



Halvårsrapport 2013

Investeringsinstituttforeningen Lån & Spar MixInvest

Indholdsfortegnelse

Ledelsesberetning	1	<i>Afdeling Otium 2022 - Pension</i>	
Udvikling og forventninger	2	Beretning	16
Risici og risikostyring	5	Resultatopgørelse, balance & noter	18
Påtegninger		<i>Afdeling Lån & Spar Mix - Pension</i>	
Ledelsespåtegning	8	Beretning	19
		Resultatopgørelse, balance & noter	21
Beretning og halvårsregnskab 1. januar - 30. juni 2013	9	Information om indhold i afdelingernes beretning og regnskaber	
<i>Afdeling Otium 2016 - Pension</i>		Læsevejledning	22
Beretning	10	Anvendt regnskabspraksis	23
Resultatopgørelse, balance & noter	12		
<i>Afdeling Otium 2019 - Pension</i>			
Beretning	13		
Resultatopgørelse, balance & noter	15		

Foreningsoplysninger

Foreningen	Investeringsinstitutforeningen Lån & Spar MixInvest
	Adresse: Falkoner Allé 53, 3., 2000 Frederiksberg
	Telefon: 38 14 66 00
	Telefax: 38 14 66 09
	Hjemmeside: www.lsmi.dk
	E-mail: email@invest-administration.dk
	CVR-nr.: 25 97 82 77
	Reg.nr. i Finanstilsynet: 16.036
Bestyrelse	Nis Jul Clausen (formand) Bodil Rosenbeck (næstformand) Kjeld Iversen Niels Mazanti Ole Bergsten
Direktion	Invest Administration A/S, direktør Preben Iversen
Revisor	KPMG, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
Depotselskab	Lån & Spar Bank A/S

Ledelsesberetning

Foreningens formue steg med 11% fra 586 mio.kr. ultimo 2012 til 652 mio.kr. ultimo 1. halvår 2013. Driftsresultatet bidrog med godt 11 mio.kr. og nettosalg med 55 mio.kr. Foreningens nye afdeling Otium 2022-Pension opnåede siden åbning i november 2012 en tilgang på 59 mio.kr., hvor en andel kom fra investorer, der skiftede fra de bestående afdelinger i foreningen.

Samlet har 1. halvår givet positive afkast i alle fire afdelinger i Investeringsinstituttforeningen Lån & Spar MixInvest. Det højeste afkast blev opnået i afdeling Lån & Spar Mix-Pension, der i 1. halvår steg med 2,4%. Det laveste absolutte afkast blev opnået i afdeling Otium 2016-Pension, der har den højeste andel af obligationer blandt de fire afdelinger. Afkastet afspejler det aktuelt lave renteniveau i Danmark.

Halvåret har, som forventet ved indgangen til 2013, været præget af en mere positiv men fortsat usikker økonomisk vækst i de fleste betydende økonomier. Mod slutningen af halvåret gav udtalelser fra den amerikanske centralbank om en mulig begrænsning i den lempelige pengepolitik, anledning til kursfald på såvel aktie- som obligationsmarkederne.

Afdelingernes resultat, afkast og formue i første halvår 2013

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (%)	Formue, Ultimo (mio. kr.)
Afdeling Otium 2016 - Pension	1,9	1,10	156,6
Afdeling Otium 2019 - Pension	0,7	1,22	87,2
Afdeling Otium 2022 - Pension (For perioden 19/11 2012 - 30/6 2013)	0,4	1,72	60,0
Afdeling Lån & Spar Mix - Pension	8,2	2,40	348,2

Bemærk: Afdelingerne er summarisk udloddende.

Udvikling og forventninger

Det går fremad i verdensøkonomien, men der er et uensartet vækstforløb på tværs af regioner, og vækstraterne er påvirket af en høj offentlig gæld. Gælds-krisen synes dog inddæmmed, hvorfor investorerne i 1. halvår 2013 har øget deres appetit på de mere risikofyldte aktiver såsom aktier og kreditobligationer. Udviklingen har været understøttet af positive økonomiske nøgletal for USA, ligesom virksomhederne i perioden har formået at skabe vækst i indtjeningen. En ny japansk regering forsøger med en ny økonomisk politik at vende udviklingen, som aktieinvestorerne allerede har indregnet som en succes. I forhold til tidligere er der øget usikkerhed om vækstforløbet i Kina.

En af de store bekymringer i starten af året var de politiske forhandlinger om statsbudgettet i USA, men fremgangen i økonomien har mindsket bekymringerne i forhold til de automatiske nedskæringer, der trådte i kraft den 1. marts. Det private forbrug trækker væksten solidt mod en årlig vækstrate for 2013 på godt 2% samtidig med, at der er nedskæringer i det offentlige forbrug. Det er boligmarkedet, der driver fremgangen i den amerikanske økonomi. Prisudviklingen for boliger i de 20 største byområder i USA viser to cifrede vækstrater, og entreprenørtilliden er også stigende og ikke set højere siden foråret 2006. Udviklingen på boligmarkedet indikerer stigende forbrugertillid og et højere privatforbrug.

Derudover er der en fremgang i beskæftigelsen i USA. Arbejdsløsheden toppede i oktober 2010 med 10%, men

er siden faldet støt og roligt. Det seneste år fra 8,2% til 7,6%. Fremgangen i den amerikanske økonomi er i sådan en udvikling, at centralbanken vurderer, at den i løbet af efteråret kommer til at nedrosle sine massive månedlige opkøbsprogrammer. Udmeldingen fra centralbanken er dog også, at arbejdsløsheden skal under 6,5%, før den officielle rente hæves. Prognoserne indikerer, at det først er i 2015, at arbejdsløsheden er under 6,5%. Trægheden i nedbringelsen af arbejdsløsheden skal ses i lyset af, at arbejdsstyrken vokser i takt med, at konjunkturerne forbedres. Da den økonomiske vækst var nedadgående, forlod mange arbejdsmarkedet, men de melder sig nu til rådighed igen. Dertil kommer, at arbejdsstyrken vokser med lidt under 1% om året.

Obligationsmarkedet reagerede som ventet med rentestigninger på centralbankens udmelding om mulig ændring af opkøbsprogrammet, men der var også en større negativ reaktion på aktiemarkedet. Efterfølgende har centralbanken beroliget finansmarkederne med, at økonomien skal være i klar bedring, før pengepolitikken gøres mindre lempelig. Den udmelding stabiliserede ved udgangen af 1. halvår både aktie- og obligationsmarkedet.

Udviklingen i 1. halvår har bekræftet forventningerne om, at vækstudsigterne for Europa er moderat positive, men usikre. Selvom Europa vækstmæssigt er langt bagud sammenlignet med USA, er der dog tegn på mere optimisme og bedre tider. Tillidsindikatorerne har på det seneste indikeret en fremgang. Men

der er fortsat lang vej igen for Europa, der samlet set er i recession. Arbejdsløsheden er høj, og der er behov for en række strukturelle reformer, specielt i Frankrig og resten af Sydeuropa.

Japan har gennem årtier været en økonomi i dvale, præget af lav vækst og deflation. Men nu er der måske nye tider på vej. Japan fik i december 2012 en ny regering, der fremlagde planer for massive finanspolitiske stimuli, pengepolitiske lempelser og politiske reformer. Alt dette med det ene formål at skabe vækst og inflation, og dermed få Japan ud af den økonomiske dvale. Hvis projektet lykkedes, er det en rigtig god nyhed for de globale vækstudsigter.

Emerging markets landene bidrager fortsat markant positivt til den globale vækst men med lavere momentum, og lever dermed op til forventningerne om en relativ højere vækst end andre regioner. Til trods for betydelige udfordringer i Brasilien, og aftagende vækst i bl.a. Kina, er vækstraterne efter europæiske standarder fortsat høje; Kina 7,5%, Brasilien 3% og Indien 5%. Den kinesiske økonomi er vokset voldsomt de senere år, og derfor bidrager Kinas vækst i dag også langt mere til den globale vækst end for få år siden, selvom vækstraterne da var 10-12%.

Obligationsmarkederne

Obligationsrenterne har med udgangspunkt i meget lave niveauer været stigende i løbet 1. halvår 2013. Ved indgangen til året var renten på de 2-årige danske statsobligationer negativ med -0,12%. Den negative rente på de

danske obligationer var et resultat af, at obligationsinvestorerne verden over søgte parkering i AAA-ratede obligationer til trods for rentetabet. Troen på, at eurolandene vil holde sammen, blev dog styrket, hvilket mindskede behovet for "safe haven". Ved udgangen af juni var renten på den 2-årige danske statsobligation således steget til 0,48%, hvilket anses som en begyndende tilpasning af renteniveauerne til et mere normalt niveau. Renten på den 10-årige danske statsobligation steg til 1,87% i løbet af 1. halvår. Danmarks Nationalbank hævede i januar renten med 0,1%, og sænkende med 0,1% i kølvandet på ECB's rentesættelse i maj på 0,25%.

Kreditmarkederne

Kreditmarkederne har i 1. halvår været negativt påvirket af de stigende renter. Amerikanske og europæiske erhvervsobligationer gav positive afkast, mens emerging markets obligationerne leverede et negativt afkast. Emerging markets obligationerne var påvirket af såvel et stigende renteniveau samt en udvidelse af kreditspændet fra 3,25% til 3,65%-point. Det amerikanske kreditspænd blev indsnævret 0,13%-point til 5,21%, mens det europæiske blev indsnævret 0,12%-point til 5,48%. Positivt for udviklingen på markedet for erhvervsobligationer er, at konkursraterne har holdt sig på et absolut og relativt lavt niveau.

Aktiemarkederne

Ved indgangen til året var det forventet, at kursdannelsen ville være langt mindre fokuseret på den politiske debat

om holdbarheden i eurosamarbejdet og i langt højere grad været bestemt af den makroøkonomiske udvikling. Forudsætningen var også, at der ikke blev skabt ny tvivl om eurosamarbejdet. Den forudsætning holder stadig, og investorernes appetit på risiko har været stigende. Dette kan foruden det generelt positive aktiemarked også ses ved, at de højeste afkast har været på de mindste selskaber, mens large cap-aktierne har givet de laveste afkast.

På tværs af regioner har de japanske aktier haft en stærk udvikling baseret på, at Japan endelig efter årtiers lavvækst måske er på vej frem som følge af en ny økonomisk politik. Afkastmæssigt har Japan været den næstbedste region i 1. halvår 2013, selv om nøgletallene endnu ikke viser, om der kommer en holdbar fremgang i økonomien. De eksportorienterede virksomheder i Japan får gavn af den svækkede yen, men den indenlandske efterspørgsel kick-startes næppe af de nye tiltag. Den strukturelle udfordring for den japanske økonomi er den demografiske udvikling med en aldrende befolkning.

I Europa er vækstforløbet stadig meget uensartet. Den økonomiske vækst i eurozonen bevæger sig forskelligt fra nord til syd. Der er positive vækstrater i nord, mens de sydeuropæiske, gældsplagede lande er i dyb recession. Europæiske aktier har alligevel givet positive afkast i 1. halvår 2013, hvilket til dels skyldes, at værdiansættelsen tidligere var tyngt af frygten for euroens sammenbrud.

Amerikanske aktier har i 1. halvår givet et tocifret afkast, selv om kvartalsregnskaberne for virksomhederne ikke helt har levet op til de positive forventninger. Investorerne har dog tillagt den positive udvikling i de makroøkonomiske nøgletal mere vægt som indikation på, at USA's økonomi er i fremgang.

Emerging markets landene med BRIC-landene i front har i årevis bidraget mest til væksten i verdensøkonomien. Væksten er efter vestlige forhold stadig høje, men aftagende. En lang række centralbanker i emerging markets landene har i de seneste tre måneder sænket deres renter for at understøtte væksten. Udfordringerne for politikerne er bl.a., at væksten er meget afhængig af fortsat mange investeringer herunder i ejendomssektoren.

Bemærkelsesværdigt for udviklingen på aktiemarkederne i hele 1. halvår har været de fortsat stigende kurser i de mest defensive sektorer, herunder Daglige Forbrugsgoder og sundhedsaktier. Værdiansættelsen af de defensive sektorer er nu markant dyrere end de cykliske, hvortil forventningerne til indtjeningen implicit er noget afdæmpet. Specielt de råvareproducerende virksomheder har haft en skuffende udvikling. I 1. halvår steg de globale aktiemarkeder målt på MSCI World Indekset med 9,2%, men sektoren Materialer faldt med 10,8%.

Forventninger

Den gradvise forbedring af de udviklede landes makroøkonomier forventes at fortsætte, og det bør styrke

aktiemarkederne. Men en bedring i de makroøkonomiske forhold i retning af, at økonomierne kan klare sig uden en ekstremt lempelig pengepolitik betyder også, at pengepolitikken er på vej mod en normalisering. Det kan som i juni give store kursmæssige udsving på aktiemarkederne. Men de stærkere fundamentale vilkår for virksomhederne vil sandsynligvis være en vigtigere drivkraft for de fremtidige investeringer end de højere renter. Rentestigningerne er et udtryk for en bedre fundamental udvikling i økonomien, hvilket er positivt for virksomhedernes muligheder for at skabe vækst i indtjeningen.

Mens det går fremad i USA og Japan - og også Europa bevæger sig i den rigtige retning - er der større usikkerhed om vækstforløbet i emerging markets landene. Holder de nuværende officielle vækstforventninger, kan der argumenteres for, at værdiansættelsen af aktierne i emerging markets er attraktiv. Men der

er stor usikkerhed om vækstforløbet og derved også om virksomhedernes evne til at skabe vækst i indtjeningen. Yderligere har der været folkelige opstande i Tyrkiet og Brasilien og voldelige kampe i Egypten og Syrien, der tilsammen øger den geopolitiske risiko. Derfor har de institutionelle investorer reduceret eksponeringen til emerging markets aktier.

Som i 1. halvår er det mest sandsynlige scenarie for obligationsrenterne, at de i 2. halvår vil bevæge sig opad. Men ikke markant, da de korte obligationsrenter vil være forankret i lave officielle rentesatser, og der ikke aktuelt er tegn på stigende inflation.

I de senere år har der været en tendens til, at alle risikoaktiver er steget og faldet på samme tid. Men i 1. halvår har der været store variationer i de regionale aktieafkast, hvilket antyder, at finansmarkederne er på vej tilbage mod den traditionelle og mere nuancerede til-

gang til risiko. Det kan være et tegn på, at finanskrisen er ved at være overstået. Kursdannelsen ventes således i stadig større omfang at være bestemt af den makroøkonomiske udvikling og virksomhedernes evne til at skabe indtjening, end f.eks. begivenheder som auktioner over statsobligationer i sydeuropæiske lande.

Foreningsforhold

På generalforsamlingen den 10. april 2013 blev Nis Jul Clausen og Bodil Rosenbeck genvalgt til bestyrelsen. KPMG, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab blev genvalgt som foreningens revisor.

Efter generalforsamlingen konstituerede bestyrelsen sig med Nis Jul Clausen som formand og Bodil Rosenbeck som næstformand.

Kort om markederne i første halvår 2012

Aktiemarkederne

Det globale aktieindeks opgjort i danske kroner inkl. udbytter steg med 9,9%. Amerikanske aktier steg, målt ved S&P 500-indekset og opgjort i danske kroner, med 15,3%. Emerging markets aktier, målt ved MSCI Emerging Free-indekset opgjort i danske kroner faldt med 8,4%. Det europæiske aktieindeks steg set under ét med 3,6%, målt i danske kroner. Det danske aktieindeks OMX København Totalindeks Cap inkl. udbytter steg med 11,7%.

Obligationsmarkederne

Det globale obligationsindeks (JP Morgan World Bond-indeks) opgjort i danske kroner faldt med 4,5%. Danske statsobligationer fik (målt ud fra det danske obligationsindeks Nordea ConstantMaturityGovernment 5 years) et afkast på -2,0%.

Valutamarkederne

Den danske krone faldt svagt i forhold til EUR og steg med 1,3% i forhold til USD.

Risici og risikostyring

Investeringsinstitutforeningen Lån & Spar MixInvest tilbyder fire blandede afdelinger, der investerer i obligations- og aktiebaserede afdelinger i investeringsforeninger. De fire afdelingers generelle profil er vist i nedenstående skema.

Der er forskellige risici knyttet til de enkelte afdelinger. Risikoen er her udtrykt ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

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

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 høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens

placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Der er typisk større risiko forbundet med at investere i aktier end i obligationer. Investering i afdelinger med obligationer svarer ikke til et statsgaranteret indskud.

De historiske data giver ikke nogen garanti for den fremtidige kursudvikling.

Det er vigtigt, at man som investor opnår den rigtige kombination af investeringsbeviser i forhold til ens økonomi, tidshorisont og risikovillighed. Det gælder både på tidspunktet for investeringen og løbende i opsparingsperioden.

Eksempler på risikoelementer er beskrevet nedenfor. Listen er ikke udtømmende.

Risici knyttet til valg af investeringsbeviser i forskellige afdelinger

Investeringerne skal sammensættes ud fra egne behov og forventninger. Man skal være bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Risikoelementer omfatter f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen og kreditrisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndteres inden for de givne rammer for de forskellige investeringsområder, afdelingerne investerer i. Et eksempel på risikostyringselementer er lovgivningens regler om risikospredning.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Investeringsbeslutninger er langt overvejende baseret på porteføljerådgiveres handelsforslag til køb og salg af investe-

De 3 afdelingers generelle profil

Afdeling	Type	Stiftet	Investeringsområde	Risikoindikator
Otium 2016	Udloddende *)	2003	Obligations- og aktieudstedende afdelinger	4
Otium 2019	Udloddende *)	2003	Obligations- og aktieudstedende afdelinger	4
Otium 2022	Udloddende *)	2012	Obligations- og aktieudstedende afdelinger	4
Lån & Spar Mix - Pension	Udloddende *)	2001	Obligations- og aktieudstedende afdelinger	5

*) Med summarisk udlodningsopgørelse. Resultatet opgøres efter et skattemæssigt lagerprincip, og afdelingen udbetaler ikke kontant udbytte. Afdelingen henvender sig fortrinsvis til investorer, der beskattes efter pensionsafkastbeskatningsloven.

ringsforeningsandele (investeringsbeviser). Handelsforslagene udspringer af forventninger til fremtiden, der dannes ud fra kendskab til markedsforholdene, f.eks. renteutviklingen, konjunkturernes og politiske forhold. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

De enkelte afdelingers mål med investeringerne er at opnå et tilfredsstillende afkast under hensyn til de investeringsområder, der investeres i samt rammer for risikospredning.

De væsentligste begrænsninger i investeringerne følger af de gældende regler for risikospredning, herunder afdelingens rammer for fordelingen mellem obligations- og aktieafdelinger.

Risici knyttet til driften af foreningen og dens afdelinger

Ved administration af foreningens midler er der en række forretningsmæssige risici, herunder risici i relation til investeringsbeslutningerne, f.eks. kvaliteten af de porteføljemæssige investeringsbeslutninger, samt til driften af foreningen, f.eks. menneskelige og systemmæssige fejl, og den daglige ledelses evne til løbende at holde bestyrelsen godt orienteret om foreningens forhold.

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

For yderligere oplysninger om de enkelte Lån & Spar MixInvest-afdelinger

henvises til den seneste årsrapport samt gældende prospekt for foreningens afdelinger, der kan downloades fra www.lsmi.dk.

Generelle risikofaktorer

Lån & Spar MixInvest investerer i afdelinger, der er optaget til handel på NASDAQ OMX, Copenhagen A/S, primært afdelinger i investeringsforeningerne Lån & Spar Invest og Gudme Raaschou. Alt efter type af afdeling kan følgende generelle risikofaktorer influere på afkastet fra investeringerne:

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

Eksposering mod udlandet: Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Nogle udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold.

Valuta: Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, der kan have større eller mindre

udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, der investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, der investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko.

Selskabsspecifikke forhold: Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en aktieafdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10% i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt. Der er også om end i mindre grad en selskabsspecifik risiko ved realkreditobligationer, hvor en afdeling kan investere op til 25% i udstedelser fra et realkreditinstitut.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne

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

Renterisiko: Renteniveauet varierer fra region til region, og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renterisikoen er risikoen for, at der opstår kursfald som følge af, at renten stiger. Stiger renten, falder kursværdien på obligationerne. Renteudviklingen er blandt andet afhængig af de økonomiske forhold i Danmark og EU. Foreningen styrer renterisikoen ved at fastsætte konkrete grænser/intervaller for den korrigerede varighed på porteføljen i hver af obligationsafdelingerne. Den korrigerede varighed udtrykker, hvor meget porteføljen forventeligt vil ændre sig ved en rentestigning – og ved et rentefald.

Kreditrisiko: Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko. Kreditrisikoen er risikoen for, at debitoren bag obligationen ikke kan leve op til sine forpligtelser og tilbagebetale sin gæld. Kreditrisikoen er derfor forskellig alt efter udsteders kre-

ditværdighed, som kan ændres over tid. Obligationer udstedt af den danske stat betragtes som meget sikre obligationer, fordi kreditrisikoen er lav.

Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Særlige risici ved aktieafdelingerne

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

Risikovillig kapital: Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere. I Lån & Spar Mix-Invests afdelinger med udenlandske aktier fokuseres primært på større virksomheder, de såkaldte Large Cap- eller Blue Chip-selskaber, hvor risikoen i relation til risikovillig kapital er begrænset.

Risikoklasse – gul

I Erhvervs- og Vækstministeriets risikoklassifikation er foreningens afdelinger, i lighed med investeringsforeningers afdelinger, risikoklassificeret med farven gul, der betyder, at der er risiko for, at indskuddet på produktet kan tabes helt eller delvist, og at produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue. Ud over den gule kategori findes en grøn og en rød kategori.

Påtegninger

Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2013 for Investeringsinstituttforeningen Lån & Spar MixInvest.

I overensstemmelse med gældende praksis har halvårsrapporten ikke været genstand for revision eller review.

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

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger givet et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2013 samt resultatet af afdelingernes aktiviteter for første halvår 2013.

Ledelsesberetningen indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Frederiksberg, den 28. august 2013

Direktion

v/Invest Administration A/S



Preben Iversen

Bestyrelse



Nis Jul Clausen
formand



Bodil Rosenbeck
næstformand



Kjeld Iversen



Niels Mazanti



Ole Bergsten

Beretning og halvårsregnskab 1. januar – 30. juni 2013

Afdeling Otium 2016 – Pension

Investeringsområde og -profil

Afdeling Otium 2016 – Pension investerer i investeringsforeningsandele. Afdelingens langsigtede målsætning er, at de aktiebaserede andele i porteføljen gradvist reduceres, og de obligationsbaserede øges frem mod medio 2016. I 2013 skal aktieandelene holdes inden for 18–29% af formuen, og obligationsandele inden for 71–83 % af formuen. Investeringerne sker primært i afdelinger af Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Investeringsforeningen Gudme Raaschou. Højest 75% af formuen investeres i en og samme afdeling. Afdelingen placerer i likvide midler i accessorisk omfang. Investeringerne sker i overensstemmelse med kapitel 15 i lov om investeringsforeninger m.v.

Afdelingen benytter ikke benchmark, men afdelingens mål er at give et afkast svarende til markedsafkastet for en portefølje med samme kombination af obligationer og aktier. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen er ved halvårsskiftet placeret i risikokategori 4, hvilket indikerer en middel risiko ved investering i afdelingen. Risikoskalaen og risikofaktorer er nærmere beskrevet i halvårsrapportens afsnit "Risici og risikostyring".

Afdeling Otium 2016 – Pension henvender sig til investorer, som investerer pensionsmidler og planlægger at gå på pension inden for de næste 3 år. Afdelingen er summarisk udloddende.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Udvikling i 1. halvår 2013

Afdeling Otium 2016 – Pension gav i 1. halvår 2013 et afkast på 1,1%.

Ved indgangen til 2013 var det forventet, om end med nogen usikkerhed, at der ville komme en begyndende fremgang i den økonomiske vækst, særligt i USA og emerging markets landene, og i mere moderat omfang i Europa, hvor usikkerheden dog var størst. Forventningerne rummede en potentiel positiv udvikling på aktie- og kreditmarkederne i 2013. Positive afkast for både aktie- og obligationer i årets første 5 måneder var således i harmoni med forventningerne, og blev afbrudt af kursfald i juni, hvor positive økonomiske nøgletal blev modtaget med kursfald på aktiemarkederne og rentefald på obligationsmarkederne, da den amerikanske centralbank (FED) indikerede, at en gunstig amerikansk udvikling kunne føre til reducerede støtteprogrammer. Kursfaldene førte til negative afkastbidrag fra positioner i såvel obligationer som aktier i 2. kvartal.

Samlet for 1. halvår gav afdelingens positioner i aktieafdelinger positive afkast, særligt positioner i danske og nordamerikanske aktier. Positioner i andele i danske obligationer bidrog med et afkast tæt på nul.

Porteføljens allokering på de forskellige aktivtyper lå i begyndelsen af året neutralt i forhold til afdelingens målsætning. Afdelingens obligationsformue var primært positioneret i mellemlange obligationer samt i mindre andele med henholdsvis korte og lange obligationer. Globale aktier udgjorde halvdelen af de samlede aktiepositioner, mens den resterende halvdel var positioneret i andele i henholdsvis danske, nordiske, europæiske, nordamerikanske og emerging markets aktier.

Den globale aktieandel blev øget i begyndelsen af januar, hvilket afdelingen nød godt af. Fortsatte positive nøgletal gennem 1. halvår indfrie forventningen om en makroøkonomisk fremgang i især USA og skabte en positiv udvikling på aktiemarkederne.

Fra midten af 2. kvartal 2013 blev positioner i aktieandele trinvis reduceret. Det skete først ved salg af andele i nordamerikanske og globale aktier og derefter ved frasalg af hele eksponeringen til emerging markets aktier. I forventning om bedre beskyttelse af afdelingens formue blev en del allokert til forventet mere stabile europæiske aktier, mens størstedelen blev allokert til eksponering mod mellemlange danske obligationer. Tilpasningen af afdelingens investeringer gjorde aktivsammensætningen mere robust og havde en beskyttende effekt overfor de efterfølgende store kursfald i juni.

Ved udgangen af 1. halvår 2013 var porteføljens risikoeksponering lav set i forhold til afdelingens overordnede målsætning. Halvdelen af aktieeksponeringen var således i globale aktier, mens den resterende del var fordelt på henholdsvis danske, nordiske, europæiske og nordamerikanske aktier. Afdelingens obligationseksponering var primært i mellemlange obligationer samt en mindre del i henholdsvis korte og lange obligationer.

Forventninger

Den gradvise forbedring af de udviklede landes makroøkonomier forventes, sammen med en fortsat økonomisk vækst i emerging markets landene, at kunne styrke aktiemarkederne. Med en bedring i de udviklede landes økonomier vil den meget lempelige pengepolitik gradvist bevæge sig mod en normalisering. Det kan, som det var tilfældet i juni, give store kursmæssige udsving på aktiemarkederne. Men de stærkere fundamentale vilkår for virksomhederne forventes at kunne give grundlag for en positiv trend på aktiemarkederne.

Det aktuelt lave renteniveau vil fortsat præge afkastbidraget fra afdelingens positioner i obligationer. Der ses mulighed for rentestigninger i løbet af 2. halvår, fra et meget lavt niveau til et lavt niveau, som kan betyde, at positioner i danske obligationer i bedste fald kan bidrage med et lavt positivt afkast. Realkreditobligationer tilbyder en merrente i forhold til statsobligationer, som porteføljen fortsat ventes at få gavn af.

Fakta om Afdeling Otium 2016 – Pension

Børsnoteret	
Summarisk udloddende	
Risikokategori	4
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio 5 års gennemsnit	0,89
ÅOP (2012) *)	1,32

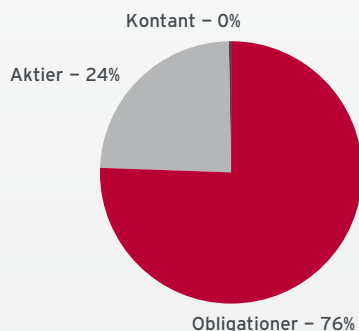
Bemærk: *) Opgjort inkl. vægtning af omkostninger i afdelinger der investeres i.

Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Lån & Spar Invest Obligat UDOB	66,5%
2	Gudme Raaschou Selection ABIU	7,9%
3	Lån & Spar Invest Korte UDOB	6,5%
4	Lån & Spar Invest Verden UAIB	4,4%
5	Lån & Spar Invest Danmark UAIB	2,8%
6	Gudme Raaschou Classics ABIU	2,7%
7	Lån & Spar Invest Lange BUDO	2,7%
8	Lån & Spar Invest Nordamerika UAIB	3,4%
9	Gudme Raaschou Nordic Alpha ABIU	2,0%
10	ValueInvest Blue Chip	1,1%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2013

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2013



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



— Afdeling Otium 2016 - Pension

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Otium 2016 – Pension

Halvår	2009	2010	2011	2012	2013
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	1,1	2,3	-2,5	4,2	1,9
Medlemmernes formue	25,7	82,0	118,7	149,1	156,5
Cirkulerende andele (nominel værdi)	20,8	58,2	81,2	97,4	97,6
Nøgletal (pr. andel)					
Indre værdi pr. andel, kr.	123,39	140,94	146,20	153,07	160,34
Periodens afkast i pct.	5,42	4,29	-2,18	3,15	1,10
Sharpe Ratio *)	0,06	0,43	0,47	0,53	0,89
Standardafvigelse *)	4,36	5,03	5,01	5,26	5,29
Omkostningsprocent **)	0,33	0,17	0,17	0,13	0,11
Benchmark					
Ingen	-	-	-	-	-

Bemærk: *) Frem til og med 2009 er Sharpe Ratio og Standardafvigelse baseret på 3 års gennemsnit, derefter på 5 års gennemsnit.

**) Omkostningsprocenten er opgjort for halvåret og er ikke sammenlignelig med omkostningen på årsbasis.

Afdeling Otium 2016 – Pension

1.000 kr.	Note	2013	2012
RESULTATOPGØRELSE 1. halvår 2013			
Renter og udbytter		4.521	3.697
Kursgevinster og -tab		-2.413	708
Administrationsomkostninger		-175	-190
Resultat før skat		1.933	4.215
Skat		0	0
Halvårets nettoresultat		1.933	4.215

1.000 kr.	Note	2013	2012
BALANCE			
Ultimo 1. halvår 2013 samt ultimo 2012			
AKTIVER			
Likvide midler		609	1.418
Investeringsbeviser i andre danske investerings- og specialforeninger		155.947	164.407
Andre aktiver		0	2
Aktiver i alt	2	156.556	165.827
PASSIVER			
Medlemmernes formue	1	156.509	165.739
Anden gæld		47	88
Passiver i alt		156.556	165.827

Noter

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 kr.)
NOTE 1 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue, primo	1.045.100	165.739
Emissioner	0	0
Indløsninger	-69.000	-11.169
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		6
Overført fra resultatopgørelsen		1.933
I alt medlemmernes formue	976.100	156.509
Procent		
	2013	2012
NOTE 2 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,6	99,1
Øvrige finansielle instrumenter	0,4	0,9
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 76,1% i obligationsbaserede afdelinger og 23,9% placeret i aktiebaserede afdelinger.

Afdeling Otium 2019 – Pension

Investeringsområde og -profil

Afdeling Otium 2019 – Pension investerer i investeringsforeningsandele. Afdelingens langsigtede målsætning er, at de aktiebaserede andele i porteføljen gradvist reduceres, og de obligationsbaserede øges frem mod medio 2019. I 2013 skal aktieandelene holdes inden for 25–40% af formuen, og obligationsandele inden for 50–70% af formuen. Endvidere kan andele i afdelinger med erhvervsobligationer udgøre op til 20% af formuen. Aktieandele og erhvervsobligationsandele kan samlet udgøre op til 55% i 2013 faldende årligt med 5%-point frem til 2019. Investeringerne sker primært i afdelinger af Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Investeringsforeningen Gudme Raaschou.

Højest 75% af formuen investeres i en og samme afdeling. Afdelingen må ikke investere i afdelinger, der benytter afledte finansielle instrumenter til andre formål end afdækning. Afdelingen placerer i likvide midler i accessorisk omfang. Investeringerne sker i overensstemmelse med kapitel 15 i lov om investeringsforeninger m.v.

Afdelingen benytter ikke benchmark, men afdelingens mål er at give et afkast svarende til markedsafkastet for en portefølje med samme kombination af obligationer og aktier. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen er ved halvårsskiftet placeret i risikokategori 4, hvilket indikerer en middel risiko ved investering i afdelingen. Risikoskalaen og risikofaktorer er nærmere beskrevet i halvårsrapportens afsnit "Risici og risikostyring".

Afdeling Otium 2019 – Pension henvender sig til investorer, som investerer pensionsmidler og planlægger at gå på pension inden for de næste 6 år. Afdelingen er summarisk udloddende.

Afdelingen ændrede navn og investeringsstrategi i november 2012.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Udvikling i 1. halvår 2013

Afdeling Otium 2019 – Pension gav i 1. halvår 2013 et afkast på 1,2%.

Ved indgangen til 2013 var det forventet, om end med nogen usikkerhed, at der ville komme en begyndende fremgang i den økonomiske vækst, særligt i USA og emerging markets landene, og i mere moderat omfang i Europa, hvor usikkerheden dog var størst. Forventningerne rummede en potentiel positiv udvikling på aktie- og kreditmarkederne i 2013. Positive afkast for både aktie- og obligationer i årets første 5 måneder var således i harmoni med forventningerne, og blev afbrudt af kursfald i juni, hvor positive økonomiske nøgletal blev modtaget med kursfald på aktiemarkederne og rentefald på obligationsmarkederne, da den amerikanske centralbank (FED) indikerede, at en gunstig amerikansk udvikling kunne føre til reducerede støtteprogrammer. Kursfaldene førte til negative afkastbidrag fra positioner i såvel obligationer som aktier i 2. kvartal.

Samlet for 1. halvår gav afdelingens positioner i aktieafdelinger positive afkast, særligt positioner i danske og nordamerikanske aktier. Positioner i andele i danske obligationer bidrog med et afkast tæt på nul, mens andelen i erhvervsobligationer fra Europa og USA bidrog med positive merafkast.

Porteføljens allokering på de forskellige aktivtyper lå i begyndelsen af året neutralt i forhold til afdelingens målsætning. Afdelingens obligationseksponering var primært i mellemlange danske obligationer samt en mindre del i henholdsvis europæiske, amerikanske og emerging markets erhvervsobligationer. Globale aktier udgjorde 2/3 af aktieeksponeringen, mens den resterende del var i danske, nordiske, nordamerikanske og emerging markets aktier.

Den globale aktieandel blev øget i starten af januar, hvilket afdelingens udvikling nød godt af. Fortsatte positive nøgletal gennem 1. halvår indfriede forventningen om en makroøkonomisk fremgang i især USA og skabte en positiv udvikling på aktiemarkederne. Fra midten af 2. kvartal blev afdelingens investeringer tilpasset i forventning om bedre beskyttelse af afdelingens formue. Først blev eksponeringen til danske

og globale aktier reduceret og allokeret til stabile europæiske aktier. Dernæst blev eksponeringen til emerging markets aktier solgt helt fra til fordel for danske obligationer. I juni blev positive nøgletal modtaget med kursfald på aktiemarkederne og rentefald på obligationsmarkederne. Tilpasningen af afdelingens investeringer gjorde aktivsammensætningen mere robust, og havde en beskyttende effekt overfor de efterfølgende store kursfald i juni.

Andelen af investeringer i andele med erhvervsobligationer blev reduceret med 1/3 i løbet af 1. halvår som følge af dels begrænset nyinvestering og dels kursfald på andele i emerging markets obligationer.

Ved udgangen af 1. halvår 2013 var porteføljens risikoeksponering lav i forhold til afdelingens overordnede målsætning. 2/3 af aktieeksponeringen var i globale aktier, mens den resterende del var fordelt på henholdsvis danske, nordiske og europæiske aktier. Afdelingens obligationseksponering var primært i mellemlange danske obligationer samt en mindre del i europæiske, nordamerikanske og emerging markets erhvervsobligationer.

Forventninger

Den gradvise forbedring af de udviklede landes makroøkonomier forventes, sammen med en fortsat økonomisk vækst i emerging markets landene, at kunne styrke aktiemarkederne. Med en bedring i de udviklede landes økonomier vil den meget lempelige pengepolitik gradvist bevæge sig mod en normalisering. Det kan, som det var tilfældet i juni, give store kursmæssige udsving på aktiemarkederne. Men de stærkere fundamentale vilkår for virksomhederne forventes at kunne give grundlag for en positiv trend på aktiemarkederne.

Det aktuelt lave renteniveau vil fortsat præge afkastbidraget fra afdelingens positioner i obligationer. Der ses mulighed for rentestigninger i løbet af 2. halvår, fra et meget lavt niveau til et lavt niveau, som kan betyde, at positioner i danske obligationer i bedste fald kan bidrage med et lavt positivt afkast. Realkreditobligationer tilbyder en merrente i forhold til statsobligationer, som porteføljen fortsat ventes at få gavn af.

Fakta om Afdeling Otium 2019 – Pension

Børsnoteret	
Summarisk udloddende	
Risikokategori	4
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio 5 års gennemsnit	0,54
ÅOP (2012) *)	1,67

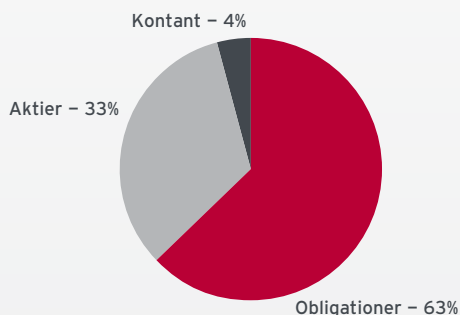
Bemærk: *) Opgjort inkl. vægtning af omkostninger i afdelinger der investeres i.

Porteføljens største positioner: *)

1	Lån & Spar Invest Obligat UDDB	54,0%
2	Lån & Spar Invest Verden UAIB	12,7%
3	Gudme Raaschou Selection ABIU	12,6%
4	Gudme Raaschou Emerging Markets Debt BUIO	3,9%
5	Gudme Raaschou Classics ABIU	3,4%
6	Gudme Raaschou EU High Yield BIOU	2,7%
7	Gudme Raaschou US High Yield BIOU	2,5%
8	Gudme Raaschou Danske Aktier ABDO	2,3%
9	Gudme Raaschou Nordic Alpha ABIU	1,6%
10	Lån & Spar Invest Danmark UADB	0,0%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2013

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2013



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



— Afdeling Otium 2019 - Pension

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Otium 2019 – Pension

Halvår	2009	2010	2011	2012	2013
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	4,1	4,0	-1,1	1,7	0,7
Medlemmernes formue	94,6	111,1	112,9	99,5	87,2
Cirkulerende andele (nominel værdi)	82,5	87,0	87,0	73,1	61,9
Nøgletal (pr. andel)					
Indre værdi pr. andel, kr.	114,67	127,73	129,78	136,13	140,84
Periodens afkast i pct.	4,49	3,80	-0,90	1,59	1,22
Sharpe Ratio *)	-0,24	0,02	-0,10	-0,07	0,54
Standardafvigelse *)	5,05	5,15	4,75	4,64	4,11
Omkostningsprocent **)	0,17	0,13	0,15	0,15	0,16
Benchmark					
Ingen	-	-	-	-	-

Bemærk: *) Frem til og med 2009 er Sharpe Ratio og Standardafvigelse baseret på 3 års gennemsnit, derefter på 5 års gennemsnit.

**) Omkostningsprocenten er opgjort for halvåret og er ikke sammenlignelig med omkostningen på årsbasis.

Afdeling Otium 2019 – Pension

1.000 kr.	Note	2013	2012
RESULTATOPGØRELSE 1. halvår			
Renter og udbytter		2.322	2.845
Kursgevinster og -tab		-1.486	-1.003
Administrationsomkostninger		-132	-156
Resultat før skat		704	1.686
Skat		0	0
Halvårets nettoresultat		704	1.686

1.000 kr.	Note	2013	2012
BALANCE			
Ultimo 1. halvår 2013 samt ultimo 2012			
AKTIVER			
Likvide midler		4.057	2.291
Investeringsbeviser i andre danske investerings- og specialforeninger		83.381	73.657
Andre aktiver		0	1
Aktiver i alt	2	87.438	75.949
PASSIVER			
Medlemmernes formue	1	87.210	74.883
Anden gæld		228	1.066
Passiver i alt		87.438	75.949

Noter

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 kr.)
NOTE 1 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue, primo	538.200	74.883
Emissioner	81.000	11.481
Indløsninger	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		142
Overført fra resultatopgørelsen		704
I alt medlemmernes formue	619.200	87.210
Procent		
	2013	2012
NOTE 2 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,4	97,0
Øvrige finansielle instrumenter	4,6	3,0
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 32,5% placeret i aktiebaserede afdelinger og 67,5% i obligationsbaserede afdelinger.

Afdeling Otium 2022 – Pension

Investeringsområde og -profil

Afdeling Otium 2022 – Pension investerer i investeringsforeningsandele. Afdelingens langsigtede målsætning er, at de aktiebaserede andele i porteføljen gradvist reduceres, og de obligationsbaserede øges frem mod medio 2022. I 2013 skal aktieandelene holdes inden for 35–50% af formuen, og obligationsandele inden for 40–65% af formuen. Endvidere kan andele i afdelinger med erhvervsobligationer udgøre op til 20% af formuen, og aktieandele og erhvervsobligationsandele kan samlet udgøre op til 60% frem til og med 2014, derefter faldende årligt med 5%-point frem til 2022. Højest 75% af formuen investeres i en og samme afdeling. Afdelingen må ikke investere i afdelinger, der benytter afledte finansielle instrumenter til andre formål end afdækning. Afdelingen placerer i likvide midler i accessorisk omfang. Investeringerne sker i overensstemmelse med kapitel 15 i lov om investeringsforeninger m.v. og primært i afdelinger af Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og Investeringforeningen Gudme Raaschou.

Afdelingen benytter ikke benchmark, men afdelingens mål er at give et afkast svarende til markedsafkastet for en portefølje med samme kombination af obligationer og aktier. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen er ved halvårsskiftet placeret i risikokategori 4, hvilket indikerer en middel risiko ved investering i afdelingen. Risikoskalaen og risikofaktorer er nærmere beskrevet i halvårsrapportens afsnit "Risici og risikostyring".

Afdeling Otium 2022 – Pension henvender sig til investorer, som investerer pensionsmidler og planlægger at gå på pension inden for de næste 9 år. Afdelingen er summarisk udloddende.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Udvikling i 1. halvår 2013

Afdeling Otium 2022 – Pension gav i 1. halvår 2013 et afkast på 1,7%.

Ved indgangen til 2013 var det forventet, om end med nogen usikkerhed, at der ville komme en begyndende fremgang i den økonomiske vækst, særligt i USA og emerging markets landene, og i mere moderat omfang i Europa, hvor usikkerheden dog var størst. Forventningerne rummede en potentiel positiv udvikling på aktie- og kreditmarkederne i 2013. Positive afkast for både aktie- og obligationer i årets første 5 måneder var således i harmoni med forventningerne, og blev afbrudt af kursfald i juni, hvor positive økonomiske nøgletal blev modtaget med kursfald på aktiemarkederne og rentefald på obligationsmarkederne, da den amerikanske centralbank (FED) indikerede, at en gunstig amerikansk udvikling kunne føre til reducerede støtteprogrammer. Kursfaldene førte til negative afkastbidrag fra positioner i såvel obligationer som aktier i 2. kvartal.

Samlet for 1. halvår gav afdelingens positioner i aktieafdelinger positive afkast, særligt positioner i danske og nordamerikanske aktier. Positioner i andele i danske obligationer bidrog med et afkast tæt på nul, mens andelen i erhvervsobligationer fra Europa og USA bidrog med positive merafkast.

Porteføljens allokering på de forskellige aktivtyper lå i begyndelsen af året neutralt i forhold til afdelingens målsætning. Afdelingens obligationseksponering var primært i mellemlange danske obligationer samt en mindre del i lange danske obligationer og henholdsvis europæiske og emerging markets erhvervsobligationer. Globale aktier udgjorde 2/3 af aktieeksponeringen, mens den resterende del var i henholdsvis danske, nordiske, europæiske og emerging markets aktier.

De danske og globale aktieandele blev øget i starten af januar, hvilket afdelingens udvikling nød godt af. Fortsatte positive nøgletal gennem 1. halvår indfriede forventningen om en makroøkonomisk fremgang i især USA og skabte en positiv udvikling på aktiemarkederne. Fra midten af 2. kvartal blev afdelingens investeringer

tilpasset i forventning om bedre beskyttelse af afdelingens formue. Først blev eksponeringen til danske og globale aktier reduceret og allokeret til stabile europæiske aktier. Dernæst blev eksponeringen til nordamerikanske og emerging markets aktier solgt helt fra til fordel for danske obligationer. Tilpasningen af afdelingens investeringer gjorde aktivsammensætningen mere robust og havde en beskyttende effekt overfor de efterfølgende store kursfald i juni.

Andelen af erhvervsobligationer blev reduceret med 1/3 i løbet af 1. halvår.

Ved udgangen af 1. halvår 2013 var porteføljens risikoeksponering lige over neutral i forhold til afdelingens overordnede målsætning. 2/3 af aktieeksponeringen var i globale aktier, mens den resterende del var fordelt på danske, nordiske og stabile europæiske aktier. Afdelingens obligationseksponering var primært i mellemlange danske obligationer samt en mindre del i lange danske obligationer og henholdsvis europæiske og emerging markets erhvervsobligationer.

Forventninger

Den gradvise forbedring af de udviklede landes makroøkonomier forventes, sammen med en fortsat økonomisk vækst i emerging markets landene, at kunne styrke aktiemarkederne. Med en bedring i de udviklede landes økonomier vil den meget lempelige pengepolitik gradvist bevæge sig mod en normalisering. Det kan, som det var tilfældet i juni, give store kursmæssige udsving på aktiemarkederne. Men de stærkere fundamentale vilkår for virksomhederne forventes at kunne give grundlag for en positiv trend på aktiemarkederne.

Det aktuelt lave renteniveau vil fortsat præge afkastbidraget fra afdelingens positioner i obligationer. Der ses mulighed for rentestigninger i løbet af 2. halvår, fra et meget lavt niveau til et lavt niveau, som kan betyde, at positioner i danske obligationer i bedste fald kan bidrage med et lavt positivt afkast. Realkreditobligationer tilbyder en merrente i forhold til statsobligationer, som porteføljen fortsat ventes at få gavn af.

Fakta om Afdeling Otium 2022 - Pension

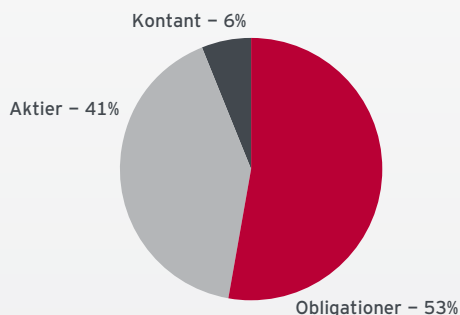
Børsnoteret	
Summarisk udloddende	
Risikokategori	4
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio 5 års gennemsnit	-

Porteføljens største positioner: *)

1	Lån & Spar Invest Obligat UD0B	39,0%
2	Gudme Raaschou Selection ABIU	17,2%
3	Lån & Spar Invest Verden UAIB	9,0%
4	Gudme Raaschou Classics ABIU	5,6%
5	Gudme Raaschou Emerging Markets Debt BUIO	5,0%
6	Gudme Raaschou EU High Yield BIOU	4,9%
7	Lån & spar Invest Lange BUDO	4,0%
8	Gudme Raaschou Danske Aktier ABDU	3,5%
9	Lån & Spar Invest Europa UAIB	2,4%
10	Gudme Raaschou Nordic Alpha ABIU	1,7%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2013

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2013



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



— Afdeling Otium 2022 - Pension

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Otium 2022 - Pension

Halvår	2013 *)
Hovedtal i mio. kr	
Halvårets nettoresultat	0,4
Medlemmernes formue	60,0
Cirkulerende andele (nominel værdi)	58,1
Nøgletal (pr. andel)	
Indre værdi pr. andel, kr.	103,22
Periodens afkast i pct.	1,72
Sharpe Ratio **)	-
Standardafvigelse **)	-
Omkostningsprocent ***)	0,26
Benchmark	
Ingen	

Bemærk: *) For perioden 19. november 2012 - 30. juni 2013.

***) Afdelingen er under 3 år.

****) Omkostningsprocenten er opgjort for perioden og er ikke sammenlignelig med omkostningen på årsbasis.

Afdeling Otium 2022 – Pension

1.000 kr.	Note	2013
RESULTATOPGØRELSE		
(Perioden 19. november 2012 – 30. juni 2013)		
Renter og udbytter		1.356
Kursgevinster og -tab		-836
Administrationsomkostninger		-136
Resultat før skat		384
Skat		0
Halvårets nettoresultat		384

1.000 kr.	Note	2013
BALANCE		
Ultimo 1. halvår 2013		
AKTIVER		
Likvide midler		3.834
Investeringsbeviser i andre danske investerings- og specialforeninger		56.145
Andre aktiver		0
Aktiver i alt	2	59.979
PASSIVER		
Medlemmernes formue	1	59.960
Anden gæld		19
Passiver i alt		59.979

Noter

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 kr.)
NOTE 1 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue, primo	0	0
Emissioner	580.883	58.962
Indløsninger	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		614
Overført fra resultatopgørelsen		384
I alt medlemmernes formue	580.883	59.960
Procent		
		2013
NOTE 2 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter		93,6
Øvrige finansielle instrumenter		6,4
		100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 40,6% placeret i aktiebaserede afdelinger og 59,4% i obligationsbaserede afdelinger.

Afdeling Lån & Spar Mix – Pension

Investeringsområde og -profil

Afdeling Lån & Spar Mix - Pension investerer i investeringsforeningsafdelinger ud fra en målsætning om en fordeling af porteføljen med 60% i aktiebaserede investeringsforeningsandele og 40% i obligationsbaserede investeringsforeningsandele. Aktieandelen kan svinge mellem 55-65%. Investeringerne sker primært i Investeringsforeningen Lån & Spar Invest og i Investeringsforeningen Gudme Raaschou. Afdelingen må højst investere 75% af formuen i én og samme afdeling.

Afdelingen benytter ikke benchmark, men afdelingen har som mål at give et afkast svarende til markedsafkastet for en portefølje med samme kombination af aktier og obligationer. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen er ved halvårsskiftet placeret i risikokategori 5, hvilket indikerer en mid-del risiko. Risikofaktorer og placering er nærmere beskrevet i halvårsrapportens afsnit om "Risici og risikostyring".

Afdeling Lån & Spar Mix - Pension henvender sig til investorer, som investerer pensionsmidler og har en investeringshorisont på minimum 10 år. Afdelingen er summarisk udloddende.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Udviklingen i 1. halvår 2013

Afdeling Mix - Pension gav i 1. halvår 2013 et afkast på 2,4%.

Ved indgangen til 2013 var det forventet, om end med nogen usikkerhed, at der ville komme en begyndende fremgang i den økonomiske vækst, særligt i USA og emerging markets landene, og i mere moderat omfang i Europa, hvor usikkerheden dog var størst. Forventningerne rummede en potentiel positiv udvikling på aktie- og kreditmarkederne i 2013. Positive afkast for både aktie- og obligationer i årets første 5 måneder var således i harmoni med forventningerne, og blev afbrudt af kursfald i juni, hvor positive økonomiske nøgletal blev modtaget med kursfald på aktiemarkederne og rentefald på obligationsmarkederne, da den amerikanske centralbank (FED) indikerede, at en gunstig amerikansk udvikling kunne føre til reducerede støtteprogrammer. Kursfaldene førte til negative afkastbidrag fra positioner i såvel obligationer som aktier i 2. kvartal.

Samlet for 1. halvår gav afdelingens positioner i aktieafdelinger positive afkast, særligt positioner i danske og nordamerikanske aktier. Positioner i andele i danske obligationer bidrog med et afkast tæt på nul.

Porteføljens allokering på de forskellige aktivtyper lå i begyndelsen af året neutralt i forhold til afdelingens målsætning. Halvdelen af afdelingens obligationseksponering var i mellemlange obligationer, mens den resterende del var fordelt på henholdsvis korte og lange obligationer. Globale aktier udgjorde lige under 1/3 af aktieeksponeringen, og de resterende 2/3 var fordelt lige på danske, europæiske, nordamerikanske og emerging markets aktier.

De danske og globale aktieandele blev øget i starten af januar, hvilket afdelingens udvikling nød godt af. Fortsatte positive nøgletal gennem 1. halvår indfrie forventningen om en makroøkonomisk fremgang i især USA, hvilket gav en positiv udvikling på aktiemarkederne. Fra midten af 2. kvartal blev afdelingens investeringer tilpasset i forventning om bedre beskyttel-

se af afdelingens formue. Først blev en del af årets gevinst på nordamerikanske aktier realiseret og allokeret til stabile europæiske aktier. Dernæst blev eksponeringen til emerging markets aktier kraftigt reduceret til fordel for danske obligationer. Tilpasningen af afdelingens investeringer gjorde aktivsammensætningen mere robust og havde en beskyttende effekt overfor de efterfølgende store kursfald i juni.

Ved udgangen af 1. halvår 2013 var porteføljens risikoeksponering lidt over neutral i forhold til afdelingens overordnede målsætning. Lige over halvdelen af obligationseksponeringen var således i mellemlange obligationer, mens den resterende del var fordelt på henholdsvis korte og lange obligationer. 1/3 af aktieeksponeringen var i globale aktier, mens der var eksponeret ca. 10% af den samlede formue i henholdsvis danske, europæiske og nordamerikanske aktier. Eksponeringen til emerging markets var halveret i forhold til årets start, som følge af frasalg i juni og den negative udvikling i 1. halvår.

Forventninger

Den gradvise forbedring af de udviklede landes makroøkonomier forventes sammen med en fortsat økonomisk vækst i emerging markets landene, at kunne styrke aktiemarkederne. Med en bedring i de udviklede landes økonomier vil den meget lempelige pengepolitik gradvist bevæge sig mod en normalisering. Det kan, som det var tilfældet i juni, give store kursmæssige udsving på aktiemarkederne. Men de stærkere fundamentale vilkår for virksomhederne forventes at kunne give grundlag for en positiv trend på aktiemarkederne.

Det aktuelt lave renteniveau vil fortsat præge afkastbidraget fra afdelingens positioner i obligationer. Der ses mulighed for rentestigninger i løbet af 2. halvår, fra et meget lavt niveau til et lavt niveau, som kan betyde, at positioner i danske obligationer i bedste fald kan bidrage med et lavt positivt afkast. Realkreditobligationer tilbyder en merrente i forhold til statsobligationer, som porteføljen fortsat ventes at få gavn af.

Fakta om Afdeling Lån & Spar Mix – Pension

Børsnoteret	
Summarisk udloddende	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio 5 års gennemsnit	0,30
ÅOP (2012) *)	1,78

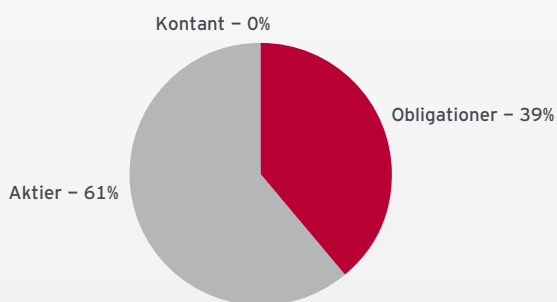
Bemærk: *) Opgjort inkl. vægtning af omkostninger i afdelinger der investeres i.

Porteføljens 10 største positioner: *)

1	Lån & Spar Invest Obligat UDOB	21,3%
2	Lån & Spar Invest Verden UAIB	13,7%
3	Lån & Spar Invest Lange BUDO	9,7%
4	Lån & Spar Invest Danmark UADB	9,3%
5	Lån & Spar Invest Nordam UAIB	7,9%
6	Lån & Spar Invest Europa UAIB	7,6%
7	Lån & Spar Invest Korte UDOB	7,5%
8	Gudme Raaschou Selection ABIU	7,1%
9	Gudme Raaschou Emerging Markets aktier	5,7%
10	Gudme Raaschou Nordic Alpha ABIU	3,3%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2013

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2013



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



— Afdeling Lån & Spar Mix - Pension

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Lån & Spar Mix – Pension

Halvår	2009	2010	2011	2012	2013
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	15,5	14,5	-13,2	17,4	8,2
Medlemmernes formue	228,6	293,1	328,4	337,9	348,2
Cirkulerende andele (nominel værdi)	251,1	271,7	291,2	291,3	277,6
Nøgletal (pr. andel)					
Indre værdi pr. andel, kr.	91,03	107,89	112,78	116,01	125,43
Periodens afkast i pct.	7,20	5,30	-3,90	5,36	2,40
Sharpe Ratio	-0,27	-0,04	-0,08	-0,17	0,30
Standardafvigelse	9,02	9,59	9,32	9,99	9,29
Omkostningsprocent *)	0,14	0,11	0,10	0,09	0,08
Benchmark					
Ingen	-	-	-	-	-

Bemærk: *) Omkostningsprocenten er opgjort for halvåret og er ikke sammenlignelig med omkostningen på årsbasis.

Afdeling Lån & Spar Mix – Pension

1.000 kr.	Note	2013	2012
RESULTATOPGØRELSE 1. halvår			
Renter og udbytter		8.019	8.679
Kursgevinster og -tab		481	9.044
Administrationsomkostninger		-276	-318
Resultat før skat		8.224	17.405
Skat		0	0
Halvårets nettoresultat		8.224	17.405

1.000 kr.	Note	2013	2012
BALANCE			
Ultimo 1. halvår 2013 samt ultimo 2012			
AKTIVER			
Likvide midler		1.619	1.909
Investeringsbeviser i andre danske investerings- og specialforeninger		346.658	343.299
Andre aktiver		0	5
Aktiver i alt	2	348.277	345.213
PASSIVER			
Medlemmernes formue	1	348.187	345.046
Anden gæld		90	167
Passiver i alt		348.277	345.213

Noter

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 kr.)
NOTE 1 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue, primo	2.817.000	345.046
Emissioner	34.000	4.307
Indløsninger	-75.000	-9.447
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		57
Overført fra resultatopgørelsen		8.224
I alt medlemmernes formue	2.776.000	348.187
Procent		
	2013	2012
NOTE 2 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,4
Øvrige finansielle instrumenter	0,5	0,6
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 61,0% placeret i aktiebaserede afdelinger og 39,0% i obligationsbaserede afdelinger.

Information om indhold i beretning og halvårsregnskab for afdelingerne

Sådan læses beretning og halvårsregnskab

De enkelte afdelinger af Investeringsinstituttforeningen Lån & Spar MixInvest aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i halvåret samt giver en status ultimo halvåret. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i halvåret samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, som lovgivningen og bestyrelsen har lagt for afdelingerne.

Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Det anbefales, at afsnittene læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen.

Beretning og halvårsregnskab for den enkelte afdeling er struktureret således, at der for hver afdeling indledningsvist er en beretning med beskrivelse af afdelingens profil, hvor de væsentligste karakteristika ved afdelingen er beskrevet, herunder risikoprofil samt oplysning om eventuelle usikkerhedselementer i indregning og måling. Derefter følger en beretning

om halvåret der gik, hvor afkast samt de områder, som har haft størst betydning for afdelingens resultat, beskrives.

Beretningen om forventningerne til udviklingen i den resterende del af 2013 for det pågældende investeringsområde er beskrevet sidst i ledelsesberetningen for den enkelte afdeling. Forventningsafsnittet er ikke en eksakt beskrivelse af, hvad man som investor kan forvente at opnå ved investering i afdelingen. Der er usikkerhed knyttet til forventningsafsnittet. Afsnittet supplerer det generelle afsnit om forventninger til den økonomiske udvikling, der er beskrevet i den generelle ledelsesberetning.

I tilknytning til beretningen er givet en række informationer om de ti største positioner i afdelingens portefølje, fordelingen af aktiverne i porteføljen på f.eks. geografiske områder samt en række hoved- og nøgletal for de seneste fem år.

Herefter følger et halvårsregnskab for den enkelte afdeling. Halvårsregnskabet består af tre elementer: En resultatopgørelse, en balance og et sæt noter.

Resultatopgørelsen viser årets indtægter og omkostninger. Indtægterne kan f.eks. være udbytter fra de afdelinger, der investeres i. Kursreguleringen, der er anført i driftsresultatet, vil være positiv, når der

samlet for året er kursgevinster på afdelingens portefølje af finansielle instrumenter og negativ, når der samlet er tale om et kurstab.

Af resultatopgørelsen fremgår endvidere de samlede administrationsomkostninger, der har været i halvåret forbundet med driften af afdelingen i året. Skattebeløbet, der er vist i resultatopgørelsen, består af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes.

Balancen er et statusbillede af aktiver og passiver ultimo halvåret. Aktiverne er i al væsentlighed de finansielle instrumenter, som den enkelte afdeling investerer i. Eksempelvis værdien af aktie- eller obligationsandele ultimo året. Passiverne er i al væsentlighed de investeringsbeviser, som investorerne i afdelingen ejer, også benævnt afdelingens formue.

Noterne er uddybende information om enkelte poster. Notehenvisningerne fremgår af balancen for den enkelte afdeling. Noterne omfatter en beskrivelse af udviklingen i medlemmernes formue, hvor blandt andet formue tilgang fra salg af investeringsbeviser (emissioner) og formueafgang fra afdelingens køb af investeringsbeviser fra investorerne (indløsninger) fremgår samt en beskrivelse af de finansielle instrumenters fordeling.

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsinstitutforeningen Lån & Spar MixInvest aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Der er ikke foretaget ændringer i den anvendte regnskabspraksis i forhold til årsrapporten 2012.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerhed ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket dette, ligesom der ikke er indtruffet betydningsfulde hændelser efter regnskabsperiodens afslutning.

I det følgende er en række af elementerne i regnskabspraksis omtalt.

Beløb i fremmed valuta

Indtægter og udgifter i udenlandsk valuta indgår i resultatopgørelsen omregnet til danske kroner ved anvendelse af transaktionsdagens valutakurs. Mellemværende i fremmed valuta omregnes til danske kroner på grundlag af GMT1600-kurser ultimo regnskabsåret. Unoterede valutakurser er fastlagt på baggrund af handelskurserne ultimo regnskabsåret.

Resultatopgørelsen

Renteindtægter på kontant indestående hos depotselskabet m.v. omfatter modtagne renter. Udbytter omfatter de i regnskabsåret modtagne danske udbytter fra investeringsforeningsandele.

I det regnskabsmæssige resultat indgår realiserede og urealiserede kursgevinster/-tab. Realiserede kursgevinster/-tab beregnes på grundlag af forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo året henholdsvis købsprisen i halvåret, såfremt aktivet er anskaffet i halvåret.

Urealiserede kursgevinster/-tab beregnes som forskellen mellem kursværdien ultimo halvåret og primo året eller købsprisen i halvåret, såfremt aktivet er anskaffet i halvåret.

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne under hensyntagen til afdelingernes formue ultimo hver måned, jf. vedtægternes § 23.

Balancen

Finansielle instrumenter indregnes og måles til dagsværdi. Ved finansielle instrumenter forstås værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, andele udstedt af andre foreninger, afledte finansielle instrumenter samt likvide midler, herunder valuta. For likvide beholdninger svarer dagsværdien normalt til den nominelle værdi.

Børsnoterede værdipapirer, f.eks. andele i aktie- og obligationsafdelinger, er indregnet til dagsværdi, der opgøres ud fra lukkekurs ultimo regnskabsperioden.

Nøgletal

Cirkulerende andele: Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo halvåret.

Indre værdi pr. andel: Indre værdi pr. andel beregnes som medlemmernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo halvåret.

Halvårets afkast i %: Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo

halvåret med korrektion for eventuel udlodning til medlemmerne i halvåret.

Sharpe Ratio: Sharpe Ratio er et udtryk for en afdelings afkast set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe Ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Standardafvigelse: Standardafvigelsen er et udtryk for udsving i afdelingens afkast og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Omkostningsprocent: Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens direkte administrationsomkostninger for halvåret divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i halvåret.

ÅOP: ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) er opgjort som summen af afdelingens seneste CI-omkostningsprocent (typisk administrationsomkostninger i regnskabsåret i procent), direkte handelsomkostninger ved løbende drift i regnskabsåret i procent, en vægtning af tilsvarende omkostningsdele fra de afdelinger som afdelingen investerer i (Fund-of-Funds) samt (aktuelle maksimale emissionstillæg i procent og maksimale indløsningsfradrag i procent)/7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont.

