de øvrige klasser henvises til afdelingssiderne.

## Flotte afkast på aktiemarkedene i 2019

2019 var præget af bekymring om aftagende økonomisk vækst, handelskrigen mellem Kina og USA og de afledte effekter på særligt de asiatiske selskaber samt usikkerheden om Brexit. På trods af disse usikkerhedsfaktorer oplevede vi det stærkeste aktiemarked i 15 år. En væsentlig årsag var, at de globale centralbanker i starten af året – oven på økonomisk afmatning og uroen på aktiemarkedene i slutningen af 2018 – satte de pengepolitiske stramninger på hold. Dette medførte et kraftigt fald i de lange obligationsrenter, hvor en stor del af obligationsmarkedet i princippet blev uinteressant for langsigtede investorer, da mange renter gik under nul.

Investorerne søgte derfor mod aktiemarkedene og var, sammen med en mindre vækst i selskabernes indtjening, drivkraften bag stigningerne. Verdensindekset steg på denne baggrund lige knap 30 pct. Det var de dominerende teknologiselskaber, som skabte nogle af største kursstigninger, hvorfor det var Nasdaq-indekset og de amerikanske aktier, som generelt skabte de højeste afkast. Omvendt blev emerging markets-aktierne afkastmæssigt holdt lidt tilbage af handelskrigen mellem USA og Kina.

Afkastudviklingen i afdelingerne blev højere end vores forventninger ved indgangen til året, og bestyrelsen anser generelt udviklingen som tilfredsstillende, hvor alle afdelinger skabte over 20 pct. i afkast, og seks ud af syv afdelinger leverede afkast højere end markedet. Generelt blev vores aktive investeringstilgang belønnet, og vi så, at de lave renter løftede værdiansættelsen af langtidsholdbare vækstselskaber

Afkastudviklingen i afdelingerne blev højere end vores forventninger ved indgangen til året, og bestyrelsen anser generelt udviklingen som tilfredsstillende, hvor alle afdelinger skabte over 20 pct. i afkast, og seks ud af syv afdelinger leverede afkast højere end markedet. Generelt blev vores aktive investeringstilgang belønnet. Den eneste afdeling, hvor afkast var under markedsafkastet, var afdeling Danmark. Bestyrelsen anser dette resultat i forholdt til markedet som ikke-tilfredsstillende.



med tematisk medvind. Afdeling Asien skabte det højeste merafkast på 9 procentpoint særligt drevet af store gevinster på afdelingens teknologiinvesteringer. Vores tre globale afdelinger skabte merafkast på mellem 2,6-5,8 procentpoint, ligesom afdelingernes treårssafkast nu er højere end sammenligningsgrundlaget.

Den eneste afdeling, hvor afkast var under markedsafkastet, var afdeling Danmark. Bestyrelsen anser dette resultat i forholdt til markedet som ikke-tilfredsstillende. En af forklaringerne var, at de danske aktier blev drevet af stigende risikoappetit i takt med, at renterne faldt. Dette gjorde, at nogle af de allerede højt prisfaste danske selskaber fortsatte med at stige og dermed blev endnu dyrere. I et snævert univers, som de danske aktier, har vores fundamentale investerings-tilgang, hvor værdiansættelsen vægter højt i allokationsbeslutningerne, derfor haft det svært. Bestyrelsen har på denne baggrund haft en løbende dialog med porteføljeforvalteren, om behovet for at re-vurdere tilgangen til værdiansættelse af de danske selskaber, når renteniveauet er tæt på nul procent.

Afdelingernes faktiske afkast og resultat i forhold til benchmark fremgår af tabellen på side 14. Der er oprettet andelsklasser i afdeling Globale Aktier KL, Globale Aktier Etik KL, Globale Aktier Akkumulerende KL, Stabile Aktier KL og Asien KL. I oversigten er disse afdelinger vist med de børsnoterede klasser. For de øvrige klasser i disse afdelinger henvises til afdelingssiderne.

Du kan læse beretningen for de enkelte afdelinger under de enkelte afdelingsafsnit på siderne 32-93 i årsrapporten.

## Femårsoplysninger

Nøgletal for de sidste fem år, herunder afdelingernes afkast, formueudvikling, udbytter og omkostninger fremgår under de enkelte afdelingsafsnit på siderne 32-93 i årsrapporten.

## Redegørelse for samfundsansvar

For en investeringsvirksomhed er det vigtigt, at de selskaber, vi investerer i, opfører sig ordentligt. Selskabernes etik og samfundsansvarlighed har altid været en parameter i vores vurdering af investeringsmuligheder, da en uansvarlig forretningskik før eller siden vil udmønte sig i de finansielle resultater. Vores målsætning er at opnå en stabil, langsigtet formuevækst til foreningens investorer, og vi ser, at en bæredygtig samfundsøkonomi er en forudsætning for at opnå langsigtet positiv værditilvækst fra aktieinvesteringer. Vi kalder vores politik på dette område ”Investeringspolitik i et samfunds-mæssigt perspektiv”, fordi det er en integreret del af vores investeringsproces. Du kan læse mere om vores investeringspolitik under ”Politik om samfundsansvar” på foreningens hjemmeside cww.dk.

Vi er en aktiv forvalter, som nøje udvælger hver enkelt aktie til en balanceret og fokuseret portefølje. Vi investerer i selskaber, hvor ledelsen og selskabet har en høj grad af integritet. Vi investerer med 3-5 års tidshorizont primært i større internationale kvalitets-selskaber, som

analyseres grundigt af mange interessenter verden over. Disse analyser er med til at give os et detaljeret indblik i selskabets struktur, forretninger samt samfundsmæssige adfærd.

I udvælgelsen af investeringer indgår vores forventninger til selskabets langsigtede økonomiske potentiale samt adskillige andre parametre – deriblandt selskabets ageren i forhold til samfundet. For at sikre selskabets langsigtede potentiale analyserer vi hvert enkelt selskab grundigt. Her ser vi bl.a. ESG-faktorerne (miljø, sociale forhold og ledelsesmæssig styring) som helt afgørende for en langsigtet investor. Derfor er disse en integreret del af analysearbejdet. Det er det samlede indtryk af forretningsmodellen, økonomi, ledelse/strategi, ESG og andre selskabsspecifikke forhold, som ligger til grund for den enkelte investeringsbeslutning.

Foreningen investerer ikke i selskaber, der har direkte produktion af konventionsomfattede våben såsom klyngebomber og landminer.

Vores formueforvalter C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har indgået aftale med analysehuset Sustainalytics om levering af ESG-analyser til evaluering af porteføljeselskabernes samfundsansvarlighed.

Den store udfordring med politikker for samfundsansvar er, hvordan de omsættes til praksis. Mange selskaber kan være under mistanke i enkeltsager, men ofte er det kun den ene part eller den ene side af historien, som præger billedet i medierne. Når vi vurderer en virksomhed i relation til samfundsansvar, er vores grundlæggende princip en helhedsbetragtning. Vi foretager derfor ikke en endelig afgørelse ud fra enkeltsager. En anden udfordring er, at der er store samfundsmæssige og kulturelle forskelle på, hvad der er acceptabelt, når vi sammenligner standarderne i de mere modne økonomier med standarderne i udviklingsøkonomierne. I udviklingsøkonomierne laver vi bl.a. en risikovurdering i forhold til selskabets forretningsmæssige eksponering til ESG-faktorer sammenholdt med ledelsens indsats på disse områder. I praksis har vi indarbejdet foreningens investeringspolitik i fondsinstruksen til foreningens investeringsforvalter.

I forhold til selskabernes samfundsmæssige adfærd vurderer analyse-selskabet GES en gang om året de selskaber, som foreningen har investeret i. Bestyrelsen drøfter herefter resultaterne af denne analyse med foreningens administrator og investeringsforvalter, hvor alle investeringer evalueres. Hvis der er tegn på alvorlige overtrædelser, er vi i dialog med selskabet enten direkte eller gennem en rådgiver for derigennem at belyse virksomhedens rolle i den pågældende sag. Endelig kan bestyrelsen også træffe beslutning om eksklusion af et givent selskab.

Det ligger os på sinde at administrere foreningens politik om samfundsansvar, så samfundsansvar og rammerne for at skabe de bedste investeringsresultater naturligt går op i en højere enhed.

Foreningen har udarbejdet en Politik for aktivt ejerskab, som er tilgængelig på foreningens hjemmeside cww.dk. Politikken beskriver foreningens arbejde med aktivt ejerskab, herunder i relation til stemmeafgivelse, interessekonflikter m.v. I 2018 tilsluttede foreningen sig Anbefalingerne for aktivt Ejerskab udarbejdet af Komitèen for god Selskabsledelse. Anbefalingerne gælder alene for aktieinvesteringer i danske børsnoterede selskaber, men som global investor har vi en ambition om at lade politikken gælde for alle foreningens investeringer. En fuld rapportering i forhold til anbefalingerne findes på foreningens hjemmeside. Vores investeringsforvalter og administrator har indgået et samarbejde med analyseselskabet ISS, som hjælper med at overvåge og analysere konkrete problemstillinger på generalforsamlinger, så vi er bedst muligt rustet til at varetage foreningens stemmeinteresser. Vi har en ambition om så vidt muligt at afgive stemme på generalforsamlingerne.

Som langsigtet investor er det vigtigt at være i dialog med ledelsen i de selskaber, vi investerer i. Når vi mødes med ledelsen, drøfter vi, hvis aktuelt, ESG-relaterede spørgsmål, omend vi sjældent får mulighed for en dybdegående drøftelse af disse emner. Derfor forsøger vi at holde dedikerede møder om ESG, og vores erfaring er, at flere og flere selskaber er villige til at indgå i en konstruktiv ESG-dialog. Vi ser også disse møder som et godt supplement til engagementerne med Sustainalytics og ISS.

Vi har således en dobbelt tilgang til engagement med selskaberne. Den indirekte tilgang via partnerskaber giver os adgang til en gennembrøvet proces og specialister med en stærk viden og et netværk af andre investorer. Gennem samarbejdet får vi en større gennemslagskraft over for selskaberne. Den direkte tilgang giver mulighed for at drøfte specifikke og nye ESG-spørgsmål samt at have en mere holistisk og strategisk dialog med dem.

I praksis kan det være vanskeligt at måle de faktiske resultater af foreningens arbejde med at påvirke porteføljeselskaberne i forhold til samfundsansvar, herunder reduktion af klimapåvirkning, forbedring af arbejdstagerrettigheder og medarbejderforhold, respekt for menneskerettigheder, antikorruption og bestikkelse. Reelt har effekten været lille, omend vi som nævnt mærker stigende imødekommenhed fra selskaberne til at lytte og øge samfundsansvaret. Omvendt begynder vi også på markedsniveau at se en kapitalbevægelse væk fra selskaber med ESG-udfordringer. Dette påvirker værdiansættelsen af disse selskaber og lægger dermed yderligere pres på ledelserne.

I forhold til risici på foreningens investeringer, hvis et eller flere af de ovennævnte områder udvikler sig negativt, vil det således påvirke investeringernes værdi negativt. Vi håndterer disse risici som en integreret del af investeringsprocessen og foretager en løbende overvågning af selskaberne via samarbejdet med eksterne analyse-selskaber. Vurderer vi, at et selskab ikke lever op til vores investeringspolitik, investerer vi ikke i selskabet. Hvis der sker en væsentlig ændring i vores vurdering af en investering – efter en eventuel dialog med selskabet – sælger vi den pågældende aktie.

Vi vurderer, om de selskaber, vi investerer i, har en samfundsmæssig ansvarlig adfærd, som følger etablerede normer, da det modsatte kan skade aktiens værdi på lang sigt. De områder, vi, ud fra en helhedsbetragtning bl.a. evaluerer, er socialt ansvar, miljøhensyn, menneskerettigheder, korruption, arbejdstagerrettigheder og våbenproduktion. Foreningens investeringsforvalter, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, har forpligtet sig til FN's principper for ansvarlige investeringer, hvilket bevirker, at forvalteren har forpligtet sig til at tilskynde selskaberne til at udvise en samfundsansvarlig adfærd. Porteføljeforvalteren screener i samarbejde med de eksterne analysefirmaer alle foreningens investeringer i forhold til FN's Global Compact principper og OECD's retningslinjer for multinationale selskaber.

I 2019 var der i alt 212 generalforsamlinger blandt foreningens investeringer, og foreningen afgav stemme på 153 generalforsamlinger. I cirka 7 pct. af stemmeafgivelserne stemte foreningen imod ledelsen. Blandt de danske selskaber stemte foreningen på 31 ud af i alt 33 generalforsamlinger.

### Måltal for det underrepræsenterede køn

Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen. Bestyrelsen har en målsætning om, at der som minimum er ét bestyrelsesmedlem fra det underrepræsenterede køn, hvis bestyrelsen består af 3-4 medlemmer. Består bestyrelsen af 5 medlemmer, er målsætningen, at minimum to bestyrelsesmedlemmer er fra det underrepræsenterede køn. Med den nuværende sammensætning af bestyrelsen er målsætningen opfyldt.

### 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, 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.

### Tilgodehavende udbytteskat

Afdelingerne Globale Aktier KL, Globale Aktier Akkumulerende KL, Stabile Aktier KL, Globale Aktier Etik KL og Emerging Markets KL har pr. balancedagen tilgodehavender fra refunderbare udbytteskatter i lande, hvor Danmark har indgået dobbeltbeskatningsaftaler. Disse aktiver er medtaget på balancen med det forventede refunderbare beløb og vurderes at kunne hjemsesøges med høj sandsynlighed. Vi ser dog, at skattemyndighederne i udvalgte lande løbende ændrer dokumentationskravene for refusion. Dette kan være krav om dokumentation, som foreningen ikke med sikkerhed kan fremskaffe og kan betyde, at de aktuelle tilgodehavender ikke bliver refunderet til fulde.

### Fund Governance

Brancheforeningen af Investeringsforeninger i Danmark, Investering Danmark under Finans Danmark har udarbejdet et sæt Fund Governance anbefalinger for god ledelse af en investeringsforening. Investeringsforeningen C WorldWide har tilsluttet sig disse anbefalinger, og overordnet set følger vi disse. Mange af disse anbefalinger er indarbejdet i bestyrelsens arbejde og kommer ligeledes til udtryk i denne årsrapport. Bestyrelsen har følgende kommentarer til enkelte punkter:

Det anbefales, at samtlige medlemmer af bestyrelsen er til stede på den ordinære generalforsamling. Bestyrelsen vil i forbindelse med hver enkelt generalforsamling vurdere, om det af omkostningsmæssige hensyn er hensigtsmæssigt, at alle medlemmer er til stede.

Det anbefales, at der sammen med indkaldelsen til generalforsamling, hvor valg til bestyrelsen er på dagsordenen, offentliggøres en beskrivelse af de opstillede kandidaters kompetencer med oplysning om kandidaternes øvrige ledelseshverv. Bestyrelsen vurderer dette behov fra gang til gang med særligt fokus på, når nye medlemmer opstiller. Bestyrelsens øvrige ledelseshverv er desuden angivet i årsrapporten, som behandles på generalforsamlingen.

Det anbefales at følge ”Anbefalinger for aktivt ejerskab” fra Komiteen for god Selskabsledelse. Bestyrelsen har tiltrådt disse anbefalinger i 2018.

Det anbefales, at bestyrelsen mindst én gang årligt mødes med revisionen uden direktionen. Dette har bestyrelsen historisk vurderet, at der ikke har været behov for. Bestyrelsen vil dog gøre dette efter behov.

Det anbefales at vedtage en politik, der beskriver brug af aktieudlån. Bestyrelsen har ikke vedtaget en sådan politik, da foreningen aldrig har anvendt aktieudlån og ej heller påtænker at gøre brug af dette.



# Risiko og risikostyring

Som investor i Investeringsforeningen C WorldWide får du en løbende pleje af din opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal du som investor selv tage højde for – er valget af afdelinger. Som investor skal du være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis du som investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

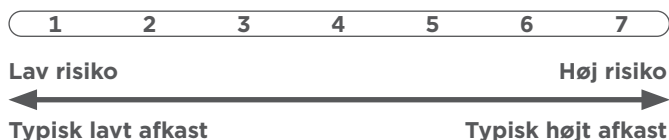
Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

- investors eget valg af afdelinger
- investeringsmarkederne
- investeringsbeslutningerne
- driften af foreningen

## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden du beslutter dig for at investere, er det vigtigt, at du får fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra dine behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at du er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Du bør fastlægge din investeringsprofil i samråd med en rådgiver. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko du ønsker at løbe med dine investeringer, og hvor lang tidshorizonten for investeringen er. Ønsker du en meget stabil udvikling i dine investeringer, bør du som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindikatoren - se nedenfor). Hvis du investerer med en kort tidshorizont, er aktieafdelinger, for de fleste investorer, sjældent velegnede.

Af den enkelte afdelings regnskab fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investor-information. Risikoen udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker dog ikke en risikofri investering.



En afdelings placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant, og placeringen kan

ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

## Risici knyttet til investeringsmarkederne

Disse risikoelementer er f.eks. risikoen på aktiemarkederne og valutarisikoen. Disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer indenfor. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller samt lovgivningens krav om risikospredning.

## Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Enhver investeringsbeslutning er baseret på vores forvalters forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. selskabernes indtjening, selskabsspecifikke risikofaktorer, konjunkturerne, renteutviklingen og politiske forhold. Ud fra disse forventninger udvælger vi porteføljernes investeringer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Det er foreningens generelle holdning, at risiko er vanskelig at kvantificere. Vi styrer derfor ikke investeringerne ud fra kvantitative risikomål og begrænsninger såsom "tracking error". "Tracking error" er et matematisk mål for, hvor tæt afdelingernes afkast følger markedsudviklingen. Vi investerer 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 investere i et mindre antal aktier, som følges tæt.

Generelt anbefaler vi brede afdelinger, det vil sige afdelinger uden snævre geografiske afgrænsninger eller sektormæssige afgrænsninger. I disse afdelinger har vi størst mulig fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver bedre mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Målsætningen for afdelinger i C WorldWide er at opnå et langsigtet afkast, efter omkostninger, der er højere end afkastet på det respektive benchmark. En langsigtet horisont er typisk tre år eller mere. Vi forsøger altså at finde de bedste investeringer for at give det højest mulige afkast under hensyntagen til risikoen. Vi har normalt som målsætning, at afdelingernes risikoniveau over længere perioder skal ligge på niveau med den risiko, som benchmark har. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan en afdeling i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, der ligger lavere eller højere end niveauet for benchmark.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for alle afdelinger udvalgt et benchmark. Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at holde

afdelingens resultater op imod. Alle afdelinger forvaltes aktivt og er ikke begrænset af benchmark. Der kan investeres i værdipapirer, som ikke indgår i benchmark. Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger.

## Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Vi stræber efter, at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Bestyrelsen for foreningen gør jævnligt status på afkastene, og strategien på de enkelte afdelinger diskuteres med direktionen og investeringsrådgiveren på de ordinære bestyrelsesmøder. Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved den generalforsamlingsvalgte revisor. Her er der fokus på risici og kontroller. På IT-området lægger vi stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål, inden for fastsatte tidsfrister, at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt. For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henviser vi til de gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Generelle risikofaktorer

### Enkeltlande eller snævre områder

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

### Eksposering mod udlandet

Investering i mere modne udenlandske aktiemarkeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande. Investering i udenlandske aktiemarkeder indebærer risiko for en kraftig reaktion på grund af selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

### Valuta

Investeringer i udenlandske aktier giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdeling Danmark KL, som primært investerer i danske aktier, har ingen direkte valutarisiko. De øvrige afdelinger har generelt en høj direkte valutarisiko. Valutarisiko ved udenlandske aktieinvesteringer er dog mere kompliceret end den umiddelbare direkte risiko, da det enkelte selskab kan have valutariske eksposeringer og valutasikringer, som

modregner den umiddelbare valutarisiko, man som aktieinvestor har. Vi foretager bl.a. af denne grund kun sjældent valutakurssikringer af foreningens udenlandske aktieinvesteringer.

### Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. For eksempel kan forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold påvirke selskabernes indtjening. Vores afdelinger har generelt fokuserede porteføljer med typisk 25-35 investeringer i hver afdeling. Afdeling Stabile Aktier KL, afdeling Asien KL og afdeling Emerging Markets KL er dog undtagelser, hvor vi kan investere i op til hhv. 60, 70 og 100 selskaber. En afdelings værdi kan derfor variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. De enkelte selskaber kan gå konkurs, så investeringen i dem bliver tabt.

### Emerging Markets

Begrebet "Emerging Markets" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ekskl. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt et aktiemarked, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Der kan indføres eller ændres i de lokale beskatningsregler for udenlandske investorer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta, eller de kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende. Særligt afdeling Emerging Markets KL og afdeling Asien KL investerer i emerging markets.

### Særligt for afdeling Stabile Aktier KL

Risikomæssigt er det afdelingens målsætning, at investeringerne samlet set målt over en længere periode har en mere stabil udvikling end det globale aktiemarked. For at sikre fastholdelse af denne risikoprofil udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelse, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelse. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljainvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksposering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksposeret til disse faktorer.

# Aktieudsigter – på kanten af 2020'erne

Ved årets udgang deler eksperter ofte deres optimistiske forventninger til aktiemarkedene. Faktisk har eksperter som regel også ret, da aktiemarkedene stiger de fleste år og gennem vækst akkumulerer i værdi. Aktier kommer som regel kun i alvorlige problemer i forbindelse med en større økonomisk recession. Risikoen for en recession diskuteres hele tiden, men den moderne historie viser, at det kun sker cirka én gang hvert årti – og når det er tilfældet, fremkalder det en massiv reaktion fra centralbanker og regeringer for at undgå, at det fortsætter for længe.

Udover den højaktuelle risiko fra spredningen af Corona-virusen, ser vi to andre mere langsigtede risikofaktorer i form af en eventuel strammere pengepolitik, som reaktion på centralbankernes nuværende eksperimenterende tilgang, og en eskalering af handelskrigen mellem Kina og USA.

**” Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi ikke får en langvarig økonomisk recession, da vi verden over ser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.**

**Figur 1:**

Globale indkøbschefers syn på fremtiden



Kilde: Bloomberg, dec. 2019

I skrivende stund rydder den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 og de globale myndigheders inddæmningsindsats alle overskrifter. Dette har skabt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og dermed også medført stor volatilitet og kursfald på aktiemarkedene. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget og varigheden af epidemien, men også de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Dette er dog nu en global pandemi. Risikoen for en global recession er derfor øget, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst.

Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en langvarig økonomisk recession, da vi verden over ser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

En eventuel overraskende vending i den lempelige politik fra centralbankerne kan skabe udfordringer for markedene. Det er dog ikke så sandsynligt på kort sigt i lyset af Corona-krisen og de meget høje gælds niveauer. De høje gælds niveauer gør staterne til de store tabere, hvis renterne skulle stige. En anden konsekvens af gælden er, at kapitalmarkedene (den finansielle økonomi) nu udgør en stor andel af den globale økonomi. Verden er blevet afhængig af høje aktivpriser. Det er vanskeligt at se en ændring af denne politiske tilgang, medmindre vi ser et markant skifte i de langsigtede inflationsforventninger.

I forhold til handelskrigen skal man huske, at politikere vælges nationalt, og et sandsynligt øget offentligt forbrug verden over vil typisk være fokuseret på nationale og indenrigspolitiske initiativer i en verden, hvor vælgere og regeringer i kølvandet på finanskrisen i stigende grad er skeptiske over for globaliseringens positive indflydelse. Konfrontationerne mellem USA og Kina om det globale teknologiske lederskab, en eskalering i handelskonflikterne og sammenbrud i internationale organisationer som WTO er et potentielt problem for aktiemarkedene. Ikke kun fordi det direkte reducerer samhandlen, men også fordi det skaber øget usikkerhed og pessimisme.

## Japans vej

Japan er et skridt foran os andre i forhold til at leve i et aldrende samfund. Japan er et interessant laboratorium, da udviklingen giver os et indblik i, hvordan fremtiden kan se ud for mange andre modne økonomier. Den japanske premierminister Abe har nyligt lanceret en ny rekordstor finanspolitisk stimuluspakke til støtte for økonomien. Japan har nået den næste fase i den eksperimenterende pengepolitik ved at have 0 pct. som et eksplicit mål for den 10-årige obligationsrente. Selvom det ser ud til, at den japanske centralbank (BOJ) for nyligt har sat sine opkøb på pause, har BOJ siden 2016 ført en politik om at opkøbe aktier direkte på markedet til en værdi, som siges at være omkring 55 mia. USD om året. Banken har således været en afgørende køber, hver gang markedet er faldet mere end 0,5 pct. Faktum er, at det er rigtig svært at skabe vækst i et aldrende samfund,



selvom landet besidder ubestridte kvaliteter og en høj arbejdsmoral. Vi tror, det er uundgåeligt, at vi den vestlige verden må gennem den japanske øvelse, før der kommer et pengepolitisk paradigmeskifte. Vi kommer til at se centralbankerne, som direkte og indirekte finansierer offentlige investeringsprojekter, og centralbanker der fastsætter mål for de lange renter, og som er aktive på aktiemarkeder med opkøb af udvalgte selskaber.

Med udgangspunkt i de japanske erfaringer, se figur 2 på næste side, virker udsigten til en svag, men positiv økonomisk vækst som det mest sandsynlige scenarie for den vestlige verden. Japan har haft perioder med økonomisk vækst omkring nul og samtidigt været tæt på fuld beskæftigelse. En recession – eller stagnation – betyder derfor ikke så meget i Japan. Måske bliver det den nye normal for den vestlige verden?

Den velkendte udvikling af vores økonomiske konjunkturer er under forandring. Der er i dag mindre volatilitet i takt med, at økonomierne bevæger sig fra varer til tjenester. Inflationsforventningerne er nu forankret på et lavt niveau, og vi lever i det, der kan betegnes som ”den finansielle verdensøkonomi”. Det er lidt halen, der logrer med hunden – udsvingene på finansmarkederne driver ændringerne i den reelle økonomi. Når det så især er pengepolitikken, der driver de finansielle markeder, er cirklen så at sige fuldendt.

Hvis det næste årti byder på lav økonomisk vækst, dvs. omkring 1-2 pct. årlig vækst i de udviklede økonomier, må vi forvente, at de lave renter vil fortætte i længere tid. En række mindre op- og nedture i økonomisk vækst er måske kedeligt, men for aktieinvestorer er det godt. Dette scenarie er om muligt endnu bedre for dem, som investerer selektivt i vækstaktier. Dette er erfaringen fra Japan.

**”** Inflationsforventningerne er nu fast forankret på et lavt niveau, og vi lever i det, der kan betegnes som ”den finansielle verdensøkonomi”.

### **Børsnoterede aktier har stadig potentiale**

I mange vestlige lande skal man nu betale for det ”privilegium” at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det.



**Figur 2:**

Japans økonomiske udvikling (BNP)



Kilde: Bloomberg, dec. 2019

Den klassiske afbalancerede portefølje med en kerne af lavrisikoobligationer, som via rentes-rente-effekten over tid akkumulerer værdi, fungerer ikke længere for den langsigtede investor. Det basale princip om at låne noget værdifuldt ud i en længere periode giver – for første gang i tusinder af år – ikke en forrentning. Hvis man var landmand for 5000 år siden og lånte korn til sin nabo, ville man få flere korn tilbage året efter. Dette grundlæggende princip er nu blevet brudt af centralbankerne, der har drevet renten under nul og dermed en bred vifte af aktiver op over de seneste ti år.

Obligations- og rentemarkederne er ude i ekstremer, og det skaber en langsigtet støtte til aktiemarkederne. Tag f.eks. det schweiziske fødevarerfirma Nestlé, der p.t. giver et udbytte på knapt 3 pct. Selskabet har en indtjening efter vedligeholdelsesinvesteringer (det frie cash flow) på over 4 pct. (set i forhold til markedsværdien), og indtjeningen forventes at stige 4 pct. årligt. Ved en uforandret værdiansættelse skulle Nestlé således give et årligt afkast på ca. 8 pct. Sammenlignet med den schweiziske 10-årige obligationsrente på minus 1 pct., giver dette en risikopræmie på hele 9 pct. Selv hvis aktien blev dobbelt så dyr, og det frie cash flow faldt til 2 pct., ville afkastet plus vækstraten på 4 pct. stadig være godt i forhold til minus 1 pct. med en risikopræmie på 7 pct.!

Dette illustrerer potentialet og de mulige langsigtede stigninger på aktiemarkederne, hvis renterne forbliver lave, og når effekterne af Corona-pandemien er håndteret. Med den rigtige tankegang, filosofi og erfaring tror vi, at 2020'erne vil blive et godt årti for den langsigtede aktieinvestor. Det ekstra afkast, som en god investor kan hente ved at udvælge stærke holdbare vækstaktier for det kommende årti, kan komme til at blive en langt større del af et samlet investeringsafkast i forhold til det forgangne årti.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virusen er inddæmmet, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at aktiemarkederne har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

## Udvikling i indeks i DKK

		2019	2018	2017
<b>Indeks inkl. geninvesteret nettoudbytte</b>				
MSCI All Country World Index	USD	29,1%	4,6%	9,0%
MSCI Min. Volatility World Index	USD	23,4%	3,6%	3,7%
MSCI Europe	USD	26,2%	-10,4%	10,4%
Danmark: Copenhagen Cap.	DKK	26,7%	-7,5%	16,8%
MSCI Fjernøsten ex. Japan	USD	21,8%	-10,7%	25,0%
MSCI Asia All Country ex. Japan	USD	20,5%	-9,8%	24,6%
MSCI Emerging markets	USD	20,8%	-10,1%	20,7%
<b>Indeks ekskl. udbytte</b>				
<b>Nordamerika</b>				
USA: Dow Jones	USD	24,8%	-0,6%	10,0%
USA: S&P 500	USD	31,4%	-1,3%	5,0%
USA: Nasdaq	USD	37,9%	1,2%	12,8%
<b>Fjernøsten</b>				
Japan: Nikkei	JPY	21,7%	-5,0%	8,5%
Japan: Topix	JPY	18,6%	-11,1%	9,0%
Hong Kong: Hang Seng	HKD	11,8%	-9,2%	18,6%
Singapore: Strait Times	SGD	8,6%	-6,9%	12,3%
Thailand: SET	THB	12,0%	-6,0%	9,8%
<b>Nord- og Centraleuropa</b>				
England: FTSE 100	GBP	18,9%	-13,3%	3,6%
Frankrig: CAC40	EUR	26,5%	-10,7%	9,4%
Tyskland: DAX	EUR	25,6%	-18,1%	12,7%
Schweitz: Zürich SBV	CHF	35,6%	-4,8%	10,0%
<b>Sydeuropa</b>				
Spanien: Madrid	EUR	10,4%	-14,8%	7,7%
Italien: Milano	EUR	27,7%	-16,1%	15,6%
Grækenland: Athen	EUR	49,7%	-23,4%	24,8%
<b>Skandinavien</b>				
Sverige: Affärsvarden	SEK	25,5%	-10,6%	3,6%
Norge: Oslo	NOK	15,0%	-1,1%	9,8%
Finland: HEX	EUR	13,5%	-7,8%	6,5%

# Ledespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt årsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWide for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2019.

Årsregnskaberne er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2019, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2019.

Siderne med ledelsesberetningerne indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingerne kan påvirkes af.

Ledelsesberetningerne dækker siderne 4-5, 14-23, 32-35, 43-46, 52-55, 61-64, 70-73, 77-81, 87-90 samt 94-96 i årsrapporten.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København den 23. marts 2020

Som administrationsselskab:

C WorldWide Fund Management, filial af C WorldWide Fund Management S.A., Luxembourg.



Henrik Brandt  
Direktør

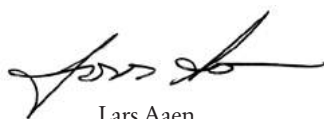
I bestyrelsen for Investeringsforeningen C WorldWide:




Karsten Kielland  
Formand



Jens Høiberg



Lars Aaen



Camilla Harder Hartvig

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

## Til medlemmerne i Investeringsforeningen C WorldWide:

### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2019 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

### Hvad har vi revideret

Investeringsforeningen C WorldWide's årsregnskab for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2019 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

### Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit *Revisors ansvar for revisionen af regnskabet*. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

### Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler. Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk. 1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

### Valg

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen C WorldWide den 23. april juni 2012 for regnskabsåret 2012. Vi er valgt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 8 år frem til og med regnskabsåret 2019.

### Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2019. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

### Centralt forhold ved revisionen

#### Værdiansættelse af finansielle instrumenter til dagsværdi

Finansielle instrumenter værdiansættes til dagsværdi.

Finansielle instrumenter (aktier og obligationer), som handles på et aktivt marked (niveau 1), værdiansættes til markedspriser ved brug af

noterede børskurser. Vi fokuserede på værdiansættelsen af finansielle instrumenter, fordi disse udgør langt hovedparten af alle afdelingernes balancesummer.

Der henvises i øvrigt til noterne om finansielle instrumenter i de enkelte afdelingers regnskaber.

### Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen

Investeringsforeningen C WorldWide anvender et i branchen gennemprøvet porteføljesystem og modtager løbende oplysninger fra anerkendt kursleverandør om aktuelle markedsdata (kurser m.v.). Vi vurderede design og testede den operationelle effektivitet af relevante interne kontroller, herunder interne kontroller for indhentning af ovennævnte markedsdata, ligesom markedsdata på stikprøvebasis er kontrolleret til eksterne kilder.

Samlet set fandt vi, at de anvendte dagsværdier i al væsentlighed er i overensstemmelse med underliggende dokumentation.

### Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger. Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

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

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

### Ledelsens ansvar for regnskaberne

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

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



## Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

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

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

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

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

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

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

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

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af regnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

Hellerup, den 23. marts 2020

PricewaterhouseCoopers  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 77 12 31



Per Rolf Larssen  
Statsautoriseret revisor  
mne-nr 24822



Henrik Hornbæk  
Statsautoriseret revisor  
mne-nr 32802



# Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWides afdelinger er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til 2018. 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

Renter omfatter realiserede og periodiserede renter af 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 afdeling afholder sine egne omkostninger. Foreningen har overdraget den daglige administration og investeringsrådgivning til C WorldWide Fund Management, filial af C WorldWide Fund Management S.A., Luxembourg, henholdsvis C WorldWide 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 rådgivnings- og formidlingshonorar" 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 NASDAQ Copenhagen, betaling til market maker samt andre mindre poster.

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

Her indgår udenlandske udbytteskatter, som ikke kan refunderes.

## Udbytte

Alle foreningens afdelinger, bortset fra afdeling Globale Aktier – Akkumulerende KL og afdeling Globale Aktier Etik Klasse Akkumulerende, er udloddende. For disse afdelinger med undtagelse af afdeling Globale Aktier Etik Klasse udloddende betales udbytte, der opfylder kravene til minimumsindkomst i ligningslovens §16 C. Der betales derfor ikke skat direkte i afdelingerne, idet skattepligten påhviler modtageren af udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- indtjente renter og udbytter (tilgodehavende udbytteskat indgår først, når betalingen modtages)
- realiserede nettokursgevinster på valutakonti
- realiserede nettokursgevinster på aktier
- erhvervede skattepligtige nettokursgevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter samt
- fradrag for administrationsomkostninger.

Udbytteprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udbytte i procent af de cirkulerende andele i afdelingen på balancedagen. I overensstemmelse med ligningslovens §16 C nedrundes den beregnede udbytteprocent til nærmeste 0,1 procent. 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 udbytte. Beløbet "Til rådighed for udbytte" er opgjort i henhold til ligningslovens §16 C. I noterne vises opgørelsen heraf. Beløbet til rådighed for udbytte er ikke identisk med årets nettoresultat, idet det er forskellige opgørelsesmetoder.

Afdeling Globale Aktier Etik KL betragtes skattemæssigt som akkumulerende. I følge prospektet for afdelingen skal denne afdelings andelsklasse Udloddende mindst udlodde 75 pct. af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Det udloddede beløb må ikke overstige det regnskabsmæssige nettoresultat for et givent år opgjort ved regnskabsårets afslutning. Dog må årets indvundne renteindtægter og udbytter altid udloddes, selvom årets resultat måtte være negativt.

## Balancen

Balancen består af indregnede aktiver, indregnede forpligtelser, herunder hensatte forpligtelser, og investorerens formue, der udgør forskellen mellem disse aktiver og andre forpligtelser. Ved passiver forstås summen af investorerens 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 depotelskabet eller andre kreditinstitutter.

### Kapitalandele

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

Afledte finansielle instrumenter måles til dagsværdi. Positiv nettodagsværdi af afledte finansielle instrumenter indgår under aktiver og negativ nettodagsværdi 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.

### Investorenes formue

”Investorenes formue” er den formue, som tilhører investorerne. I noterne er årets ændringer i investorenes formue og cirkulerende andele specificeret.

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

”Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning” består af forskellen mellem det faktiske udloddede beløb efter generalforsamlingen og udbyttet 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 udbytte ved emissioner og indløsning” er en udlodningsmæssig regulering af udbytteopgørelsen i forbindelse med emissioner og indløsninger i overensstemmelse med ligningsloven §16 C.

”Overført til udbytte fra sidste år” er den del af udbyttet fra sidste år, som ikke blev udloddet til investorerne.

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

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

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

### Andelsklasser

Er en afdeling opdelt i flere andelsklasser, er noteoplysninger, herunder fem årsnøgletal, specificeret på de enkelte klasser, i det omfang oplysningerne er forskellige for de enkelte klasser.

### Nøgletal

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



# Nøgletal om risiko

## Nøgletal om risiko - målt på standardafvigelse og Sharpe Ratio

<b>Annualiserede standardafvigelser opgjort de seneste</b>	<b>3 år</b>	<b>5 år</b>	<b>7 år</b>	<b>10 år</b>
Afdeling Globale Aktier KL A	10,1	12,3	11,1	11,0
Benchmark <sup>1)</sup>	10,6	11,9	10,6	10,5
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL A	10,1	-	-	-
Benchmark <sup>6)</sup>	10,6	-	-	-
Afdeling Emerging Markets KL	12,4	14,8	-	-
Benchmark <sup>2)</sup>	11,6	13,6	-	-
Afdeling Danmark KL	11,9	12,7	12,0	13,7
Benchmark <sup>3)</sup>	10,5	12,0	11,3	12,7
Afdeling Stabile Aktier KL	8,6	10,4	-	-
Benchmark <sup>4)</sup>	7,7	9,4	-	-
Afdeling Asien KL A	15,2	16,7	15,3	15,7
Benchmark <sup>5)</sup>	12,5	14,3	13,1	13,5
Afdeling Globale Aktier Etik KL Udloddende	9,7	12,0	10,8	-
Benchmark <sup>6)</sup>	10,6	11,9	10,6	-

<b>Sharpe Ratio opgjort de seneste</b>	<b>3 år</b>	<b>5 år</b>	<b>7 år</b>	<b>10 år</b>
Afdeling Globale Aktier KL A	1,2	0,8	1,1	1,0
Benchmark <sup>1)</sup>	1,0	0,8	1,1	1,0
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL A	1,2	-	-	-
Benchmark <sup>6)</sup>	1,0	-	-	-
Afdeling Emerging Markets KL	1,0	0,6	-	-
Benchmark <sup>2)</sup>	0,8	0,5	-	-
Afdeling Danmark KL	0,6	0,8	1,2	0,9
Benchmark <sup>3)</sup>	1,0	1,1	1,4	1,0
Afdeling Stabile Aktier KL	1,2	0,9	-	-
Benchmark <sup>4)</sup>	1,3	1,1	-	-
Afdeling Asien KL A	0,8	0,6	0,8	0,7
Benchmark <sup>5)</sup>	0,8	0,6	0,6	0,6
Afdeling Globale Aktier Etik KL Udloddende	1,5	0,9	1,2	-
Benchmark <sup>6)</sup>	1,0	0,8	1,1	-

- 1) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive nettoudbytter i danske kroner. Frem til og med 31. december 2009 benyttede afdelingen Morgan Stanley Capital Internationals aktieverdensindeks inklusive udbytter i danske kroner som benchmark.
- 2) Benchmark er MSCI Emerging Markets indeks inklusive nettoudbytter i danske kroner.
- 3) Benchmark er NASDAQ Cph. Capindekset inklusive i danske kroner.
- 4) Benchmark er MSCI Globale lavvolatilitets aktieindeks inklusive nettoudbytter i danske kroner.
- 5) Benchmark er MSCI All Country Asienindeks, eksklusivt Japan inklusive nettoudbytter i danske kroner.
- 6) Benchmark er MSCI All Country-indeks inklusive nettoudbytter 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. De oplyste perioder er i overensstemmelse med anbefalingerne fra Finans Danmark. Klasserne i afdeling Globale Aktier KL (B, C, E), afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL (E), afdeling Globale Aktier Etik KL (Akkumulerende), afdeling Stabile Aktier KL (C) og afdeling Asien KL (C) har eksisteret mindre end 3 år, hvorfor standardafvigelse og Sharpe Ratio ikke er angivet.

Standardafvigelse, der også kaldes volatilitet, er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større standardafvigelse desto større udsving i det historiske afkast. Nøgletallet er beregnet med (n-1) frihedsgrader. Afdeling Globale Aktier KL A har målt over de seneste 10 år haft en standardafvigelse på 11,0 pct. p.a., hvilket betyder, at det gennemsnitlige årlige udsving i afkastet har været 11,0 pct.

Nøgletallet Sharpe Ratio er opfundet af den amerikanske nobelprismodtager William F. Sharpe i 1966. Sharpe Ratio måler en investerings afkast i forhold til dens risiko. Nøgletallet er beregnet med (n-1) frihedsgrader. Dermed kan nøgletallet Sharpe Ratio bruges til at sammenligne investeringer med forskellige risikoeksponeringer. Jo større Sharpe Ratio desto bedre.

**Nøgletal om grad af aktiv forvaltning - active share og tracking error**

Opgjort pr. 31.12.2019	Active share	Tracking error*
Afdeling Globale Aktier KL	89,7	3,8
Afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL	89,8	3,9
Afdeling Globale Aktier Etik KL	90,1	4,4
Afdeling Stabile Aktier KL	91,8	4,0
Afdeling Danmark KL	26,5	2,9
Afdeling Asien KL	70,8	4,9
Afdeling Emerging Markets KL	84,6	4,7

\* Tracking error er beregnet på de børsnoterede Klasser for en treårig periode.

Nøgletallene "active share" og "tracking error" er to udtryk for, hvor aktiv en afdelings investeringsstrategi er i forhold til afdelingens benchmark. Klasserne i afdeling Globale Aktier KL (B, C, E), afdeling Globale Aktier Akkumulerende KL (E), afdeling Globale Aktier Etik KL (Akkumulerende), afdeling Stabile Aktier KL (C) og afdeling Asien KL (C) har eksisteret mindre end 3 år, hvorfor "tracking error" ikke er angivet.

"Active share" er et udtryk for hvor stort sammenfald, der er mellem afdelingens investeringer og benchmark. Nøgletallet kan være mellem 0 og 100. Hvis "active share" er højt, er det udtryk for en aktiv forvaltning, altså at der er et lille sammenfald med investeringerne i benchmark. Generelt vurderer vi, at en afdeling med "active share" over 60 følger en meget aktiv strategi.

"Tracking error" er matematisk standardafvigelsen på det relative afkast mellem en afdeling og benchmark. I denne opgørelse er det udregnet annualiseret på baggrund af udviklingen de seneste tre år. "Tracking error" er et udtryk for, hvordan afdelingens afkast ventes at variere fra benchmark. En afdeling, der eksempelvis har en "tracking error" på 3, vil med ca. to tredjedele sandsynlighed præstere et afkast, som er +/- 3 pct. målt i forhold til afkastet på benchmark. En aktiv investeringsstrategi vil ofte have en "tracking error" over 3-4.

Konklusionen på de aktuelle nøgletal er, at afdelingerne med undtagelse af afdeling Danmark KL følger en meget aktiv investeringsstrategi. Det snævre investeringsunivers på det danske aktiemarked sammenholdt med placeringsreglerne i lov om investeringsforeninger m.v. gør det svært for afdeling Danmark KL at føre en mere aktiv strategi end den aktuelle.

# Globale Aktier KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Forventninger til aktiemarkederne i 2020" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har gode 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 hver dag målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudse fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens de øvrige klasser er unoterede. Klasserne er udbyttebetalende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 30. juni 1990. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode er DK0010157965, klasse B DK0060841336, klasse C DK0060841419 og klasse E DK0060916872. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtningen.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingens bedre afkast end markedet siden begyndelsen for mere end 29 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 15,3 pct. p.a. beregnet pr. 31. december 2019. I samme periode kan standardafvigelsen på verdensindekset opgøres til 14,9 pct. p.a. Afdelingens relative risiko, målt ved den aktive risiko, er beregnet til 8,1 pct. p.a. i levetiden i forhold til afkastet på verdensindekset. Det betyder, at der har været forholdsvis kraftige udsving i merafkastet 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 således betegnes som at have fokus på det absolutte frem for det relative element. Konklusionen er ligeledes, at den risiko, der har været taget i afdelingen, historisk set er blevet belønnet godt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, der ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkedsrisiko. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18.

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.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. 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.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

## Udviklingen i 2019

2019 var præget af bekymring om aftagende økonomisk vækst, handelskrigen mellem Kina og USA og de afledte effekter på særligt de asiatiske selskaber samt usikkerheden om Brexit. På trods af disse usikkerhedsfaktorer oplevede vi det stærkeste aktiemarked i 15 år, hvor MSCI verdensindekset AC steg 29,1 pct. Afdeling Globale Aktier (klasse A) skabte et afkast 31,7 pct. – et merafkast i forhold til benchmark på 2,6 procentpoint. Afdelingens afkast var højere end vores moderate forventninger ved starten af året. En væsentlig årsag til den positive afkastudvikling var, at de globale centralbanker i starten af året satte de pengepolitiske stramninger på hold. Dette skete oven på den økonomiske afmatning og uroen på aktiemarkederne i slutningen af 2018 og medførte et kraftigt fald i de lange obligationsrenter. En stor del af obligationsmarkedet blev i princippet uinteressant for langsigtede investorer, da renterne gik under nul. Investorerne søgte derfor bl.a. mod aktiemarkederne og var, sammen med en mindre vækst i selskabernes indtjening, drivkraften bag stigningerne. Indtjeningen i selskaberne steg generelt som ventet, men kombinationen af en strammere pengepolitik i særligt USA og handelskrigen mellem Kina og USA gav lavere prisfaste på aktier og derved kursfald på aktiemarkederne.

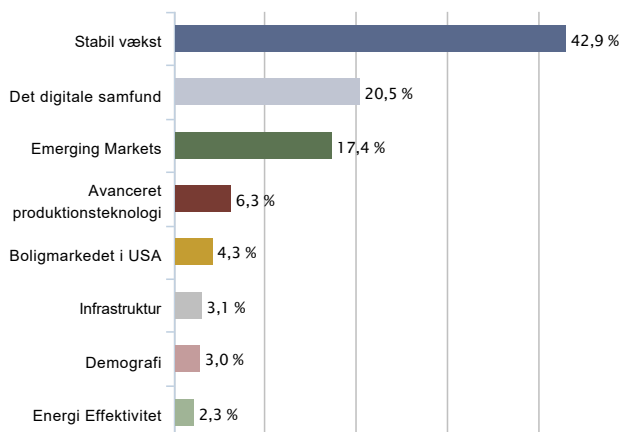
Hen over året leverede bl.a. Visa, Thermo Fisher, Atlas Copco, Keyence og American Tower meget tilfredsstillende afkast, mens investeringerne i bl.a. SAP, Bayer, Sun Hung Kai Properties skuffede i forhold til markedsudviklingen. I 2019 øgede vi vækstdelen af porteføljen med nye investeringer inden for teknologisektoren og emerging markets, mens vi reducerede lidt i de stabile vækstelskaber, hvor vi bl.a. solgte ud af alle tobaksinvesteringer.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at klasse A udbetaler 61,40 kr., klasse B udbetaler 64,80 kr., klasse C udbetaler 67,40 kr. og klasse E udbetaler 69,10 kr. andel i udbytte. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 28. januar 2020 og blev indsat på medlemmernes konto 30. januar 2020. Hele dette udbytte beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkederne. I øvrigt henvises til afsnittene ”Risiko og Risikostyring” samt ”Aktieudsigter på kanten af 2020’erne. Der har ikke været andre betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.



---

**Tema pr. 31.12.2019**


### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på det enkelte selskab samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkedene negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved endnu ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da verden overser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Herudover er der en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til udviklingen i verdensøkonomien, herunder muligheden for en længerevarende recession i verdens førende økonomi, USA. Aktuelt er økonomierne understøttede af lempelig pengepolitik og ekspansiv finanspolitik i det meste af verden, men dette kan vise sig ikke at være nok. På sigt kan stigende råvarepriser og stigende lønninger få centralbankerne til at stramme pengepolitikken.

Klimaændringer er en latent risiko, som kan påvirke økonomien i kortere eller længere perioder. Udviklingen i forholdet mellem Kina og USA er ligeledes en faktor, hvor en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina kan øge usikkerheden for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Endelig er der præsidentvalg i USA i 2020, som kan skabe usikkerhed om den fremtidige politik.

## Forventninger til afkastet i 2020

Den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 og de globale myndigheders inddæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og har medført stor volatilitet og kursfald på aktiemarkedene. Denne globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst.

Vi lever i det mest politisk kontrollerede miljø i årtier, hvor gældstyngede myndigheder verden over kontrollerer den vigtigste pris af alle, nemlig prisen på penge – renten. I mange vestlige lande skal man nu betale for det "privilegium" at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det. Obligations- og rentemarkederne er ude i ekstremer, og det skaber en langsigtet støtte til aktiemarkedene. I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu en verdensomspændende koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi vil opleve kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virusen er inddæmmed, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at aktiemarkedene har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

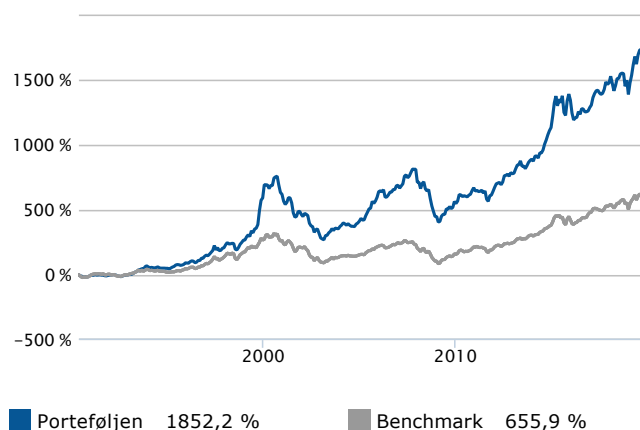
### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

## 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
HDFC	7,6 %
Visa	7,6 %
AIA Group	4,8 %
The Home Depot	4,3 %
Alphabet	4,3 %
Amazon.com	4,2 %
Thermo Fisher Scientific	4,2 %
Keyence	4,1 %
Ecolab	3,9 %
Royal Dutch Shell	3,7 %

## Afkastudvikling pr. 31.12.2019



# Resultatopgørelse

# Balance

## Globale Aktier KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	380	490
2 Renteudgifter	-65	-124
3 Udbytter	61.395	69.699
I alt renter og udbytter	61.710	70.065
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
4 Kapitalandele	920.298	-134.893
Valutakonti	-1.706	-5.953
Handelsomkostninger	-4.105	-6.380
I alt kursgevinster og -tab	914.487	-147.226
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>976.197</b>	<b>-77.161</b>
5 Administrationsomkostninger	-55.267	-57.922
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>920.930</b>	<b>-135.083</b>
6 Skat	-5.370	-7.924
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
	<b>915.560</b>	<b>-143.007</b>

## Globale Aktier KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	43.448	11.572
I alt likvide midler	43.448	11.572
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	100.280	89.371
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.512.655	3.021.491
I alt kapitalandele	3.612.935	3.110.862
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.230	2.537
Aktuelle skatteaktiver	6.571	5.694
Mellemværende vedr. handelsafvikling	771	-
I alt andre aktiver	8.572	8.231
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>3.664.955</b>	<b>3.130.665</b>
<b>PASSIVER</b>		
Investorenes formue	3.659.230	3.122.817
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	5.725	5.139
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	2.709
I alt anden gæld	5.725	7.848
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>3.664.955</b>	<b>3.130.665</b>

## Globale Aktier KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	915.560	-143.007	516.824	-119.585	698.940
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	3.659.230	3.122.817	3.905.878	4.594.311	4.868.098

1) Formue før afsat udbytte for året.

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier KL

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	380	490
I alt renteindtægter	380	490
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-65	-124
I alt renteudgifter	-65	-124
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	2.230	2.565
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	59.165	67.134
I alt udbytter	61.395	69.699
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	23.764	-10.926
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	896.534	-123.967
I alt kursgevinster og -tab	920.298	-134.893
<b>Valutakonti</b>	-1.706	-5.953
I alt valutakonti	-1.706	-5.953
Bruttohandelsomkostninger	-5.317	-9.317
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.212	2.937
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-4.105	-6.380
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>914.487</b>	<b>-147.226</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	1.451	1.727
Fast administrationshonorar	5.104	5.481
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	47.464	49.363
Øvrige omkostninger	93	91
I alt afdelingsdirekte omkostninger	54.112	56.662
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	337	347
Honorar til revisorer	161	162
Andre omkostninger ifm. formuepleje	345	342
Øvrige omkostninger	312	409
I alt andel af fællesomkostninger	1.155	1.260
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>55.267</b>	<b>57.922</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde	321	314
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

### **NOTE 6** **Skat**

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



# Noter til balance

## Globale Aktier KL

	2019	2018
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens 10 største investeringer står på side 35 i årsrapport-  
en.

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Globale Aktier KL

	2019	2018	2017	2016	2015
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	722.686	1.187.478	776.030	2.162.286	1.285.539
Kursværdi af salg af værdipapirer	1.140.911	1.786.743	1.988.246	2.214.367	1.219.296
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	1.863.597	2.974.221	2.764.276	4.376.653	2.504.835

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)	0,18	0,20	0,15	0,33	0,18
--	------	------	------	------	------

**Nøgletal:** Se side 30 og 31.

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Klasse A

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	850.556	-146.940	506.046	-199.585	698.940
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	3.382.050	2.903.361	3.487.324	4.594.311	4.868.098
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	426.661	447.030	447.855	631.851	577.833
Indre værdi	792,68	649,48	778,67	727,12	842,48
Officiel kurs	797,40	646,80	779,90	727,50	854,30
Udbytte pr. andel	61,40	49,50	96,40	44,50	77,00
Årets afkast i procent	31,7	-5,6	13,7	-4,0	17,1
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	29,1	-4,6	9,0	10,7	9,0
Sharpe ratio	1,2	0,1	0,7	0,9	1,4
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	1,9 (+0,01% indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	887.895	-109.211	Overført udbytte fra sidste år	14	171
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-37.339	-37.729	Renter og udbytter	56.219	61.000
Klassens resultat	850.556	-146.940	Ikke refunderbar udbytteskat	-4.983	-6.859
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-	4.003
Udbytteregulering	-7.897	-24.071	Udbytteregulering, indkomst	-9.289	-26.413
Overført fra sidste år	14	171	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	-7.883	-23.900	Aktier	273.139	245.703
			Valutakonti	-1.376	-4.901
Til disposition	842.673	-170.840	I alt indkomst	313.724	272.704
Forslået udbytte	-261.970	-221.280	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Overført til næste år	-105	-14	Administrationsomkostninger *)	-53.041	-53.752
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>580.598</b>	<b>-392.134</b>	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	1.392	2.342
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>			I alt til administrationsomkostninger	-51.649	-51.410
Investorerne formue (primo)	2.903.361	3.487.324	i alt til rådighed for udbytte	262.075	221.294
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-221.280	-431.732	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	752	482	Foreslået udbytte	261.970	221.280
Emissioner i året	86.266	194.191	Overført til næste år	105	14
Indløsninger i året	-237.912	-200.355		<b>262.075</b>	<b>221.294</b>
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	307	391	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	7.897	24.071	Udbyttet på 61,40 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Overført til udbytte fra sidste år	-14	-171			
Overført til udbytte næste år	105	14			
Foreslået udbytte	261.970	221.280			
Overført fra resultatopgørelsen	580.598	-392.134			
I alt Investorerne formue	3.382.050	2.903.361			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	447.030	447.855			
Emissioner i året	12.798	27.839			
Indløsninger i året	-31.167	-28.664			
Cirkulerende andele ultimo året	426.661	447.030			

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Klasse B

Nøgletal	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	813	-243	368
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	1.661	3.750	12.046
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	209	575	1.544
Indre værdi	795,63	652,07	780,19
Udbytte pr. andel	64,80	52,60	98,00
Årets afkast i procent	32,3	-5,2	4,9
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	29,1	-4,6	5,8
Sharpe ratio	-	-	-
Omkostningsprocent	1,1	1,3	1,3
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	( +0,01% indirekte handelsomkostninger) 1,4		

Klassen blev introduceret den 29. juni 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	832	-167	Overført udbytte fra sidste år	-	1
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-19	-76	Renter og udbytter	30	186
Klassens resultat	813	-243	Ikke refunderbar udbytteskat	-4	-21
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-	22
Udbytteregulering	3	13	Udbytteregulering, indkomst	-5	-34
Overført fra sidste år	-	1	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	3	14	Aktier	134	317
			Valutakonti	-1	-88
Til disposition	816	-229	I alt indkomst	154	383
Forslået udbytte	-135	-303	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Overført til næste år	-	-	Administrationsomkostninger *)	-27	-127
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>681</b>	<b>-532</b>	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	8	47
<b>Investorerens formue i 1.000 DKK</b>			I alt til administrationsomkostninger	-19	-80
Investorerens formue (primo)	3.750	12.046	i alt til rådighed for udbytte	135	303
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-303	-1.513	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	13	26	Foreslået udbytte	135	303
Emissioner i året	869	343	Overført til næste år	-	-
Indløsninger i året	-3.481	-6.927		<b>135</b>	<b>303</b>
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	-	18	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-3	-13	Udbyttet på 64,80 kr. pr. andel er aktieindkomst.		
Overført til udbytte fra sidste år	-	-1	Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Overført til udbytte næste år	-	-			
Foreslået udbytte	135	303			
Overført fra resultatopgørelsen	681	-532			
I alt Investorerens formue	1.661	3.750			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	575	1.544			
Emissioner i året	122	43			
Indløsninger i året	-488	-1.012			
Cirkulerende andele ultimo året	209	575			

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Klasse C

Nøgletal	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	64.190	4.176	10.410
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	275.511	215.699	406.500
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	34.523	32.951	51.999
Indre værdi	798,05	654,61	781,74
Udbytte pr. andel	67,40	55,40	99,70
Årets afkast i procent	32,7	-4,8	5,1
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	29,1	-4,6	5,8
Sharpe ratio	-	-	-
Omkostningsprocent	0,9	0,9	0,9
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,01% indirekte handelsomkostninger) 1,1		

Klassen blev introduceret den 29. juni 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	65.111	5.929	Overført udbytte fra sidste år	15	37
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-921	-1.753	Renter og udbytter	4.552	8.879
Klassens resultat	64.190	4.176	Ikke refunderbar udbytteskat	-382	-1.043
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat	-	-1.820
Udbytteregulering	-810	-1.015	Udbytteregulering, indkomst	-756	-1.961
Overført fra sidste år	15	37	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	-795	-978	Aktier	22.233	18.238
			Valutakonti	-112	-963
Til disposition	63.395	3.198	I alt indkomst	25.550	21.367
Forslået udbytte	-23.269	-18.255	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Overført til næste år	-28	-15	Administrationsomkostninger *)	-2.199	-4.043
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>40.098</b>	<b>-15.072</b>	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-54	946
<b>Investorernes formue i 1.000 DKK</b>			I alt til administrationsomkostninger	-2.253	-3.097
Investorernes formue (primo)	215.699	406.500	i alt til rådighed for udbytte	23.297	18.270
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-18.255	-51.843	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-71	-455	Foreslået udbytte	23.269	18.255
Emissioner i året	83.894	259.740	Overført til næste år	28	15
Indløsninger i året	-70.136	-403.179		<b>23.297</b>	<b>18.270</b>
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	190	760	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	810	1.015	Udbyttet på 67,40 kr. pr. andel er aktieindkomst.		
Overført til udbytte fra sidste år	-15	-37	Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Overført til udbytte næste år	28	15			
Foreslået udbytte	23.269	18.255			
Overført fra resultatopgørelsen	40.098	-15.072			
I alt Investorernes formue	275.511	215.699			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	32.951	51.999			
Emissioner i året	11.571	37.627			
Indløsninger i året	-9.999	-56.675			
Cirkulerende andele ultimo året	34.523	32.951			



# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Klasse E

Nøgletal	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	2	-	-
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	8	7	8
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1	1	1
Indre værdi	796,38	653,20	779,68
Udbytte pr. andel	69,10	56,80	100,80
Årets afkast i procent	33,0	-4,6	0,3
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	29,1	-4,6	1,5
Sharpe ratio	-	-	-
Omkostningsprocent	0,7	0,7	0,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	( +0,01% indirekte handelsomkostninger) 0,9		

Klassen blev introduceret den 17. november 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	2	-	Overført udbytte fra sidste år	-	-
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-	Renter og udbytter	-	-
Klassens resultat	2	-	Ikke refunderbar udbytteskat	-	-
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-	-
Udbytteregulering	-	-	Udbytteregulering, indkomst	-	-
Overført fra sidste år	-	-	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	-	-	Aktier	1	1
			Valutakonti	-	-
			I alt indkomst	1	1
Til disposition	2	-	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Forslået udbytte	-1	-1	Administrationsomkostninger *)	-	-
Overført til næste år	-	-	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-	-
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>1</b>	<b>-1</b>	I alt til administrationsomkostninger	-	-
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>			i alt til rådighed for udbytte	1	1
Investorerne formue (primo)	7	8			
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-1	-1	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	-	-	Foreslået udbytte	1	1
Emissioner i året	-	-	Overført til næste år	-	-
Indløsninger i året	-	-		1	1
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	-	-			
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-	-			
Overført til udbytte fra sidste år	-	-			
Overført til udbytte næste år	-	-			
Foreslået udbytte	1	1			
Overført fra resultatopgørelsen	1	-1			
I alt Investorerne formue	8	7			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	1	1			
Emissioner i året	-	-			
Indløsninger i året	-	-			
Cirkulerende andele ultimo året	1	1			

\*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 69,10 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Globale Aktier Akkumulerende KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har gode 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 hver dag målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudse fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens klasse E er unoteret.

Klasserne er akkumulerende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 9. december 2015. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode DK0060655702, mens klasse C har DK0060917094. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtningen.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkedsrisiko. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18.

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.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. 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.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

### Udviklingen i 2019

2019 var præget af bekymring om aftagende økonomisk vækst, handelskrigen mellem Kina og USA, de afledte effekter på særligt de asiatiske selskaber samt usikkerheden om Brexit. På trods af disse usikkerhedsfaktorer oplevede vi det stærkeste aktiemarked i 15 år, hvor MSCI verdensindekset AC steg 29,1 pct.

Afdeling Globale Aktier Akkumulerende (klasse A) skabte et afkast 31,8 pct. – altså et merafkast i forhold til benchmark på 2,7 procentpoint. Afdelingens afkast var højere end vores forventninger ved starten af året. En væsentlig årsag til den positive afkastudvikling var, at de globale centralbanker i starten af året satte de pengepolitiske stramninger på hold. Dette skete oven på den økonomiske afmatning og uroen på aktiemarkederne i slutningen af 2018 og medførte et kraftigt fald i de lange obligationsrenter. En stor del af obligationsmarkedet blev i princippet uinteressant for langsigtede investorer, da renterne gik under nul. Investorerne søgte derfor bl.a. mod aktiemarkederne og var, sammen med en mindre vækst i selskabernes indtjening, drivkraften bag stigningerne. Indtjeningen i selskaberne steg generelt som ventet, men kombinationen af en strammere pengepolitik særligt i USA og handelskrigen mellem Kina og USA gav lavere prisfastsættelse på aktier og derved kursfald på aktiemarkederne.

Hen over året leverede bl.a. Visa, Thermo Fisher, Atlas Copco, Keyence og American Tower meget tilfredsstillende afkast, mens investeringerne i bl.a. SAP, Bayer, Sun Hung Kai Properties skuffede i forhold til markedsudviklingen.

I 2019 øgede vi vækst delen af porteføljen med nye investeringer inden for teknologisektoren og emerging markets, mens vi reducerede lidt i de stabile vækstselskaber, hvor vi bl.a. solgte ud af alle tobaksinvesteringer.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkederne. I øvrigt henvises til afsnittene "Risiko og Risikostyring" samt "Aktieudsigter på kanten af 2020"erne. Der har ikke været andre betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på det enkelte selskab samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkederne negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved endnu ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da verden overser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Herudover er der en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til udviklingen i verdensøkonomien, herunder muligheden for en længerevarende recession i verdens førende økonomi, USA. Aktuelt er økonomierne understøttede af lempelig pengepolitik og ekspansiv finanspolitik i det meste af verden, men dette kan vise sig ikke at være nok. På sigt kan stigende råvarepriser og stigende lønninger få centralbankerne til at stramme pengepolitikken.

Klimaændringer er en latent risiko, som kan påvirke økonomien i kortere eller længere perioder. Udviklingen i forholdet mellem Kina og USA er ligeledes en faktor, hvor en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina kan øge usikkerheden for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Endelig er der præsidentvalg i USA i 2020, som kan skabe usikkerhed om den fremtidige politik.

## Forventninger til afkastet i 2020

Den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og de globale myndigheders inddæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og har medført stor volatilitet og kursfald på aktiemarkedene. Denne globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst.

Vi lever i det mest politisk kontrollerede miljø i årtier, hvor gældstyngede myndigheder verden over kontrollerer den vigtigste pris af alle, nemlig prisen på penge – renten. I mange vestlige lande skal man nu betale for det "privilegium" at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det. Obligations- og rentemarkederne er ude i ekstremer, og det skaber en langsigtet støtte til aktiemarkedene. I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu en verdensomspændende koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi vil opleve kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virussen er inddæmnet, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at aktiemarkedene har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

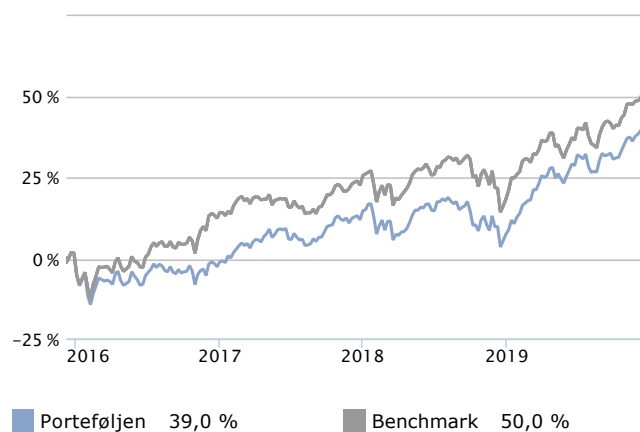
### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

## 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
HDFC Bank	7,7 %
Visa	7,6 %
AIA Group	4,9 %
The Home Depot	4,4 %
Alphabet	4,3 %
Amazon.com	4,2 %
Thermo Fisher Scientific	4,1 %
Keyence	4,1 %
Ecolab	3,9 %
Royal Dutch Shell	3,7 %

## Afkastudvikling pr. 31.12.2019





# Resultatopgørelse      Balance

## Globale Aktier Akkumulerende KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	33	43
2 Renteudgifter	-20	-20
3 Udbytter	5.613	4.983
I alt renter og udbytter	5.626	5.006
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
4 Kapitalandele	83.700	-15.511
Valutakonti	-177	-19
Handelsomkostninger	-247	-297
I alt kursgevinster og -tab	83.276	-15.827
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>88.902</b>	<b>-10.821</b>
5 Administrationsomkostninger	-5.335	-4.568
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>-83.567</b>	<b>-15.389</b>
6 Skat	-723	-534
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
	<b>82.844</b>	<b>-15.923</b>

## Globale Aktier Akkumulerende KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	7.385	2.684
I alt likvide midler	7.385	2.684
<b>Kapitalandele</b>		
7 Noterede aktier fra danske selskaber	9.513	7.617
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	331.024	255.379
I alt kapitalandele	340.537	262.996
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	116	212
Aktuelle skatteaktiver	342	204
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.968	-
I alt andre aktiver	2.426	416
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>350.348</b>	<b>266.096</b>
<b>PASSIVER</b>		
Investorenes formue		
	349.801	265.672
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	547	424
I alt anden gæld	547	424
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>350.348</b>	<b>266.096</b>

## Globale Aktier Akkumulerende KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	82.844	-15.923	24.746	353
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	349.802	265.672	226.510	157.099

Afdelingen blev introduceret den 9. december 2015, og alle angivne nøgletal fra 2016 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier Akkumulerende KL

	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	33	43
I alt renteindtægter	33	43
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-20	-20
I alt renteudgifter	-20	-20
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	206	183
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.407	4.800
I alt udbytter	5.613	4.983
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	2.169	-771
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	81.531	-14.740
I alt kursgevinster og -tab	83.700	-15.511
<b>Valutakonti</b>		
	-177	-19
I alt valutakonti	-177	-19
Bruttohandelsomkostninger	-571	-547
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	324	250
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-247	-297
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>83.276</b>	<b>-15.827</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	184	159
Fast administrationshonorar	472	404
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	4.558	3.905
Øvrige omkostninger	13	11
I alt afdelingsdirekte omkostninger	5.227	4.479
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	32	22
Honorar til revisorer	15	14
Andre omkostninger ifm. formuepleje	33	25
Øvrige omkostninger	28	28
I alt andel af fællesomkostninger	108	89
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>5.335</b>	<b>4.568</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	<b>2019</b>	<b>2018</b>
	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde	321	314
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

### **NOTE 6** **Skat**

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

# Noter til balance

## Globale Aktier Akkumulerende KL

	2019	2018
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Porteføljens 10 største investeringer står på side 46 i årsrapport- en.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Globale Aktier Akkumulerende KL

	2019	2018	2017	09.12.2015 - 31.12.2016
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	104.861	108.231	119.991	206.284
Kursværdi af salg af værdipapirer	111.020	52.191	76.133	54.090
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	215.881	160.422	196.124	260.374
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)	0,15	0,14	0,09	0,28
<b>Nøgletal:</b> Se side 30 og 31.				

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Akkumulerende Klasse A

Nøgletal	2019	2018	2017	2016
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	82.844	-15.923	24.746	353
Formue (1.000 kr.)	349.801	265.671	226.509	157.099
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	251.611	251.826	203.176	161.805
Indre værdi	139,02	105,50	111,48	97,09
Officiel kurs	137,70	105,40	113,00	96,65
Årets afkast i procent	31,8	-5,4	14,8	-2,9
Årets afkast på benchmark <sup>1)</sup> i procent	29,1	-4,6	9,0	11,7
Sharpe ratio	1,2	0,2	-	-
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,7	1,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	1,9 (+0,01% indirekte handelsomkostninger)			

Afdelingen blev introduceret den 10. december 2015, og alle angivne nøgletal fra 2016 er fra denne dato.

1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	86.593	-12.711
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-3.749	-3.212
Klassens resultat	82.844	-15.923
<b>Investorerne formue</b>		
Investorerne formue (primo)	265.671	226.509
Emissioner i året	66.978	69.159
Indløsninger i året	-65.841	-14.157
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	149	83
Overført fra resultatopgørelsen	82.844	-15.923
I alt Investorerne formue	349.801	265.671
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>	<b>2019</b>	<b>2018</b>
Cirkulerende andele primo året	251.826	203.176
Emissioner i året	51.385	61.700
Indløsninger i året	-51.600	-13.050
Cirkulerende Andele ultimo året	251.611	251.826

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Akkumulerende Klasse E

Nøgletal	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	-	-	-
Formue (1.000 kr.)	1	1	1
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1	1	1
Indre værdi	141,93	106,71	111,63
Årets afkast i procent	33,0	-4,4	0,5
Årets afkast på benchmark <sup>1)</sup> i procent	29,1	-4,6	1,5
Sharpe ratio	-	-	-
Omkostningsprocent	0,7	0,7	0,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	( +0,01% indirekte handelsomkostninger) 0,9		

Afdelingen blev introduceret den 17. november 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato.

1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	-	-
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-
Klassens resultat	-	-
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>		
Investorerne formue (primo)	1	1
Emissioner i året	-	-
Indløsninger i året	-	-
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	-	-
Overført fra resultatopgørelsen	-	-
I alt Investorerne formue	1	1
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>		
Cirkulerende andele primo året	1	1
Emissioner i året	-	-
Indløsninger i året	-	-
Cirkulerende andele ultimo året	1	1





# Globale Aktier Etik KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast via investeringer, som vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd. Ambitionen er at skabe et afkast, som er bedre end verdensindekset, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på verdensindekset. Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen vil investere i selskaber, som vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd. Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig andel af deres aktiviteter inden for produktion, distribution og salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, fossile brændstoffer, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Et eksternt analysefirma bistår foreningen i overvågningen af selskabernes samfundsansvarlige adfærd.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret på få langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i 25-35 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 hver dag målrettet på at forstå fremtidens trends. Men at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier er vigtigere end at forsøge at forudse fremtiden. Afdelingen investerer uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i noterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Der er oprettet to andelsklasser, klasse Udloddende (fondskode DK0060287217) og klasse Akkumulerende (fondskode DK0061114089). Klasse udloddende er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, og afdelingen udbetaler et årligt udbytte, mens klasse Akkumulerende er unoteret. Privates frie midler beskattes efter lagerprincippet. Afdelingen (Klasse udloddende) blev introduceret 7. marts 2011. Benchmark er MSCI All Country verdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtningen.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller

længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end den generelle aktiemarkedsrisiko. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. 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.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmessige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

### Udviklingen i 2019

2019 var præget af bekymring om aftagende økonomisk vækst, handelskrigen mellem Kina og USA og de afledte effekter på særligt de asiatiske selskaber samt usikkerheden om Brexit. På trods af disse usikkerhedsfaktorer oplevede vi det stærkeste aktiemarked i 15 år, hvor MSCI verdensindekset AC steg 29,1 pct. Afdeling Globale Aktier Etik (klasse Udloddende) skabte et afkast 34,9 pct. – et merafkast i forhold til benchmark på 5,8 procentpoint. Afdelingens afkast var højere end vores forventninger ved starten af året. En væsentlig årsag til den positive afkastudvikling var, at de globale centralbanker i starten af året satte de pengepolitiske stramninger på hold. Dette skete oven på den økonomiske afmatning og uroen på aktiemarkederne i slutningen af 2018, som medførte et kraftigt fald i de lange obligationsrenter. En stor del af obligationsmarkedet blev i princippet uinteressant for langsigtede investorer, da renterne gik under nul. Investorerne søgte derfor bl.a. mod aktiemarkederne og var, sammen med en mindre vækst i selskabernes indtjening, drivkraften bag stigningerne. Indtjeningen i selskaberne steg generelt som ventet, men kombinationen af en strammere pengepolitik i særligt USA og handelskrigen mellem Kina og USA gav lavere prisfaste på aktier og derved kursfald på aktiemarkederne.

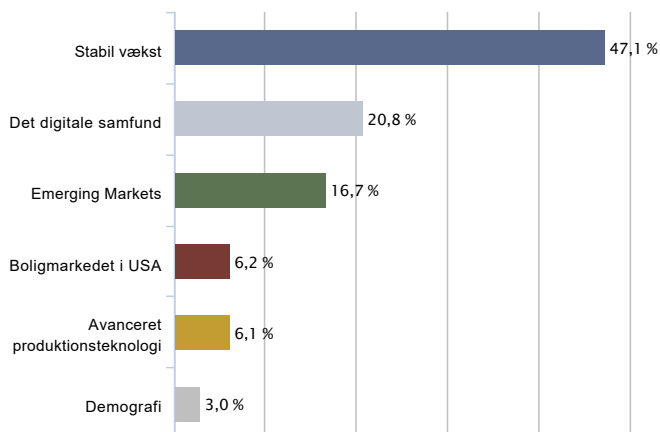
Hen over året leverede bl.a. Visa, Thermo Fisher, Atlas Copco, Keyence, Hoya og American Tower meget tilfredsstillende afkast, mens investeringerne i bl.a. SAP, Bayer, Sun Hung Kai Properties skuffede i forhold til markedsudviklingen.

I 2019 øgede vi vækst delen af porteføljen med nye investeringer inden for teknologisektoren og emerging markets, mens vi reducerede i de stabile vækst selskaber.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at klasse udloddende udbetaler 29,10 kr. pr. andel i udbytte. Dette opfylder betingelserne i afdelingens prospekt om, at klasse udloddende udbetaler et årligt udbytte svarende til mindst 75 pct. af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Udbyttet fragik således klassens indre værdi 28. januar 2020 og blev indsat på medlemmernes konto 30. januar 2020. Hele dette udbytte beskattes som kapitalindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkederne. I øvrigt henvises til afsnittene ”Risiko og Risikostyring” samt ”Aktieudsigter på kanten af 2020’erne. Der har ikke været andre betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

---

**Tema pr. 31.12.2019**


### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på det enkelte selskab samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkedene negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved endnu ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da verden overser politiske stimuleringsiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Herudover er der en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til udviklingen i verdensøkonomien, herunder muligheden for en længerevarende recession i verdens førende økonomi, USA. Aktuelt er økonomierne understøttede af lempelig pengepolitik og ekspansiv finanspolitik i det meste af verden, men dette kan vise sig ikke at være nok. På sigt kan stigende råvarepriser og stigende lønninger få centralbankerne til at stramme pengepolitikken.

Klimaændringer er en latent risiko, som kan påvirke økonomien i kortere eller længere perioder. Udviklingen i forholdet mellem Kina og USA er ligeledes en faktor, hvor en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina kan øge usikkerheden for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Endelig er der præsidentvalg i USA i 2020, som kan skabe usikkerhed om den fremtidige politik.

## Forventninger til afkastet i 2020

Den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 og de globale myndigheders ind-dæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og har medført stor volatilitet og kursfald på aktiemarkedene. Denne globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst.

Vi lever i det mest politisk kontrollerede miljø i årtier, hvor gældstyngede myndigheder verden over kontrollerer den vigtigste pris af alle, nemlig prisen på penge – renten. I mange vestlige lande skal man nu betale for det "privilegium" at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det. Obligations- og rentemarkederne er ude i ekstremer, og det skaber en langsigtet støtte til aktiemarkedene. I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu en verdensomspændende koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi vil opleve kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virusen er inddæmnet, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at aktiemarkedene har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

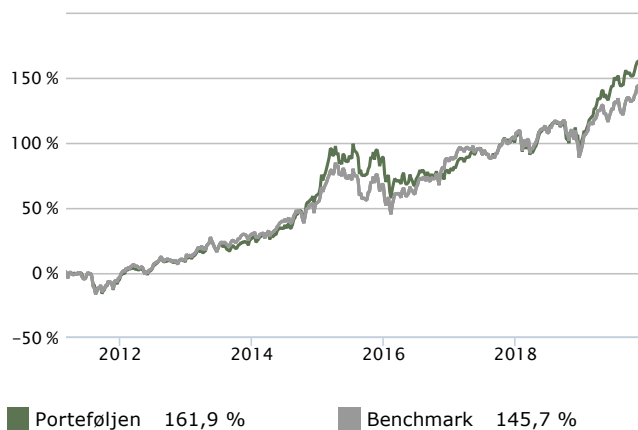
### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkast-tal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

## 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
Visa	8,1 %
HDFC Bank	7,3 %
AIA Group	4,5 %
Nestle	4,4 %
The Home Depot	4,3 %
Alphabet	4,3 %
Thermo Fisher Scientific	4,2 %
Sony	4,1 %
Procter & Gamble	4,1 %
Coca-Cola	4,1 %

## Afkastudvikling pr. 31.12.2019



# Resultatopgørelse

# Balance

## Globale Aktier Etik KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	99	69
2 Renteudgifter	-28	-36
3 Udbytter	9.904	9.830
I alt renter og udbytter	9.975	9.863
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
4 Kapitalandele	192.957	-2.022
Valutakonti	85	-183
Handelsomkostninger	-583	-697
I alt kursgevinster og -tab	192.459	-2.902
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>202.434</b>	<b>6.961</b>
5 Administrationsomkostninger	-10.965	-9.687
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>191.469</b>	<b>-2.726</b>
6 Skat	-1.173	-1.310
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
	<b>190.296</b>	<b>-4.036</b>

## Globale Aktier Etik KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	10.005	9.870
I alt likvide midler	10.005	9.870
<b>Kapitalandele</b>		
7 Noterede aktier fra danske selskaber	21.778	21.536
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	730.108	521.063
I alt kapitalandele	751.886	542.599
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	235	146
Aktuelle skatteaktiver	861	933
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.161	-
I alt andre aktiver	4.257	1.079
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>766.148</b>	<b>553.548</b>
<b>PASSIVER</b>		
Investorerens formue		
	763.114	551.888
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	3.034	1.660
I alt anden gæld	3.034	1.660
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>766.148</b>	<b>553.548</b>

## Globale Aktier Etik KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	190.296	-4.036	59.598	-34.970	70.437
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	736.114	551.888	514.366	448.366	515.628

1) Formue før afsat udbytte for året.



# Noter til resultatopgørelse

## Globale Aktier Etik KL

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	99	69
I alt renteindtægter	99	69
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-28	-36
I alt renteudgifter	-28	-36
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	572	589
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	9.332	9.241
I alt udbytter	9.904	9.830
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	5.733	-2.660
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	187.224	638
I alt kursgevinster og -tab	192.957	-2.022
<b>Valutakonti</b>		
I alt valutakonti	85	-183
Bruttohandelsomkostninger	-777	-1.034
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	194	337
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-583	-697
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>192.459</b>	<b>-2.902</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	267	235
Fast administrationshonorar	988	867
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	9.534	8.384
Øvrige omkostninger	13	18
I alt afdelingsdirekte omkostninger	10.802	9.504
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	65	58
Honorar til revisorer	31	27
Andre omkostninger ifm. formuepleje	18	43
Øvrige omkostninger	49	55
I alt andel af fællesomkostninger	163	183
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>10.965</b>	<b>9.687</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

### **NOTE 6** **Skat**

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

# Noter til balance

## Globale Aktier Etik KL

	2019	2018
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens 10 største investeringer står på side 55 i årsrapport-  
en.

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Globale Aktier Etik KL

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	144.687	174.608	115.007	153.338	184.516
Kursværdi af salg af værdipapirer	128.357	138.051	109.779	190.942	135.733
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	273.044	312.659	224.786	344.280	320.249

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>	0,15	0,13	0,14	0,28	0,21
----------------------------	------	------	------	------	------

(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)

**Nøgletal:** Se side 30 og 31.

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Etik klasse udloddende

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	47.630	12.354	59.598	-34.970	70.437
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	207.635	145.641	514.366	448.366	515.628
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	140.894	131.021	420.600	416.060	379.178
Indre værdi	147,37	111,16	122,29	107,76	135,99
Officiel kurs	147,50	110,45	122,20	109,50	137,90
Udbytte pr. andel	29,10	1,95	11,00	0,00	18,50
Årets afkast i procent	34,9	-0,6	13,5	-6,6	18,4
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	29,1	-4,6	9,0	10,7	9,0
Sharpe ratio	1,5	0,2	0,6	0,9	1,6
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,8	1,8	1,8
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	1,9 (+0,01% indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country-indeks inklusive udbytter i danske kroner.

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Foreslået udbytte	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Andel af resultat af fællesporteføljen	49.558	18.865	Foreslået udbytte (29,10 kr. pr. andel)	41.000	2.603
Klassespecifikke administrations omkostninger	-1.928	-6.511	Andelsklasse udloddende er udbyttegivende og udbetaler et årligt udbytte svarende til mindst til 75% af årets resultat målt på udviklingen i klassens indre værdi. Det udloddede beløb må dog ikke overstige det regnskabsmæssige nettoresultat for et givent år opgjort ved regnskabsårets afslutning. Hvis afkastet i regnskabsåret målt på indre værdi har været negativ, må årets indvundne renteindtægter og udbytter dog altid udloddes.		
Klassens resultat	47.630	12.354	Bestyrelsen foreslår, at andelsklassen udlodder 29,10 pr. andel for regnskabsåret 2019, hele udbyttet er kapitalindkomst.		
<b>Formuebevægelser</b>					
Forslået udbytte	-41.000	-2.603			
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>6.630</b>	<b>9.751</b>			
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>					
Investorerne formue (primo)	145.641	514.366			
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-2.603	-46.266			
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	235	-143			
Emissioner i året	45.041	125.810			
Indløsninger i året	-28.393	-460.604			
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	84	124			
Foreslået udbytte	41.000	2.603			
Overført fra resultatopgørelsen	6.630	9.751			
I alt Investorerne formue	207.635	145.641			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	131.021	420.600			
Emissioner i året	32.173	108.891			
Indløsninger i året	-22.300	-398.470			
Cirkulerende andele ultimo året	140.894	131.021			

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Globale Aktier Etik klasse Akkumulerende

<b>Nøgletal</b>	<b>2019</b>	<b>13.12.2018 - 31.12.2018</b>
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	142.665	-16.389
Formue (1.000 kr.)	555.479	406.248
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	370.475	365.470
Indre værdi	149,94	111,16
Årets afkast i procent	34,9	-4,1
Årets afkast på benchmark <sup>1)</sup> i procent	29,1	-4,9
Sharpe ratio	-	-
Omkostningsprocent	1,7	1,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %) (+0,01% indirekte handelsomkostninger)	1,9	

Klassen blev introduceret den 13. december 2018, og alle angivne nøgletal fra 2018 er fra denne dato.

1) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals All Country - indeks, inklusive udbytter i danske kroner.

<b>Klassens resultatposter i 1.000 DKK</b>	<b>2019</b>	<b>13.12.2018 - 31.12.2018</b>
Andel af resultat af fællesporteføljen	148.441	-16.177
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-5.776	-212
Klassens resultat	142.665	-16.389
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>142.665</b>	<b>-16.389</b>
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>		
Investorerne formue (primo)	406.248	-
Emissioner i året	6.627	422.637
Indløsninger i året	-62	-
Emissionsindtægt/indløsningsfradrag	1	-
Overført fra resultatopgørelsen	142.665	-16.389
I alt Investorerne formue	555.479	406.248
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>		
Cirkulerende andele primo året	365.470	-
Emissioner i året	5.051	365.470
Indløsninger i året	-46	-
Cirkulerende andele ultimo året	370.475	365.470

# Stabile Aktier KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Målsætningen er på langt sigt at skabe et højere afkast end MSCI's globale indeks for stabile aktier, og samtidig holde en risiko, der er lavere end på det globale aktiemarked. Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer, som forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle aktiemarked. Porteføljen består af 40-60 selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt. Afdelingen investerer hovedsageligt i selskaber, der tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving. I udvælgelsesprocessen er der fokus på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling. Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget. Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens klasse C er unoteret. Klasserne er udbyttebetalende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 23. maj 2005. Benchmark er MSCI AC World Minimum Volatility inkl. geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode DK0010312529 og klasse C har DK0061142296. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtningen.

## Risikoprofil m.v.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau som, målt på standardafvigelsen, forventes at ligge under niveauet på det generelle aktiemarkeds risiko. Udsvingene i den indre værdi set over en længere periode ventes således at ligge under niveauet for en normal bred aktieafdeling som eksempelvis afdeling Globale Aktier KL. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere perioder have et risikoniveau, som ligger højere end det generelle aktiemarkeds risiko. På risikoindikatoren er afdelingen aktuelt placeret i kategori 5 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18.

For at sikre fastholdelse af risikoprofilen udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelser, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelser. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljens



samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljeinvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksponering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. 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.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

### Udviklingen i 2019

Afdelingen skabte i 2019 et afkast på 30,7 pct., mens benchmark steg 23,5 pct. Afdelingens afkast var højere end vores moderat positive forventninger ved indgangen til 2019, hvilket primært skyldes gode solide regnskaber fra vores selskaber kombineret med investorernes villighed til at betale mere for en indtjeningskrone. Det positive relative afkast var bredt funderet med bedre afkast i 9 ud af 11 sektorer, hvor specielt aktievalget inden for IT, forsyning, kommunikation, ejendomme og industri var positivt, mens investeringerne inden for konsumentvarer og sundhed trak ned. På regionsniveau var der positivt absolut som relativt afkast i alle væsentlige regioner (USA, Asien og Europa).

Årets bedste aktie var den engelsk-baserede betalingsudbyder Worldpay, der steg med over 80 pct. efter den blev opkøbt af Fidelity National Information Services. Derudover steg KDC, der ejer datacentre globalt med over 65 pct. Årets skuffelse var den amerikanske fødevarer-gigant Kraft Heinz, som faldt med 24 pct. efter en skuffende udvikling i salg og indtjening, hvilket medførte, at vi solgte aktien. Derudover skuffede den amerikanske apoteker-kæde CVS Health med et kursfald på knap 14 pct., og den blev ligeledes solgt.

Det globale renteniveau er fortsat lavt på trods af den økonomiske fremgang, og dette understøtter efterspørgslen på aktiver, der genererer en stabil indtjening. Prisfastsættelsen på udvalgte selskaber er derfor relativt høj, og det gør det endnu vigtigere at udvælge sine aktier med omhu. Vi tilpasser løbende porteføljen med en strategi om at finde den rette sammensætning af kvalitetsselskaber med stabile forretningsmodeller, der kan købes til en attraktiv pris uden at påføre porteføljen unødigt risiko.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 7,00 kr. pr. andel i udbytte. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 28. januar 2020 og blev indsat på medlemmernes konto 30. januar 2020. Hele udbyttet beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkedene. I øvrigt henvises til afsnittene "Risiko og Risikostyring" samt "Aktieudsigter på kanten af 2020'erne". Der har ikke været andre betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, er der en forretningsmæssig risiko i udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på det enkelte selskab samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkederne negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved endnu ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da verden overser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Herudover er der en række større og mindre risici, når vi ser på den globale økonomi og aktiemarkedet generelt. De største risici knytter sig til udviklingen i verdensøkonomien, herunder muligheden for en længerevarende recession i verdens førende økonomi, USA. Aktuelt er økonomierne understøttede af lempelig pengepolitik og ekspansiv finanspolitik i det meste af verden, men dette kan vise sig ikke at være nok. På sigt kan stigende råvarepriser og stigende lønninger få centralbankerne til at stramme pengepolitikken.

Klimaændringer er en latent risiko, som kan påvirke økonomien i kortere eller længere perioder. Udviklingen i forholdet mellem Kina og USA er ligeledes en faktor, hvor en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina kan øge usikkerheden for en række lande i emerging markets, herunder Kina. Endelig er der præsidentvalg i USA i 2020, som kan skabe usikkerhed om den fremtidige politik.

## Forventninger til afkastet i 2020

Den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og de globale myndigheders inddæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og har medført stor volatilitet og kursfald på aktiemarkedene. Denne globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst.

Vi lever i det mest politisk kontrollerede miljø i årtier, hvor gældstyngede myndigheder verden over kontrollerer den vigtigste pris af alle, nemlig prisen på penge – renten. I mange vestlige lande skal man nu betale for det "privilegium" at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det. Obligations- og rentemarkederne er ude i ekstremer, og det skaber en langsigtet støtte til aktiemarkedene. I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu en verdensomspændende koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi vil opleve kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virussen er inddæmnet, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at aktiemarkedene har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

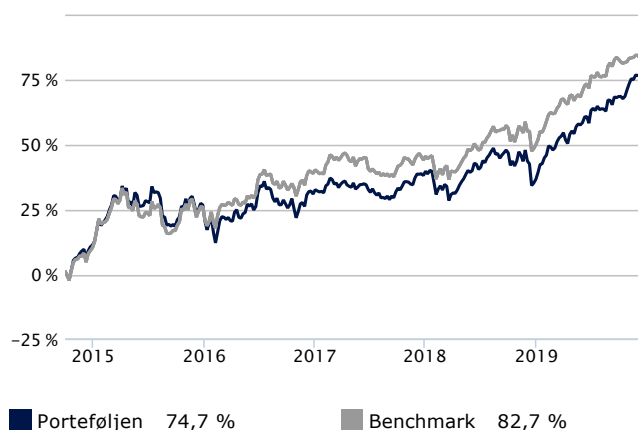
### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

## 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
Annaly Capital Management	4,6 %
Atlantica Yield	4,5 %
Fiserv	3,9 %
STORE Capital	3,9 %
Aroundtown	3,9 %
United Health	3,8 %
Grand City Properties	3,7 %
Wheaton Precious Metals	3,7 %
Amdocs	3,6 %
Progressive Corp	3,5 %

## Afkastudvikling pr. 31.12.2019



# Resultatopgørelse Balance

## Stabile Aktier KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	61	29
2 Renteudgifter	-24	-9
3 Udbytter	6.684	5.530
I alt renter og udbytter	6.721	5.550
<b>4 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	48.884	-3.973
Valutakonti	202	285
Handelsomkostninger	-592	-474
I alt kursgevinster og -tab	48.494	-4.162
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>55.215</b>	<b>1.388</b>
5 Administrationsomkostninger	-3.164	-2.977
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>52.051</b>	<b>-1.589</b>
6 Skat	-692	-351
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
	<b>51.359</b>	<b>-1.940</b>

## Stabile Aktier KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	2.710	1.302
I alt likvide midler	2.710	1.302
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	267.246	155.432
I alt kapitalandele	267.246	155.432
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	839	169
Aktuelle skatteaktiver	86	93
Mellemværende vedr. handelsafvikling	988	-
I alt andre aktiver	1.913	262
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>271.869</b>	<b>156.996</b>
<b>PASSIVER</b>		
Investorernes formue	271.483	156.716
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	386	280
I alt anden gæld	386	280
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>271.869</b>	<b>156.996</b>

## Stabile Aktier KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	51.359	-1.940	11.204	6.362	10.465
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	271.483	156.716	194.859	215.461	214.278

1) Formue før afsat udbytte for året.

# Noter til resultatopgørelse

## Stabile Aktier KL

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	61	29
I alt renteindtægter	61	29
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-24	-9
I alt renteudgifter	-24	-9
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	-	320
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.684	5.210
I alt udbytter	6.684	5.530
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	-	-3.315
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	48.884	-658
I alt kursgevinster og -tab	48.884	-3.973
<b>Valutakonti</b>		
I alt valutakonti	202	285
Bruttohandelsomkostninger	-763	-571
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	171	97
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-592	-474
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>48.494</b>	<b>-4.162</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	115	136
Fast administrationshonorar	294	259
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	2.678	2.504
Øvrige omkostninger	11	9
I alt afdelingsdirekte omkostninger	3.098	2.908
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	17	17
Honorar til revisorer	8	8
Andre omkostninger ifm. formuepleje	18	19
Øvrige omkostninger	23	25
I alt andel af fællesomkostninger	66	69
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.164</b>	<b>2.977</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

### **NOTE 6** **Skat**

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



# Noter til balance

## Stabile Aktier KL

	2019	2018
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens 10 største investeringer står på side 64 i årsrapport-  
en

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Stabile Aktier KL

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	183.906	117.112	136.955	151.892	227.192
Kursværdi af salg af værdipapirer	120.975	148.232	167.094	156.107	104.358
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	304.881	265.344	304.049	307.999	331.550

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)	0,57	0,63	0,60	0,49	0,57
--	------	------	------	------	------

**Nøgletal:** Se side 30 og 31.

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Stabile Aktier Klasse A

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	47.166	-1.940	11.204	6.362	10.465
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	230.537	156.716	194.859	215.461	214.278
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	140.556	116.126	133.285	154.653	144.332
Indre værdi	164,02	134,95	146,20	139,32	148,46
Officiel kurs	163,85	132,90	145,90	140,00	150,90
Udbytte pr. andel	7,00	9,90	9,20	0,70	13,00
Årets afkast i procent	30,7	-1,6	5,5	3,3	14,1
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	23,5	3,6	3,7	10,2	14,7
Sharpe ratio	1,2	0,3	0,7	0,8	0,9
Omkostningsprocent	1,7	1,7	1,7	1,6	1,7
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,1 (+0,02% indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	49.282	123	Overført udbytte fra sidste år	97	58
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-2.116	-2.063	Renter og udbytter	5.708	5.550
Klassens resultat	47.166	-1.940	Ikke refunderbar udbytteskat	-620	-351
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	44	-19
Udbytteregulering	2.247	-1.318	Udbytteregulering, indkomst	2.865	-1.511
Overført fra sidste år	97	58	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	2.344	-1.260	Aktier	5.239	10.366
			Valutakonti	162	285
Til disposition	49.510	-3.200	I alt indkomst	13.495	14.378
Forslået udbytte	-9.839	-11.497	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Overført til næste år	-90	-97	Administrationsomkostninger *)	-2.948	-2.977
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>39.581</b>	<b>-14.794</b>	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	-618	193
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>			I alt til administrationsomkostninger	-3.566	-2.784
Investorerne formue (primo)	156.716	194.859	i alt til rådighed for udbytte	9.929	11.594
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-11.497	-12.262	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	40	65	Foreslået udbytte	9.839	11.497
Emissioner i året	81.190	6.687	Overført til næste år	90	97
Indløsninger i året	-43.175	-30.720		<b>9.929</b>	<b>11.594</b>
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	97	27			
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-2.247	1.318			
Overført til udbytte fra sidste år	-97	-58			
Overført til udbytte næste år	90	97			
Foreslået udbytte	9.839	11.497			
Overført fra resultatopgørelsen	39.581	-14.794			
I alt Investorerne formue	230.537	156.716			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	116.126	133.285			
Emissioner i året	53.585	4.841			
Indløsninger i året	-29.155	-22.000			
Cirkulerende andele ultimo året	140.556	116.126			

\*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 7,00 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Stabile Aktier Klasse C

Nøgletal	2019
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	4.193
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	40.946
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	24.855
Indre værdi	164,74
Udbytte pr. andel	8,50
Årets afkast i procent	12,1
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	7,9
Sharpe ratio	-
Omkostningsprocent	0,9
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,02% indirekte handelsomkostninger) 1,2

Klassen blev introduceret den 26. juni 2019, og alle angivne nøgletal fra 2019 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019
Andel af resultat af fællesporteføljen	4.266	Overført udbytte fra sidste år	-
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-73	Renter og udbytter	933
Klassens resultat	4.193	Ikke refunderbar udbytteskat	-72
<b>Formuebevægelser</b>		Udbyttedmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-26
Udbytteregulering	470	Udbytteregulering, indkomst	508
Overført fra sidste år	-	Kursgevinst til udbytte:	
i alt formuebevægelser	470	Aktier	929
		Valutakonti	29
		I alt indkomst	2.301
Til disposition	4.663	<b>Administrationsomkostninger</b>	
Forslået udbytte	-2.113	Administrationsomkostninger *)	-217
Overført til næste år	-9	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	38
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>2.541</b>	I alt til administrationsomkostninger	-179
<b>Investorerens formue i 1.000 DKK</b>		i alt til rådighed for udbytte	2.122
Investorerens formue (primo)	-	Heraf	
Emissioner i året	36.753	Foreslået udbytte	2.113
Indløsninger i året	-	Overført til næste år	9
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	-		<b>2.122</b>
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-470	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.	
Overført til udbytte fra sidste år	-	Udbyttet på 8,50 kr. pr. andel er aktieindkomst.	
Overført til udbytte næste år	9	Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.	
Foreslået udbytte	2.113		
Overført fra resultatopgørelsen	2.541		
I alt Investorerens formue	40.946		
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>			
Cirkulerende andele primo året	-		
Emissioner i året	24.855		
Indløsninger i året	-		
Cirkulerende andele ultimo året	24.855		

# Danmark KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på Nasdaq Copenhagen Cap indekset, og samtidigt holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der er på niveau med eller lavere end risikoen på det danske aktiemarked.

Afdelingen investerer kun i danske aktier, der kan handles på Nasdaq Copenhagen. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast derfor kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget.

De langsigtede globale trends, som kan overføres på danske forhold, udgør en hjørnesten i afdelingens investeringsfilosofi. 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.

Den stigende volatilitet på de finansielle markeder, og de deraf større udsving i enkelte selskabs/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. Grundlæggende ændrer dette dog ikke ved det langsigtede investeringskoncept i afdelingen. De centrale grundholdninger i relation til investeringskonceptet er:

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

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på Nasdaq Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 23. december 1998. Benchmark er Nasdaq Copenhagen Cap indeks inkl. geninvesterede bruttoudbytter. Afdelingens fondskode er DK0010249655. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtningen.

## Risikoprofil m.v.

Historisk har risikoen ved investering i danske aktier (målt ved standardafvigelsen på afkastene) ikke været mindre end investering på de globale aktiemarkeder. Afdelingen investerer typisk i 20-30 af de større danske selskaber, hvorved der sikres en god risikospredning. Som ved enhver aktieinvestering kan det dog være forbundet med høj risiko at investere i afdelingen på kort sigt. På trods af spredningen af investeringerne må man som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt.

Der kan være løbende udsving på aktiemarkedet på grund af den økonomiske udvikling og særlige begivenheder – som f.eks. politiske og lovgivningsmæssige ændringer i de lande, hvor selskaberne er aktive. De følgende risici kan være af væsentlig betydning for afdelingen og kan give anledning til yderligere tab: eksempelvis devalueringer i de lande, hvor selskaber opererer, politiske indgreb og andre pludselige udsving. Herudover er der en likviditetsrisiko. Normalt investerer afdelingen hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslivligheden negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med risikoen på det danske aktiemarked. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoen på det danske aktiemarked. Risiko er så vanskelig at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. Du skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

## Udviklingen i 2019

Det danske aktiemarked gav et afkast på 26,7 pct. i 2019, mens afdelingen gav et afkast på 22,6 pct. Afdelingens og markedets afkast var højere end vores forventninger om et moderat positivt afkast på mellem 0-10 pct., som beskrevet i årsrapporten for 2018. Den positive udvikling skyldes især en markant vending i den amerikanske pengepolitik, hvor fokus skiftede fra en forventning om højere renter til lavere renter. Derved forsvandt nervøsiteten for en forestående recession, og markedet responderede positivt.

Bestyrelsen anser dette resultat i forhold til markedet som ikke-tilfredsstillende. En af forklaringerne var, at de danske aktier blev drevet af stigende risikovillighed i takt med, at renterne faldt. Dette gjorde, at nogle af de allerede højt prisfaste danske selskaber fortsatte med at stige og dermed blev endnu dyrere. Usikkerheden relateret til handelskrigen mellem USA og Kina gav talrige, men kortvarige tilbagefald på markedet. Et aktiemarked drevet af stigende risikovillighed og stor geopolitisk usikkerhed giver et svært gennemskueligt investeringsmiljø, som kan være vanskeligt at navigere i, hvilket også har været tilfældet i 2019. Vi fik et positivt bidrag til afkastet – i forhold til benchmark – fra en undervægt i Lundbeck, Ambu og Københavns Lufthavne samt en overvægt i SimCorp og Netcompany. Dog trak vores overvægt i Danske Bank, FLSmidth, ISS og Rockwool samt undervægt i Ørsted endnu mere ned, hvorfor afkastet blev lavere end markedet.

I begyndelsen af året reducerede vi overvægten i banker til neutral grundet negative udsigter for den danske banksektor. Som følge heraf øgede vi beholdningen af defensive aktier.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen udbetaler 21,40 kr. pr. andel i udbytte. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 28. januar 2020, og blev indsat på medlemmernes konto 30. januar 2020. Hele udbyttet beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkederne. I øvrigt henvises til afsnittene ”Risiko og Risikostyring” samt ”Aktieudsigter på kanten af 2020’erne.

Bestyrelsen har den 18. marts 2020 modtaget information fra investeringsforvalteren C World-Wide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, at selskabet ikke længere vil tilbyde investeringsforvaltning af danske aktier. Baggrunden er bl.a. et ønske om at fokusere og styrke forvaltningen endnu mere på globale strategier. Bestyrelsen vil på bestyrelsesmødet den 23. marts 2020 evaluere afdelingens fremtid og derfor anbefales nye investorer ikke at investere i afdeling Danmark. Forvaltningen af afdelingen vil fortsætte, indtil der er fundet og gennemført en fremtidig løsning. Efter bestyrelsesmødet den 23. marts vil bestyrelsen informere nærmere om afdelingens fremtid.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på Nasdaq Copenhagen, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på dette marked. Risikoen består af en generel markedsrisiko samt en aktierisiko på den enkelte virksomhed. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkederne negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved i dag ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da vi verden over ser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Det danske aktiemarked er i global sammenhæng et lille og relativt illikvidt aktiemarked. Derfor kan markedet i ekstreme situationer falde eller stige mere, end de underliggende fundamentale forhold rent faktisk berettiger til. Dette skyldes, at de udenlandske investorers kapitalbevægelser ud eller ind af aktiemarkedet er for store til, at de indenlandske aktører kan matche det inden for en kort periode. Det danske aktiemarked er i stigende grad følsomt over for en skuffende indtjeningsudvikling i selskaberne. Ligeledes er særligt stigende renter i USA en risikofaktor, der kan ramme særligt de defensive aktier. Udviklingen i de cykliske aktier vil være påvirket af udviklingen i verdensøkonomien. Det danske aktiemarked er udover Corona-pandemien påvirket af handelskrigen mellem USA og Kina.

### **Forventninger til afkastet i 2020**

Udviklingen på det danske aktiemarked vil være tæt forbundet med udviklingen i den øvrige vestlige verden. Den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 og myndighedernes inddæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst globalt og har medført stor volatilitet og kursfald på det danske aktiemarked. Denne globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst, også i Danmark.



Vi lever i det mest politisk kontrollerede miljø i årtier, hvor gældtyngede myndigheder verden over kontrollerer den vigtigste pris af alle, nemlig prisen på penge – renten. I mange vestlige lande, herunder Danmark, skal man nu betale for det "privilegium" at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det. Obligations- og rentemarkederne er ude i ekstremer, og det skaber en langsigtet støtte til aktiemarkederne.

I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu over hele verden en koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi får kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

Det danske aktiemarked har relativt mange defensive og strukturelle vækstaktier (ca. 70 pct.), hvilket burde give lidt ballast i form af en relativ fornuftig indtjeningsudvikling selv i turbulente tider. De cykliske aktier (ca. 30 pct.) risikerer større pres på indtjeningen under lav og negativ vækst.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virusen er inddæmmed, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at de danske aktier har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

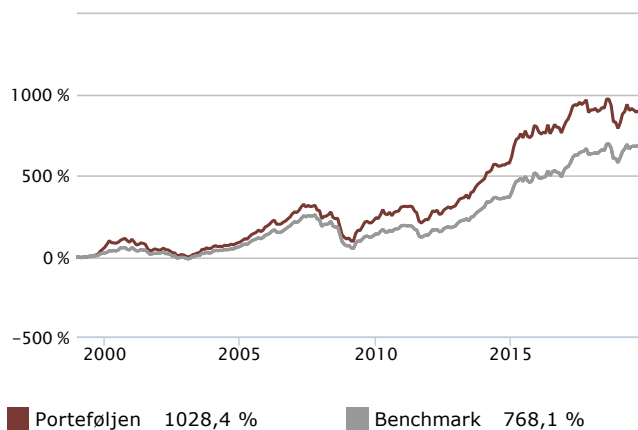
#### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

#### 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
Novo Nordisk	9,8 %
DSV Panalpina	8,5 %
Ørsted	7,8 %
Danske Bank	5,5 %
Vestas Wind Systems	5,1 %
Demant	4,9 %
A.P. Møller-Mærsk	4,7 %
Coloplast	4,6 %
Carlsberg	4,6 %
Genmab	4,5 %

#### Afkastudvikling pr. 31.12.2019



# Resultatopgørelse

# Balance

## Danmark KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteudgifter	-80	-144
2 Udbytter	13.786	16.384
I alt renter og udbytter	13.706	16.240
<b>3 Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	111.190	-80.377
Handelsomkostninger	-849	-958
I alt kursgevinster og -tab	110.341	-81.335
<b>I alt indtægter</b>	<b>124.047</b>	<b>-65.095</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
	-8.705	-11.002
<b>Resultat før skat</b>	<b>115.342</b>	<b>-76.097</b>
<b>5 Skat</b>		
	-62	-137
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>	<b>115.280</b>	<b>-76.234</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	-1.575	-4.824
Overført fra sidste år	262	184
I alt formuebevægelser	-1.313	-4.640
<b>Til disposition</b>	<b>113.967</b>	<b>-80.874</b>
<b>6 Til rådighed for udbytte</b>		
	58.336	118.250
Foreslået udbytte (21,40 kr. pr. andel)	-58.296	-117.988
Overført til udbytte næste år	-40	-262
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>55.631</b>	<b>-199.124</b>

## Danmark KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	14.250	21.163
I alt likvide midler	14.250	21.163
<b>7 Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	548.240	545.450
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	22.236	34.444
I alt kapitalandele	570.476	579.894
<b>AKTIVER I ALT</b>	<b>584.726</b>	<b>601.057</b>
<b>PASSIVER</b>		
<b>8 Investorernes formue</b>		
	583.438	598.541
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	856	952
Mellemværende vedr. handelsafvikling	432	1.564
I alt anden gæld	1.288	2.516
<b>PASSIVER I ALT</b>	<b>584.726</b>	<b>601.057</b>

## Danmark KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	115.280	-76.234	113.239	-3.475	304.871
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	583.438	598.541	872.361	1.176.135	1.220.304
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	272.409	277.619	293.620	407.733	379.858
Indre værdi	214,18	215,60	297,10	288,46	321,25
Officiel kurs	215,10	216,30	297,70	289,00	322,50
Udbytte pr. andel	21,40	42,50	55,10	23,70	30,70
Årets afkast i procent	22,6	-11,4	11,6	-0,1	33,2
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	26,7	-7,5	16,8	3,2	30,8
Sharpe ratio	0,6	0,0	1,1	1,3	2,3
Omkostningsprocent	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	1,8 (+0,01% indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er NASDAQ Cph. Cap indeks inklusive udbytter i danske kroner.

# Noter til resultatopgørelse

## Danmark KL

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-80	-144
I alt renteudgifter	-80	-144

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 2</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	12.423	14.257
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.363	2.127
I alt udbytter	13.786	16.384

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 3</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	107.705	-68.915
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.485	-11.462
I alt kursgevinster og -tab	111.190	-80.377

Bruttohandelsomkostninger	-952	-1.106
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	103	148
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-849	-958

**I alt kursgevinster og -tab** **110.341** **-81.335**

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 4</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	102	134
Fast administrationshonorar	840	1.060
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	7.555	9.537
Øvrige omkostninger	23	24
I alt afdelingsdirekte omkostninger	8.520	10.755

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	57	66
Honorar til revisorer	27	32
Andre omkostninger ifm. formuepleje	62	80
Øvrige omkostninger	39	69
I alt andel af fællesomkostninger	185	247

**I alt administrationsomkostninger** **8.705** **11.002**

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,45% årligt. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

**NOTE 5**  
**Skat**  
Afdelingen er ikke skattepligtig. Skattebetalingen hidrører fra ikke refunderbare udbytteskatter.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 6</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Overført til udbytte fra sidste år	262	184
Renter og udbytte	13.706	16.240
Ikke refunderbar udbytteskat	-62	-137
Kursgevinst aktier til udbytte	54.710	117.789
Udbytteregulering, indkomst	-1.792	-5.194
I alt indkomst	66.824	128.882

Administrationsomkostninger	-8.705	-11.002
Udbytteregulering, administrationsomkostninger	217	370
I alt administrationsomkostninger *)	-8.488	-10.632
I alt til rådighed for udbytte	58.336	118.250

Heraf:		
Foreslået udbytte	58.296	117.988
Overført til udbytte næste år	40	262
	58.336	118.250

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

Udbyttet på 21,40 kr. pr. andel er aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

# Noter til balance

## Danmark KL

	2019	2018
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens 10 største investeringer står på side 73 i årsrapport-  
en.

	2019		2018	
	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>Investorerens formue</b>				
Investorerens formue (primo)	277.619	598.541	293.620	872.361
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele		-117.988		-161.785
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning		-43		330
Emissioner i året	17.760	33.764	17.149	42.999
Indløsninger i året	-22.970	-46.162	-33.150	-79.197
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag		46		67
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		1.575		4.824
Overført til udbytte fra sidste år		-262		-184
Overført til udbytte næste år		40		262
Foreslået udbytte		58.296		117.988
Overført fra resultatopgørelsen		55.631		-199.124
I alt Investorerens formue	272.409	583.438	277.619	598.541

## Supplerende oplysninger til årsrapporten

### Danmark KL

	2019	2018	2017	2016	2015
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	124.756	140.177	120.080	226.290	497.380
Kursværdi af salg af værdipapirer	245.365	327.350	553.380	220.263	286.285
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	370.121	467.527	673.460	446.553	783.665

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>	0,15	0,14	0,10	0,07	0,17
(kun for handel i forbindelse med den løbende porteføljepleje)					

**Nøgletal:** Se side 30 og 31.



# Asien KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: ”Beretning for alle afdelinger” og ”Forventninger til aktiemarkederne i 2020” for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet for asiatiske aktier, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på aktiemarkederne i Asien. Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier eller aktiebaserede værdipapirer i Asien eksklusivt Japan, eller aktier eller aktiebaserede værdipapirer, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til de asiatiske markeder. Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget. Investeringspolitikken er fokuseret på at investere i en portefølje af langsigtede attraktive aktier.

Afdelingen vil typisk investere i et begrænset antal selskaber på omkring 35-70, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. For bedre at kunne udnytte mulighederne i mindre selskaber investerer vi ofte i flere forskellige aktier inden for samme investeringstema. De enkelte selskaber i afdelingen er udvalgt ud fra deres fundamentale eksponering til de underliggende strukturelle forhold, der driver væksten i Asien.

Afdelingen investerer bredt i Asien eksklusivt Japan og om nødvendigt i selskaber uden for Asien, hvor et væsentligt bidrag af indtjeningen er afledt af de asiatiske økonomier. Vi søger generelt efter investeringer på tværs – uden geografiske såvel som sektormæssige begrænsninger – og 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. Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er opdelt i andelsklasser. Afdelingens klasse A er børsnoteret på NASDAQ Copenhagen, mens klasse C er unoteret. Klasserne er udbyttebetalende. Afdelingen (klasse A) blev introduceret 7. december 2006. Benchmark er MSCI Asien eksklusivt Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter. Klasse A har fondskode DK0060057644 og klasse C har DK0060841682. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtningen.

### Risikoprofil m.v.

Generelt er de asiatiske aktiemarkeder kendetegnet ved særlige risici for de enkelte hovedregioner, som udvikler sig forskelligt. Inden for hovedregionerne kan der også være indbyrdes forskelle. Derfor er risikospredningen et vigtigt element for sammensætningen af selskaberne i afdelingen. Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være præget af en svingende udvikling som følge af politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder og den økonomiske udvikling. I nogle lande kan der forekomme begrænsninger på valutahandlen. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen på kort sigt. På trods af spredning af investeringerne fra flere lande må man som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. De følgende risici kan være af væsentlig betydning for afdelingen og kan give anledning til yderligere tab: eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og andre pludselige udsving. Herudover er der en likviditetsrisiko. Afdelingen investerer hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslividiteten negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på markedsniveauet for de asiatiske aktiemarkeder. Hvis vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for de asiatiske aktiemarkeder. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. Du skal være opmærksom på, at de historiske afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

### Udviklingen i 2019

Afdelingen gav i 2019 et afkast på 29,4 pct., hvor benchmark steg 20,5 pct. Resultatet i 2019 var tilfredsstillende og bedre end vores moderat positive forventninger ved årets begyndelse, hvilket skyldes en reduktion af de modvinde (såsom stigende dollarkurs, stigende oliepris og stigende renter) vi så for regionen i 2018. Specielt har en bedring i handelskrigen mellem USA og Kina påvirket investorernes risikovillighed i positiv retning, og indgåelse af en første aftale i slutningen af året var positiv for de asiatiske aktiemarkeder. Mange af de aktier, der blev ramt negativt i 2018, kom kraftigt tilbage i 2019. Specielt steg mange af afdelingens teknologiaktier samt kinesiske aktier (herunder ejendomsaktierne i porteføljen) kraftigt. Afdelingens overvægt her har været den primære årsag til de positive afkast.



En væsentlig udløber af handelskrigen mellem USA og Kina er konsekvenserne for teknologi-sektoren. USA indførte restriktioner for en del kinesiske selskaber i forhold til deres muligheder for at købe teknologiprodukter i USA. Dette kan få store konsekvenser for en række selskaber i både USA og Asien.

Den øgede risikovillighed har bragt værdiansættelsen op i løbet af 2019. Til trods for den højere prisfastsættelse handler regionen som helhed (målt ved MSCI Asien Ex. Japan) i slutningen af året på ca. 1,6x (kurs/indre værdi), hvilket vi fortsat ser som attraktivt.

Afdelingen har fortsat relativ stor fokus på ejendoms- og teknologiaktier. På landeniveau er de største overvægte i Indonesien og Indien. Ved yderligere inkludering af A-aktier i Kina i benchmarket, er Kinas vægt i benchmarket således steget. Vi har nogle større tematiske positioner i Kina, specielt inden for teknologi og ejendomssektoren.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at klasse A udbetaler 0,60 kr. pr. andel i udbytte, mens klasse C udbetaler 2,00 kr. pr. andel. Udbyttet fragik afdelingens indre værdi 28. januar 2020 og blev indsat på medlemmernes konto 30. januar 2020. Hele udbyttet beskattes som aktieindkomst. Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkedene. I øvrigt henvises til afsnittene ”Risiko og Risikostyring” samt ”Aktieudsigter på kanten af 2020’erne. Der har ikke været andre betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen i disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til aktiemarkedene i 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan du læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket de asiatiske aktiemarkeder negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved endnu ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da verden over ser politiske stimulerings tiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Investeringer i Asien er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuel risikofaktor, ligesom risikoen for nationaliseringer. Historisk er disse faktorer, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner i forhold til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være svingende og blive negativt påvirket af økonomiske samt politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Ikke mindst kan afdelingens investeringer blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

På markedsniveau er de asiatiske aktiemarkeder påvirkede af udviklingen i resten af verden, særligt den økonomiske udvikling i USA og Europa. Udviklingen i internationale renter, valutaer og råvarer spiller også en stor rolle. Politik er af afgørende betydning, og i 2019 var det igen særligt handelskrigen mellem USA og Kina, der skabte markedsbevægelser.

Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomierne med politikker og reformer. Her er der i øjeblikket særligt fokus på Kina, Indien, og Indonesien. I Kina ser det ud som, at reformprocessen fortsætter. Historisk har Kina generelt været dygtige til at styre økonomien, men der er en risiko for politiske fejlbeslutninger. I Kina er der spæde tegn på en mere lempelig politik, bl.a. inden for ejendomssektoren, hvilket normalt påvirker aktiemarkederne positivt. Udfaldet af valgene i Indonesien og Indien har givet fornyet optimisme til en fortsat reformproces, om end vi anser en større politisk fejl for at være en af de mest nærværende risici i disse tre lande.

Endelig er Asien en region med en række uløste geopolitiske spørgsmål. Hvis en eller flere af disse latente risici udløses, må det forventes at have stor negativ indvirkning på aktiemarkederne i regionen. Konkret er der usikkerhed omkring Nordkorea, Indien og Pakistan samt situationen i Mellemøsten og den relaterede flygtningekrise, som kan skabe global ustabilitet og bl.a. også påvirke olieprisudviklingen.

### Forventninger til afkastet i 2020

Den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og de globale myndigheders inddæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og har medført stor volatilitet og kursfald på de asiatiske aktiemarkeder. Den globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil formentligt komme nogle kvartaler med negativ vækst.

I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu en verdensomspændende koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi vil opleve kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

Den første indgåede aftale i handelskrigen mellem USA og Kina er positiv for regionen, om end handelssamarbejdet mellem de to supermagter vil fortsat være udfordret. Særligt inden for teknologi, hvor USA forsøger at bremse udviklingen for en række selskaber, herunder Huawei. Vi tror, at dette kan få større implikationer for den globale forsyningskæde. En række virksomhedsbesøg i regionen i løbet af 2019 giver klart indtryk af, at kineserne ikke stoler på USA, og at de vil forsøge at undgå deres afhængighed af amerikanske produkter. Dette kan være positivt for en række asiatiske selskaber (og negativt for en række amerikanske). Forholdet mellem de to store lande kan forårsage store kursbevægelser for de asiatiske aktier i 2020.

På en fundamental baggrund og under normale omstændigheder peger de fleste faktorer på, at Asien bør kunne levere et afkast, der er på linje med eller højere end verdensindekset. Særligt når man tager med i betragtning, at regionen handles til en meget stor rabat i forhold til de udviklede aktiemarkeder. På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virussen er inddæmnet, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at de asiatiske aktier har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

Vi fastholder vores langsigtede positive syn på Asiens strukturelle vækstmuligheder, primært fordi en række grundlæggende faktorer er intakte – herunder regionens positive demografi, professionalismismen i de asiatiske selskaber, ændringen i forbrugsmønstre osv. Også de relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at den kapital- og infrastrukturudbygning,

som er påbegyndt, vil fortsætte. Derudover vil udviklingen af et moderne Asien sandsynligvis strække sig over flere årtier, hvis geopolitiske stridigheder, naturkatastrofer og alvorlige langtidsvarende sygdomsepidemier kan undgås.

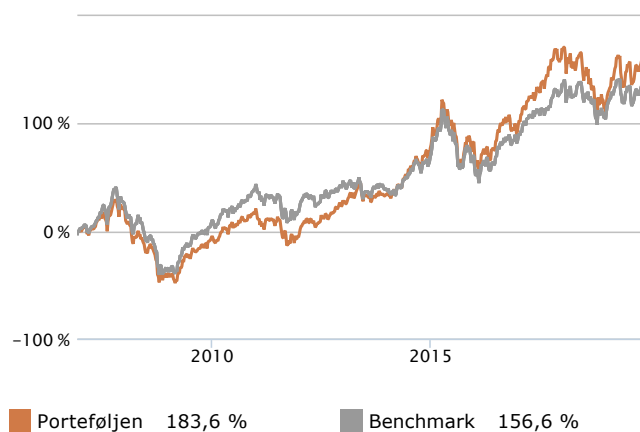
#### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

#### 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
Alibaba Group	7,8 %
TSMC	7,7 %
Samsung Electronics	7,4 %
Tencent Holdings	6,4 %
China Overseas Land & Investment	3,7 %
Sunac China Holdings	3,6 %
AIA Group	3,4 %
Sunny Optical Tech	3,2 %
Ping An Insurance	2,9 %
HDFC	2,5 %

#### Afkastudvikling pr. 31.12.2019



# Resultatopgørelse

# Balance

## Asien KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	269	246
2 Renteudgifter	-26	-114
3 Udbytter	37.433	31.442
I alt renter og udbytter	37.676	31.574
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
4 Kapitalandele	363.571	-275.721
Valutakonti	-1.786	-1.982
Handelsomkostninger	-1.574	-827
I alt kursgevinster og -tab	360.211	-278.530
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>397.687</b>	<b>-246.956</b>
5 Administrationsomkostninger	-25.891	-26.822
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>371.996</b>	<b>-273.778</b>
6 Skat	-3.793	-2.609
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
	<b>368.203</b>	<b>-276.387</b>

## Asien KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	26.919	25.594
I alt likvide midler	26.919	25.594
7 <b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.537.095	1.413.885
I alt kapitalandele	1.537.095	1.413.885
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	2.170	8
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.559	-
I alt andre aktiver	5.729	8
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>1.569.743</b>	<b>1.439.487</b>
<b>PASSIVER</b>		
Investorerne formue	1.567.051	1.433.059
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	2.692	2.496
Mellemværende vedr. handelsafvikling	-	3.932
I alt anden gæld	2.692	6.428
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>1.569.743</b>	<b>1.439.487</b>

## Asien KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	368.203	-276.387	297.466	59.627	20.861
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	1.567.051	1.433.059	1.293.480	1.230.708	554.556

1) Formue før afsat udbytte for året.

# Noter til resultatopgørelse

## Asien KL

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	269	246
I alt renteindtægter	269	246
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-26	-114
I alt renteudgifter	-26	-114
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	37.433	31.442
I alt udbytter	37.433	31.442
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	363.571	-275.721
I alt kursgevinster og -tab	363.571	-275.721
<b>Valutakonti</b>		
	-1.786	-1.982
I alt valutakonti	-1.786	-1.982
<b>Bruttohandelsomkostninger</b>		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	1.553	2.951
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-1.574	-827
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>360.211</b>	<b>-278.530</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	1.298	1.447
Fast administrationshonorar	2.233	2.268
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	21.752	22.466
Øvrige omkostninger	41	38
I alt afdelingsdirekte omkostninger	25.324	26.219
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	160	155
Honorar til revisorer	76	67
Andre omkostninger ifm. formuepleje	132	121
Øvrige omkostninger	199	260
I alt andel af fællesomkostninger	567	603
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>25.891</b>	<b>26.822</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,65% årligt, mens formidlingshonoraret varierer mellem de enkelte klasser. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

### **NOTE 6** **Skat**

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

# Noter til balance

## Asien KL

	2019	2018
<b>NOTE 7</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
Porteføljens 10 største investeringer står på side 81 i årsrapport- en.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

# Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Asien KL

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Værdipapiromsætning</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>	<b>1.000 kr.</b>
Kursværdi af køb af værdipapirer	285.800	708.067	522.380	787.865	236.829
Kursværdi af salg af værdipapirer	526.161	263.382	809.737	179.628	166.741
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	811.961	971.449	1.332.117	967.493	403.570
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)	0,09	0,00	0,16	0,06	0,01

**Nøgletal:** Se side 30 og 31.



# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Asien Klasse A

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	281.364	-217.540	278.728	59.627	20.861
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	1.187.897	1.056.555	1.059.125	1.230.708	554.556
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	601.106	683.558	498.357	777.424	344.329
Indre værdi	197,62	154,56	212,52	158,31	161,05
Officiel kurs	199,00	152,30	214,7	157,80	160,00
Udbytte pr. andel	0,60	1,90	28,50	0,00	10,40
Årets afkast i procent	29,4	-16,7	34,2	5,5	4,8
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	20,5	-9,8	24,6	8,2	1,4
Sharpe ratio	0,8	0,4	0,8	0,7	0,8
Omkostningsprocent	1,9	1,9	1,9	1,9	2,0
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,2 (+0,01% indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	294.727	-203.320	Overført udbytte fra sidste år	284	311
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-13.363	-14.220	Renter og udbytter	28.593	25.484
Klassens resultat	281.364	-217.540	Ikke refunderbar udbytteskat	-2.904	-2.115
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-14	-2.195
Udbytteregulering	859	4.132	Udbytteregulering, indkomst	-659	4.862
Overført fra sidste år	284	311	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	1.143	4.443	Aktier	11	11.867
			Valutakonti	-1.143	-937
Til disposition	282.507	-213.097	I alt indkomst	24.168	37.277
Forslået udbytte	-3.607	-12.988	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Overført til næste år	-215	-284	Administrationsomkostninger *)	-21.864	-23.275
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>278.685</b>	<b>-226.369</b>	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	1.518	-730
<b>Investorerne formue i 1.000 DKK</b>			I alt til administrationsomkostninger	-20.346	-24.005
Investorerne formue (primo)	1.056.555	1.059.125	i alt til rådighed for udbytte	3.822	13.272
Udbytte fra sidste år vedrørende cirkulerende andele	-12.988	-142.032	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	91	-9.319	Foreslået udbytte	3.607	12.988
Emissioner i året	50.125	628.987	Overført til næste år	215	284
Indløsninger i året	-187.910	-264.432		<b>3.822</b>	<b>13.272</b>
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	660	1.766	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-859	-4.132	Udbyttet på 0,60 kr. pr. andel er aktieindkomst.		
Overført til udbytte fra sidste år	-284	-311	Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Overført til udbytte næste år	215	284			
Foreslået udbytte	3.607	12.988			
Overført fra resultatopgørelsen	278.685	-226.369			
I alt Investorerne formue	1.187.897	1.056.555			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	683.558	498.357			
Emissioner i året	27.519	334.229			
Indløsninger i året	-109.971	-149.028			
Cirkulerende andele ultimo året	601.106	683.558			

# Klassespecifikke oplysninger

## Afdeling Asien Klasse C

Nøgletal	2019	2018	2017
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	86.840	-58.848	18.738
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	379.154	376.504	234.355
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	190.478	241.648	109.842
Indre værdi	199,05	155,81	213,36
Udbytte pr. andel	2,00	3,30	29,40
Årets afkast i procent	30,4	-16,0	13,1
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	20,5	-9,8	9,4
Sharpe ratio	-	-	-
Omkostningsprocent	1,1	1,1	1,1
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	(+0,01% indirekte handelsomkostninger)	1,4	

Klassen blev introduceret den 29. juni 2017, og alle angivne nøgletal fra 2017 er fra denne dato.

1) Formue før afsat udbytte for året.

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

Klassens resultatposter i 1.000 DKK	2019	2018	Til rådighed for udbytte i 1.000 DKK	2019	2018
Andel af resultat af fællesporteføljen	88.196	-57.645	Overført udbytte fra sidste år	157	85
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-1.356	-1.203	Renter og udbytter	9.083	6.090
Klassens resultat	86.840	-58.848	Ikke refunderbar udbytteskat	-889	-494
<b>Formuebevægelser</b>			Udbyttmæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	-5	1.776
Udbytteregulering	22	1.041	Udbytteregulering, indkomst	-210	1.731
Overført fra sidste år	157	85	Kursgevinst til udbytte:		
i alt formuebevægelser	179	1.126	Aktier	4	4.226
			Valutakonti	-365	-1.046
Til disposition	87.019	-57.722	I alt indkomst	7.775	12.368
Forslået udbytte	-3.810	-7.974	<b>Administrationsomkostninger</b>		
Overført til næste år	-171	-157	Administrationsomkostninger *)	-4.026	-3.547
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>	<b>83.038</b>	<b>-65.853</b>	Udbytteregulering, administrationsomkostninger	232	-690
<b>Investorerens formue i 1.000 DKK</b>			I alt til administrationsomkostninger	-3.794	-4.237
Investorerens formue (primo)	376.504	234.355	i alt til rådighed for udbytte	3.981	8.131
Udbytte fra sidste år vedr. cirkulerende andele	-7.974	-32.294	Heraf		
Ændring i udbetalt udbytte pga. emission/indløsning	849	-2.995	Foreslået udbytte	3.810	7.974
Emissioner i året	111.526	304.529	Overført til næste år	171	157
Indløsninger i året	-189.397	-68.824		<b>3.981</b>	<b>8.131</b>
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag	806	581	*) Såfremt i alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.		
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året	-22	-1.041	Udbyttet på 2,00 kr. pr. andel er aktieindkomst.		
Overført til udbytte fra sidste år	-157	-85	Selskabsbeskattede investorer skal optage hele udbyttet i den skattepligtige indkomst.		
Overført til udbytte næste år	171	157			
Foreslået udbytte	3.810	7.974			
Overført fra resultatopgørelsen	83.038	-65.853			
I alt Investorerens formue	379.154	376.504			
<b>Cirkulerende antal andele (nom. 1000)</b>					
Cirkulerende andele primo året	241.648	109.842			
Emissioner i året	62.094	171.263			
Indløsninger i året	-113.264	-39.457			
Cirkulerende andele ultimo året	190.478	241.648			



# Emerging Markets KL

## Indledning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med årsrapportens to afsnit: "Beretning for alle afdelinger" og "Forventninger til aktiemarkederne i 2020" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af denne afdelings særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til det gældende prospekt, der kan hentes på foreningens hjemmeside [cww.dk](http://cww.dk).

## Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet på emerging markets-aktier, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets. Afdeling Emerging Markets investerer fortrinsvis i aktier i emerging markets-lande eller i aktier, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til emerging markets-lande.

Emerging markets betegner de lande, som udvikler sig fra udviklingsøkonomier mod at blive industrialiserede økonomier. Hong Kong og Singapore indgår i denne gruppe. Geografisk kan emerging markets-lande typisk findes i Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa. Hvis en udviklingsøkonomi på et tidspunkt overgår til alment at blive betragtet som en industrialiseret økonomi, vil landet i en overgangsperiode på et år fortsat tilhøre afdelingens investeringsunivers. Afdelingen kan investere op til 10 pct. uden for det beskrevne investeringsunivers.

Afdelingen følger en aktiv langsigtet investeringsstrategi. Den aktive strategi medfører, at afdelingens investeringer kan afvige meget fra sammenligningsgrundlaget, og at dit afkast kan blive både højere eller lavere end udviklingen i sammenligningsgrundlaget.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet den specielle markedstruktur i Emerging Markets vil antallet af aktier normalt udgøre 40-100. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til de mindre og mellemstore selskaber for at kapitalisere på væksthistorien i emerging markets.

Afdelingen kan placere op til 10 pct. af formuen i unoterede aktier. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter (derivater) med det formål at reducere afdelingens risiko.

Afdelingen er børsnoteret på NASDAQ OMX Copenhagen og er udbyttebetalende. Afdelingen blev introduceret 7. november 1996. Pr. 30. september 2014 skiftede afdelingen investeringsunivers fra Østeuropa til emerging markets. Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Afdelingens fondskode er DK0015945166. Bemærk, at der frit vælges mellem alle investeringsmuligheder uden hensyn til sammenligningsgrundlagets sammensætning og vægtingen.

### Risikoprofil m.v.

Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Se bl.a. afsnittet om særlige risici. Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle niveau for markederne i emerging markets. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for markederne i emerging markets. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. På risikoindikatoren er afdelingen placeret i kategori 6 – jf. omtalen foran i årsrapportens afsnit ”Risiko og risikostyring” side 18. Dette er baseret på udviklingen de seneste fem år.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabs-specifikke, politiske, økonomiske, markeds-mæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen væsentlige usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket årets resultat.

### Udviklingen og investeringerne i 2019

Kursstigningerne på aktiemarkederne medførte, at afdelingen gav et afkast 26,5 pct. i 2019, hvilket var bedre end benchmark, der steg 20,8 pct. Afkastet opfyldte vores forventninger ved starten ad året om et positivt afkast, om end det blev højere end ventet. Vi gik ind i 2019 velvidende, at der herskede en række risikofaktorer, herunder geopolitiske spændinger mellem USA og Kina, global økonomisk afmatning og strammere global likviditet. Vi vurderede dog, at disse usikkerheder i væsentlig grad var indregnet i priserne på EM-aktiemarkederne, og at værdiansættelsen for emerging markets-aktier var meget attraktiv. Vores forventning om indgåelse af en handelsaftale mellem Kina og USA viste sig at holde stik. Samtidigt fik vi i årets løb styrket troen på, at de geopolitiske spændinger mellem USA og Kina vil vare ved en del år. Spændingerne mellem USA og Kina har resulteret i, at Kina fremskynder processen om at gøre sig uafhængige af USA inden for det teknologiske område. Et eksempel på dette har været, at Huawei seneste 5G-telefon ikke indeholdt nogen amerikanske komponenter, hvilket er et bevis på accelerationen i omstruktureringen af forsyningskæder i hele Asien.

Udover en kortvarig handelsaftale mellem Kina og USA var den relative stabilisering af den kinesiske økonomi (ift. udviklingen i 2018) og en kovending fra den amerikanske centralbank til en mere lempelig pengepolitik kombineret med tilførslen af likviditet fra andre centralbankers politikker væsentlige forklaringer på relativt høje afkast for emerging markets-aktier i 2019.

Afdelingen skabte et merafkast ift. sammenligningsgrundlaget, bl.a. drevet af en positiv udvikling inden for teknologisektoren, hvor der var tegn på en afslutning af lagerkorrektionen, der begyndte i forskellige dele af forsyningskæden i 2018. Derudover leverede en række af investeringerne i teknologisektoren stærk omsætnings- og indtjeningsvækst. Som følge deraf var de største bidragsydere til afkastet Samsung Electronics, Alibaba, TSMC og Sunny Optical. Den positive reformproces og gradvise økonomiske bedring i Brasilien var også medvirkende til, at en række brasilianske investeringer bidrog positivt.

På den anden side oplevede den indiske økonomi svag vækst trods Modi og BJP-partiets klare valgsejr i Indien i første halvår af 2019. Dette var i høj grad drevet af en likviditetskrise i

skyggebanksektoren, som startede i slutningen af 2018. Som resultat deraf var Dewan Housing og Gruh Finance blandt afdelingens største negative bidragsydere i 2019.

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at afdelingen ikke udbetaler udbytte for 2019.

Efter regnskabsårets afslutning har den globale spredning af Corona-virus (Covid-19) og myndighedernes inddæmningstiltag skabt store udsving på de finansielle markeder, hvilket kan få længerevarende negativ indflydelse på samfundsøkonomien og aktiemarkederne. I øvrigt henvises til afsnittene ”Risiko og Risikostyring” samt ”Aktieudsigter på kanten af 2020’erne. Der har ikke været andre betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Da afdelingen investerer i aktier på de internationale aktiemarkeder, har den en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. I årsrapportens afsnit ”Forventninger til 2020” samt ”Risiko og risikostyring” kan man læse nærmere om de forskellige typer af risici samt om foreningens overordnede vurdering af disse risici.

I starten af 2020 har den globale spredning af Corona-virussen Covid-19 og myndighedernes vidtgående tiltag for at inddæmme pandemien skabt stor usikkerhed og påvirket aktiemarkederne i emerging market negativt efter en ellers stærk start. Den fremtidige udvikling afhænger ikke bare af omfanget af epidemien, men også af de kort- og langsigtede reaktionsmønstre på krisen. Vi ved endnu ikke, hvad de dynamiske effekter bliver, om end tidligere sygdomsudbrud, som SARS i 2003 og H1N1 i 2009, kun havde kortsigtede markedseffekter. Risikoen for en global recession er øget, og vi vil højst sandsynligt opleve kvartaler med negativ vækst. Vores hovedscenarie er dog, at vi ikke får en længerevarende økonomisk recession, da vi verden over ser politiske stimuleringsiltag, herunder en koordineret ekspansiv penge- og finanspolitik.

Investeringer i emerging markets er forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuel risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er med de historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. Afdelingens investeringer kan blive ramt af ændrede eller nye beskatningsregler lokalt på de enkelte markeder.

På markedsniveau er emerging markets påvirket af udviklingen i resten af verden. En række selskaber har en stor eksportandel til Europa og USA. En anden risikofaktor er den politiske risiko. Regeringerne forsøger i stor stil at påvirke økonomien med diverse politikker og reformer. Her er der i øjeblikket særligt fokus på Kina, Indien, Indonesien og Brasilien efter ændring i lederskab i de seneste år. I Kina ser det ud som, at reformprocessen fortsætter. Historisk har Kina generelt været dygtige til at styre økonomien, men dette er ingen garanti for, at de ikke begår en politisk fejl. Vi anser en større politisk fejl for at være en af de mest nærværende risici i disse fire lande. Politiske fejltagelser er altid en latent risiko ved investering i emerging markets.

En yderligere risikofaktor er høj udenlandsk gældsætning blandt en række emerging markets selskaber. Hvis de amerikanske renter stiger, vil det påvirke disse selskaber. I værste fald kan det resultere i en dominoeffekt og få en generel negativ markedspåvirkning. Endelig er der en række uløste geopolitiske spørgsmål, hvis omfang og implikationer først vil være synlige, når de materialiseres. Hvis en eller flere af disse latente risici udløses, må det forventes at have stor

negativ indvirkning på aktiemarkedene i regionen. Konkret er der usikkerheden omkring Nordkorea, situationen i Mellemøsten og den relaterede flygtningekrise, som kan skabe global ustabilitet og bl.a. også påvirke olieprisudviklingen.

### Forventninger til afkastet i 2020

Den globale spredning af Corona-virusen Covid-19 og de globale myndigheders inddæmningsindsats skaber aktuelt stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst og har medført stor volatilitet og kursfald på de asiatiske aktiemarkeder. Denne globale pandemi har øget risikoen for en global recession, og der vil højst sandsynligt komme nogle kvartaler med negativ vækst. I en tid med udfordringer kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. For første gang i mere end et årti ser vi nu en verdensomspændende koordineret stimulerende penge- og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for effekterne af Corona-pandemien og en længerevarende økonomisk tilbagegang. Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie, at vi vil opleve kvartaler med negativ vækst, men vi tror ikke, at det bliver en længerevarende nedgang.

På trods af de store kursfald i marts måned tror vi, at når spredningen af Corona-virusen er inddæmnet, og vi bedre forstår de langsigtede konsekvenser, at aktierne i emerging markets har mulighed for at indhente en god del af det tabte og måske slutte med et mindre negativt afkast eller omkring nul procent i 2020. Denne prognose er dog behæftet med høj usikkerhed og forudsætter, at en økonomisk nedgang kun bliver midlertidig over et par kvartaler.

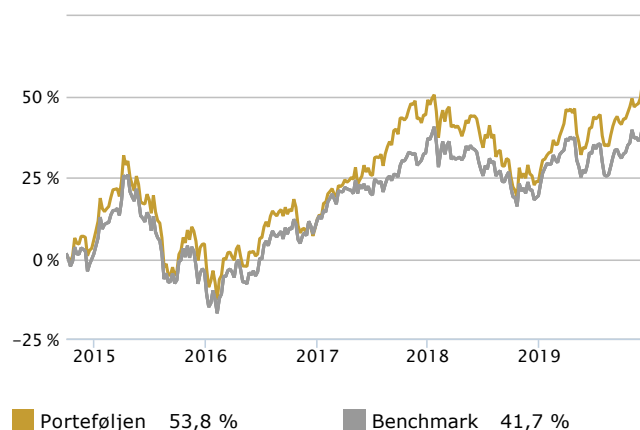
#### Om prognoser

Det er behæftet med stor usikkerhed at beskrive forventninger med konkrete afkasttal. Mange faktorer påvirker afkastet for et givet år, se bl.a. afsnittet "Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici".

### 10 største positioner pr. 31.12.2019

	Vægt
Alibaba Group	8,5 %
Samsung Electronics	7,4 %
TSMC - ADR	6,5 %
Tencent Holdings	5,7 %
HDFC Bank	5,2 %
Longfor Group	4,1 %
Ping An Insurance	3,8 %
Sunny Optical Tech	3,2 %
Anhui Conch Cement	3,0 %
ICICI Bank	2,9 %

### Afkastudvikling pr. 31.12.2019





# Resultatopgørelse

# Balance

## Emerging Markets KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	39	21
2 Renteudgifter	-5	-7
3 Udbytter	1.398	1.491
I alt renter og udbytter	1.432	1.505
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	16.356	-10.738
Valutakonti	-70	-203
Handelsomkostninger	-205	-233
I alt kursgevinster og -tab	16.081	-11.174
<b>I alt indtægter</b>		
	<b>17.513</b>	<b>-9.669</b>
5 Administrationsomkostninger	-1.339	-1.584
<b>Resultat før skat</b>		
	<b>16.174</b>	<b>-11.253</b>
6 Skat	-151	-162
<b>ÅRETS NETTORESULTAT</b>		
	<b>16.023</b>	<b>-11.415</b>
<b>Formuebevægelser</b>		
Udbytteregulering	-1.313	1.972
I alt formuebevægelser	-1.313	1.972
<b>Til disposition</b>		
	<b>14.710</b>	<b>-9.443</b>
7 Til rådighed for udbytte	0	0
Foreslået udbytte (0,00 kr. pr. andel)	0	0
<b>OVERFØRT TIL FORMUEN</b>		
	<b>14.710</b>	<b>-9.443</b>

## Emerging Markets KL

NOTE	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>AKTIVER</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	2.223	1.339
I alt likvide midler	2.223	1.339
8 Kapitalandele		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	73.201	62.161
I alt kapitalandele	73.201	62.161
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	133	2
Aktuelle skatteaktiver	1	1
I alt andre aktiver	134	3
<b>AKTIVER I ALT</b>		
	<b>75.558</b>	<b>63.503</b>
<b>PASSIVER</b>		
9 Investoreernes formue	75.499	63.459
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	59	44
I alt anden gæld	59	44
<b>PASSIVER I ALT</b>		
	<b>75.558</b>	<b>63.503</b>

## Emerging Markets KL - Supplerende oplysninger

Nøgletal	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (1.000 kr.)	16.023	-11.415	13.490	1.690	-707
Formue (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	75.499	63.459	81.560	38.525	42.830
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	25.149	26.749	29.699	18.499	21.499
Indre værdi	300,27	237,24	274,62	208,25	199,22
Officiel kurs	302,40	234,90	277,00	206,90	197,00
Udbytte pr. andel	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Årets afkast i procent	26,5	-13,6	31,9	4,5	-0,5
Årets afkast på benchmark <sup>2)</sup> i procent	20,8	-10,1	20,7	14,1	-5,0
Sharpe ratio	1,0	0,5	0,7	-0,2	-0,4
Omkostningsprocent	1,9	2,0	2,0	1,9	1,9
ÅOP (Årlige omkostninger i %)	2,4 (+0,05% indirekte handelsomkostninger)				

1) Formue før afsat udbytte for året.

2) Benchmark er Morgan Stanley Capital Internationals Emerging Markets Indeks.

# Noter til resultatopgørelse

## Emerging Markets KL

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 1</b>		
<b>Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	39	21
I alt renteindtægter	39	21
<b>NOTE 2</b>		
<b>Renteudgifter</b>		
Indestående i depotselskab	-5	-7
I alt renteudgifter	-5	-7
<b>NOTE 3</b>		
<b>Udbytter</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.398	1.491
I alt udbytter	1.398	1.491
<b>NOTE 4</b>		
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	16.356	-10.738
I alt kursgevinster og -tab	16.356	-10.738
<b>Valutakonti</b>		
I alt valutakonti	-70	-203
Bruttohandelsomkostninger	-253	-348
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	48	115
Handelsomkostninger ved løbende porteføljepleje	-205	-233
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>16.081</b>	<b>-11.174</b>
<b>NOTE 5</b>		
<b>Administrationsomkostninger</b>		
<b>Afdelingsdirekte omkostninger</b>		
Gebyrer til depotselskab	161	174
Fast administrationshonorar	95	113
Fast rådgivnings- og formidlingshonorar	1.044	1.239
Øvrige omkostninger	8	7
I alt afdelingsdirekte omkostninger	1.308	1.533
<b>Andel af fællesomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	7	10
Honorar til revisorer	3	4
Andre omkostninger ifm. formuepleje	7	9
Øvrige omkostninger	14	28
I alt andel af fællesomkostninger	31	51
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.339</b>	<b>1.584</b>

Investeringsforeningen har i regnskabsåret ikke beskæftiget medarbejdere.

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
Foreningens samlede honorar til generalforsamlingsvalgt revisor udgjorde		
Revisionshonorar	321	314

Administrationshonorar til CWW FM udgør en fast %-andel af formuen på 0,15% årligt. Rådgivningshonoraret til C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, som dækker rådgivning vedrørende køb og salg af værdipapirer og anbringelse af foreningens formue i øvrigt, udgør 0,65% årligt. Alle beløb beregnes af den gennemsnitlige formue.

### NOTE 6 Skat

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

	2019 1.000 kr.	2018 1.000 kr.
<b>NOTE 7</b>		
<b>Til rådighed for udbytte</b>		
Fremførte tab på aktier ultimo 2018	-21.046	-28.411
Renter og udbytter	1.432	1.505
Ikke refunderbar udbytteskat	-151	-162
Udbytttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	13	13
Udbytteregulering, indkomst	1.265	1.734
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	1.078	4.478
Valutakonti	-70	-203
I alt indkomst	-17.479	-21.046

### NOTE 7

#### Til rådighed for udbytte

Fremførte tab på aktier ultimo 2018	-21.046	-28.411
Renter og udbytter	1.432	1.505
Ikke refunderbar udbytteskat	-151	-162
Udbytttemæssig regulering af tilgodehavende udbytteskat m.m.	13	13
Udbytteregulering, indkomst	1.265	1.734
Kursgevinst til udbytte:		
Aktier	1.078	4.478
Valutakonti	-70	-203
I alt indkomst	-17.479	-21.046

#### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger	-1.339	-1.584
Udbytteregulering, Administrationsomkostninger	48	238
I alt administrationsomkostninger *)	-1.291	-1.346
I alt til rådighed for udbytte	-17.479	-21.046

Heraf:

Foreslået udbytte	0	0
Overført til udbytte næste år	0	0
	0	0

Fremførte tab på aktier ultimo 2019 -17.479 -21.046

\*) Såfremt I alt indkomst er negativ, kan administrationsomkostninger ikke fratrækkes.

# Noter til balance

## Emerging Markets KL

	2019	2018
<b>NOTE 8</b>		
<b>Specifikation af kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til for- eningen.		
<b>Afdelingens fordeling på:</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%	100%
Unoterede finansielle instrumenter	0%	0%

Porteføljens 10 største investeringer står på side 90 i årsrapport-  
en.

	2019		2018	
	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.	Cirk. andele nom. 1.000 kr.	Formueværdi 1.000 kr.
<b>NOTE 9</b>				
<b>Investorenes formue</b>				
Investorenes formue (primo)	26.749	63.459	29.699	81.560
Emissioner i året	2.450	6.813	5.700	15.819
Indløsninger i året	-4.050	-10.842	-8.650	-22.603
Emissionstillæg/Indløsningsfradrag		46		98
Regulering af udbytte ved emissioner og indløsninger i året		1.313		-1.972
Overført fra resultatopgørelsen		14.710		-9.443
I alt Investorenes formue	25.149	75.499	26.749	63.459

## Supplerende oplysninger til årsrapporten

## Emerging Markets KL

	2019	2018	2017	2016	2015
	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.	1.000 kr.
<b>Værdipapiromsætning</b>					
Kursværdi af køb af værdipapirer	34.118	42.525	38.563	12.526	27.841
Kursværdi af salg af værdipapirer	39.434	47.002	13.797	18.693	32.186
I alt kursværdi af køb og salg af værdipapirer	73.552	89.527	52.360	31.219	60.027

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)	0,41	0,30	0,22	0,31	0,41
--	------	------	------	------	------

**Nøgletal:** Se side 30 og 31.

# 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 er samtlige bestyrelsesmedlemmer på valg. Der er ingen grænser for antallet af valgperioder, et medlem kan sidde i bestyrelsen. Bestyrelsen består af personer med relevante kompetencer og erfaring. D, og det er bestyrelsens holdning, at en årlig vurdering af et medlems indsats er et bedre udgangspunkt for en stillingtagen 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 stor erfaring både med investeringsarbejde og med den specifikke lovgivning for investeringsforeninger.

Foreningens bestyrelse består i dag af fire personer, og den foretager årligt en evaluering af den aktuelle sammensætning. Her og vurderes, om bestyrelsen samlet set har de rigtige kompetencer i forhold til investeringsforeningens aktiviteter og risici, og om samarbejdet internt i bestyrelsen fungerer tilfredsstillende. Bestyrelsen vurderer ligeledes samarbejdet med foreningens formueforvaltere.

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

Karsten Kielland sidder i en række bestyrelser. Disse hverv er en del af hans virke som forretningsadvokat. Det er bestyrelsens holdning, at hans mangeårige og omfattende erfaring med bestyrelsesarbejde er af stor værdi for foreningen.

Der er i regnskabet afsat en samlet aflønning af foreningens bestyrelse for 2019 på 675.000 kr., hvilket er den samme som i 2018. Bestyrelsesmedlem Camilla Harder Hartvig har af hensyn til sin ansættelse i Alexion Pharmaceuticals frasagt sig aflønning for 2019. Det samlede honorar er fordelt på de enkelte afdelinger pro rata efter afdelingernes størrelse. Foreningen har ingen pensionsforpligtelser over for bestyrelsen, og bestyrelsen er heller ikke tildelt incitamentsprogrammer.

Bestyrelsen har opstillet måltal for andelen af det underrepræsenterede køn i bestyrelsen. Bestyrelsen har en målsætning om, at der som minimum er ét bestyrelsesmedlem fra det underrepræsenterede køn, hvis bestyrelsen består af 3-4 medlemmer. Består bestyrelsen af 5 medlemmer, er målsætningen, at minimum to bestyrelsesmedlemmer er fra det underrepræsenterede køn. Med den nuværende sammensætning af bestyrelsen er målsætningen opfyldt.

Bestyrelsen er i dialog med udvalgte kandidater som erstatning af Jens Høiberg, som planlægger at fratræde inden for de nærmeste 1-2 år. For 2020 foreslår bestyrelsen, at bestyrelsen fortsætter med at bestå af fire personer, og bestyrelsens nuværende fire medlemmer ønsker at genopstille i 2020. Hvis bestyrelsen finder den rigtige kandidat til opstilling i løbet af 2020, vil bestyrelsen overveje at indkalde til en ekstraordinær generalforsamling.

## Bestyrelsesmedlemmer

### Karsten Kielland (formand)



Alder: 64 år  
Senior juridisk rådgiver, Accura Advokatpartnerselskab  
Indtrådt i bestyrelsen: 1997  
Genvalgt i 2019  
Valgperioden udløber i 2020

Bestyrelsesmedlem i andre danske erhvervsdrivende selskaber  
(tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

- AS Solution A/S
- AS Solution Maritime A/S
- AS Solution Group A/S (formand)
- Dansk Psykologisk Forlag Holding A/S (1)
- Fomaco A/S (formand) (1)

### Lars Aaen



Alder: 58 år  
Adm. direktør, Aaen Consult ApS & Aaen Consult Holding ApS  
Indtrådt i bestyrelsen: 2013  
Genvalgt i 2019  
Valgperioden udløber i 2020

Bestyrelsesmedlem i andre danske erhvervsdrivende selskaber  
(tallet i parentes angiver antal bestyrelsesposter i datterselskaber):

- Basecon A/S (formand)
- Esbjerg Gods A/S
- Hempel Fonden
- Hempel Holding A/S
- Hempel Invest A/S
- Midform Holding Aps (formand) (1)
- Tier 1 Asset A/S (formand)
- Wencon ApS (formand)

### Camilla Harder Hartvig



Alder: 50 år  
Senior Vice President, Alexion Pharmaceuticals  
Indtrådt i bestyrelsen: 2016  
Genvalgt i 2019  
Valgperioden udløber i 2020

Ingen andre ledelseshverv i andre danske erhvervsdrivende selskaber.

### Jens Høiberg



Alder: 68 år  
Selvstændig makroøkonomisk rådgiver  
Indtrådt i bestyrelsen: 2003  
Genvalgt i 2019  
Valgperioden udløber i 2020

Ingen andre ledelseshverv i andre danske erhvervsdrivende selskaber.

## Direktion



### **(Investeringsforvaltningselskab)**

C WorldWide Fund Management,  
filial af C WorldWide Fund Management S.A., Luxembourg  
Direktion: Henrik Brandt  
Alder 53 år.  
Ansæt siden 2019.

Ingen andre ledelseshverv i andre danske erhvervsdrivende selskaber.

## Investeringsrådgiver



C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S  
Direktion: **Bo Almar Knudsen**  
Alder: 54 år.  
Ansæt siden 2001.





INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)