



GLOBAL INVESTMENT PERFORMANCE STANDARDS
RAPPORT 2005

Sparinvest

▶ Investering med omtanke...



Indholdsfortegnelse

FORMÅL MED GIPS-RAPPORT	3
PRÆSENTATION AF SPARINVEST	4
SPARINVEST ORGANISATION	5
BESKRIVELSE AF COMPOSITES	6
OPGØRELSE AF BEREGNINGSGRUNDLAG	8
PRÆSENTATION AF COMPOSITES	10
■ SPARINVEST PANTEBREVE UDBYTTET	11
■ SPARINVEST KORTE OBLIGATIONER	12
■ SPARINVEST DANSKE OBLIGATIONER	13
■ SPARINVEST LANGE OBLIGATIONER	14
■ SPARINVEST INDEKS OBLIGATIONER	15
■ SPARINVEST BOLIG	16
■ SPARINVEST CUMULUS	17
■ SPARINVEST NYE OBLIGATIONS MARKEDER	19
■ SPARINVEST DANSKE PROVINSBANKER	20
■ SPARINVEST OMX C20	22
■ SPARINVEST S&P 500	23
■ SPARINVEST EURO STOXX 50	24
■ SPARINVEST FJERNØSTEN	25
■ SPARINVEST VALUE AKTIER	27
■ SPARINVEST PENGEMARKED	29
OVERSIGT OVER FORVALTET KAPITAL OG OMKOSTNINGS PROCENT	30
REVISORERKLÆRING	31
BILAG	32
BILAG A - BESTYRELSE OG DIREKTION	33
BILAG B - FORMLER TIL NØGLETALSBERETNING	34
BILAG C - BESKRIVELSE AF RISIKOFRI RENTE	38



Formål med GIPS-rapport

Denne rapport har til formål at præsentere performance for afdelingerne i Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder samt Specialforeningen Sparinvest Pengemarked i overensstemmelse med Global Investment Performance Standard (GIPS) - oversat og fortolket for danske forhold af Den Danske Finansanalytikerforening.

Sparinvest har siden 1998 arbejdet med at implementere Markowitz' nobelprisbelønnede teorier i investeringsstrategierne, og teorierne omkring Strategisk Asset Allocation udgør i dag kernen i Sparinvest's investeringsstrategier.

Med implementeringen af Strategisk Asset Allocation i 1998 og kravet om fem års performancehistorik jf. GIPS-standarden er det valgt i denne rapport at præsentere historisk performance fra 31. december 1998 og frem. Er der sket markante ændringer i de enkelte afdelingers strategier og/eller investeringsunivers efter den 31. december 1998 er performance vist fra tidspunkt for ændringen. For afdelinger etableret efter 31. december 1998 præsenteres performance fra etableringstidspunktet.

Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder og Specialforeningen Pengemarked, i denne rapport omtalt under fællesbenævnelsen Sparinvest, omfatter i alt 15 afdelinger. Hver enkelt afdeling betragtes som et composite, da der ikke er afdelinger med sammenfald i investeringsstrategi og risikoprofil.

De 15 composites under forvaltning af Sparinvest er:

Pengemarkedsinstrumenter

- Sparinvest Pengemarked

Pantebreve og danske obligationer - varighed 2½-3½

- Sparinvest Pantebreve Udbytte

Danske obligationer - varighed 1-3

- Sparinvest Korte Obligationer

Danske obligationer - varighed 3-6

- Sparinvest Danske Obligationer
- Sparinvest Bolig

Danske obligationer - varighed 6-9

- Sparinvest Lange Obligationer

Danske indeksobligationer - varighed 6-9

- Sparinvest Indeksobligationer

Danske obligationer og globale value aktier

- Sparinvest Cumulus

Obligationer fra emerging market

- Sparinvest Nye Obligationsmarkeder

Danske provinsbanker og globale value aktier

- Sparinvest Danske Provinsbanker

Danske aktier der indgår i OMX C20-indekset

- Sparinvest OMX C20-aktier

Europæiske aktier der indgår i EURO STOXX 50 indekset

- Sparinvest EURO STOXX 50

Amerikanske aktier der indgår S&P 500 indekset

- Sparinvest S&P 500

Fjernøstlige aktier der indgår i MSCI AC Pacific Free ex. Japan.

- Sparinvest Fjernøsten

Globale value aktier

- Sparinvest Value aktier

Den uafhængige undersøgelse af, hvorvidt Investeringsforeningen Sparinvest overholder kravene ifølge GIPS er udført af Ernst & Young, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab.

GIPS rapporten, der er udarbejdet af ID-Sparinvest A/S følger GIPS standarden.

Hammershøj 1. november 2006

Peter Møller Lassen

Anders Bruun



Præsentation af Sparinvest

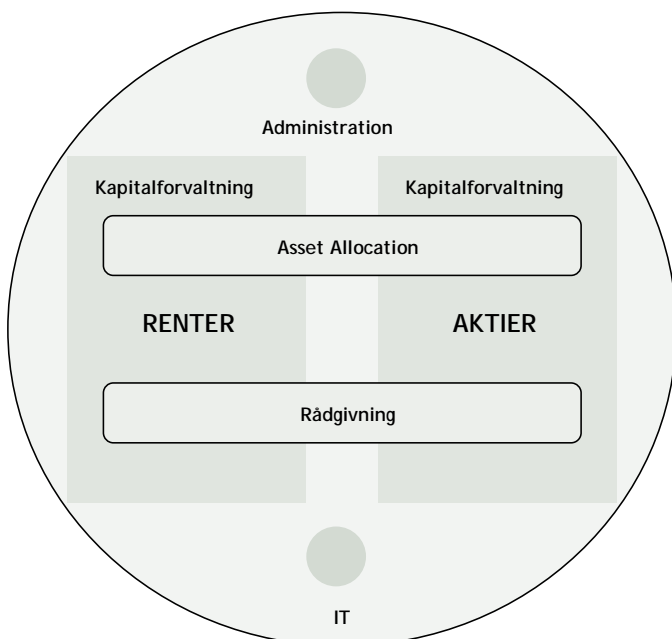
Sparinvest blev etableret som investeringsforening i 1968 af en kreds af sparekasser med det formål at kunne tilbyde private investorer risikospredning af opsparingen i pantebreve, obligationer og aktier. I 1999 blev organisationen ændret fra en smal investeringsforening til et kapitalforvaltningshus med en bred aktionærkreds der består af lokale pengeinstitutter, forsikringselskaber, pensionselskaber samt Investeringsforeningen Sparinvest.

I dag er Sparinvest en uafhængig udbyder af investeringsprodukter i Danmark og resten af Europa, og vi tilbyder produkter, der er relevante for både institutionelle investorer, finansielle rådgivere og private investorer.

Sparinvest er en uformel organisation, hvor det daglige samarbejde bygger på gensidig respekt og interesse for hinandens arbejdsområde. Medarbejderne har stor indflydelse på deres arbejdsfelt og arbejdsplads, og er parat til at tage ansvar og til at forbedre arbejdsgange for sig selv og andre.

Kapitalforvaltningen er opdelt i to selvstændige områder, et med kernekompetence på rentemarkedet og et med kernekompetence på aktiemarkedet. På tværs af, og sammen med disse afdelinger, arbejder grupperne Rådgivning og Asset Allocation.

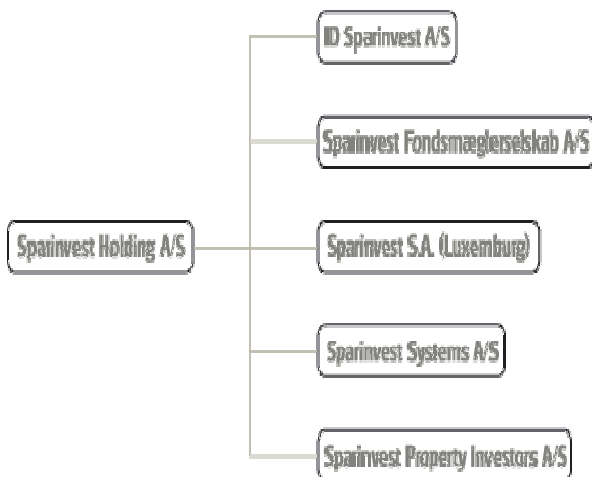
Denne struktur sikrer en effektiv udnyttelse af medarbejdernes fagkompetencer kombineret med en høj grad af fleksibilitet og samspil, der afspejles i kvaliteten af de produkter og den rådgivning vi tilbyder vores samarbejdspartnere.





Sparinvest organisation

I 1999 blev organisationen ændret fra en smal investeringsforening til et kapitalforvaltningshus med en bred aktionærkreds, der består af lokale pengeinstitutter, forsikringselskaber, pensionselskaber samt Investeringsforeningen Sparinvest. Aktiekapitalen i Sparinvest Holding A/S er fordelt ud på ovennævnte ejerkreds under iagttagelse af det forretningsmæssige omfang med Sparinvest. Sparinvest Holding A/S har 100 % ejerskab i ID Sparinvest A/S og Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S samt 99 % ejerskab i Sparinvest S.A. Luxembourg og Sparinvest Systems A/S. Sparinvest Holding A/S's ejerandel i Sparinvest Property Investors A/S er 70%.





Beskrivelse af Composites

Sparinvest har siden 1998 arbejdet med Markowitz' nobelprisbelønnede porteføljeteorier som overordnet investeringsfilosofi – betegnet Strategisk Asset Allocation.

Markowitz' teori tager udgangspunkt i, hvordan forskellige aktivklassers indbyrdes korrelationer kan udnyttes til at reducere en porteføljes samlede risiko, alternativt skabe en mergevinst uden at øge porteføljes risiko. Strategien bygger på samspillet mellem forskellige investeringsmuligheder og deres indbyrdes korrelation således at forholdet mellem afkast og risiko kan optimeres.

Aktivklasserne vælges på en måde, så de bliver optimalt korrelerede, og denne strategi fastholdes uanset udsvingene i markedet. Ved at ignorere trangen til at skifte mellem aktivklasserne i et forsøg på at tilpasse porteføljen til gode og dårlige tider opnås en mere konstant risikospredning.

Investeringsfilosofien bygger på forudsætningen om, at markederne er efficiente, og at der således ikke kan opnås merafkast ved forsøg på at "time" de enkelte aktivklassers markedsudvikling. Forsøg på at "time" markedsudviklingen vil i bedste fald påføre betydelige handels- og transaktionsomkostninger i forbindelse med omlægningerne. Og ofte vil det medføre højere risiko eller mere ustabile afkast.

Første fase i den Strategiske Asset Allocation proces er at fastlægge hvilken risiko porteføljen skal have. Anden fase er at udvælge de aktivklasser der skal indgå i porteføljen. Og tredje fase er optimering af aktivsammensætningen i porteføljen ud fra aktivernes indbyrdes korrelationer, så der opnås størst muligt forventet afkast i forhold til den fastsatte risiko. Endelig skal de mest egnede investeringsprodukter, som kan varetage eksponeringen i de enkelte aktivklasser på en konsistent måde, udvælges.

Sparinvest opdeler de 15 composites under forvaltning i tre forskellige typer af strategier.

Composites i danske obligationer og pantebreve

Sparinvest har syv composites der investerer i danske obligationer og pantebreve. På overordnet niveau styres disse afdelinger ud fra varighedsspænd, fastsat af bestyrelsen. Det er de korrigerede varigheder der anvendes i porteføljestyringen.

Renterisikoen fordeles på såvel statsobligationer, som konverterbare- og inkonverterbare realkreditobligationer. Sidst men ikke mindst sker der også en spredning af renterisikoen på forskellige kupontyper. Der investeres således ikke ensidigt i eksempelvis lavkupon obligationer. De historiske

afkast for Sparinvest rentebaserede composites viser den strategiske værdi af asset allocation.

De syv rentebaserede composites er:

- Sparinvest Korte obligationer
- Sparinvest Danske obligationer
- Sparinvest Lange obligationer
- Sparinvest Bolig
- Sparinvest Indeksobligationer
- Sparinvest Pantebreve
- Sparinvest Pengemarked

Composites med markedskonform strategi

Sparinvest har fem composites der investerer i specificerede geografiske områder ud fra en markedskonform strategi. For de enkelte composites vælges et benchmark, der giver et konsistent billede af den generelle markedsudvikling i det pågældende geografiske område.

Når benchmark er fastlagt udvælges de aktier, der skal indgå i compositet, blandt de aktier der indgår i benchmark. Vægtningen af de enkelte aktier i composite kan afvige i forhold til aktiernes vægtning i benchmark, men målsætningen er at de enkelte composites skal give et afkast svarende til eller lidt bedre end benchmark. I den daglige porteføljestyring anvendes bl.a. Barra's risikostyringsystem.

De fem markedskonforme composites:

- Sparinvest OMX C20
- Sparinvest EURO STOXX 50
- Sparinvest S&P 500
- Sparinvest Fjernøsten
- Sparinvest Nye obligationsmarkeder

Composites med absolutte afkast som strategi

Sparinvest har tre composites hvor strategien er fastlagt med henblik på at skabe absolutte afkast. Selvom performance måles i forhold til et benchmark, så udvælges de enkelte aktiver, der skal indgå i compositet, uden hensyntagen til aktivets eventuelle vægtning i benchmark.

I praksis kan performance på de enkelte composites derfor afvige markant i forhold til benchmark. Fokuseringen på absolutte afkast vil typisk medføre, at performance på de enkelte composites ikke kan følge de respektive benchmark i perioder med markant positiv performance, men omvendt vil performance på composites undgå eventuelle perioder med markante negative afkast på benchmark.

De tre afdelinger hvor strategien er absolutte afkast

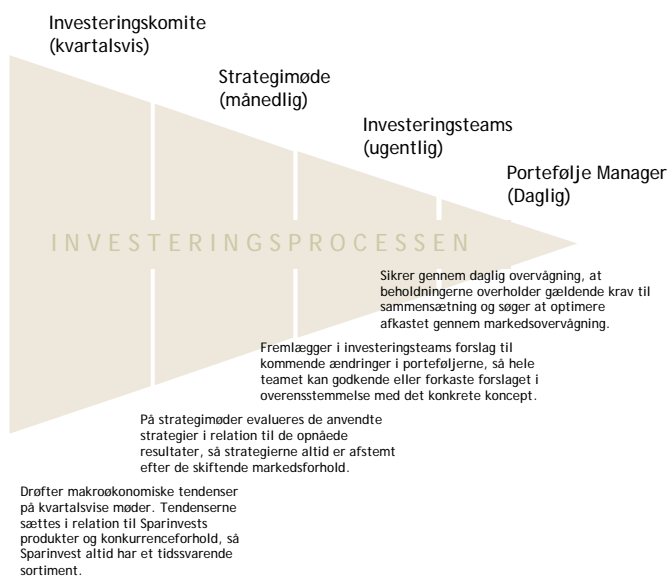


- Sparinvest Provinsbanker
- Sparinvest Value
- Sparinvest Cumulus

For de 15 composites under forvaltning af Sparinvest er det fælles kendetegn, at omsætningshastigheden holdes på så lavt et niveau som muligt. Uanset hvilken strategi der danner grundlag for de enkelte composites er det Sparinvest's overbevisning at kortsigtede omlægninger med henblik på at opnå hurtige gevinster ikke er metoden til at opnå god performance. Det vil tværtimod påvirke den langsigtede performance negativt, da omlægninger er forbundet med handels- og transaktionsomkostninger.

En anden vigtig målsætning for Sparinvest er at sikre uafhængighed af enkeltpersoner i forvaltningen af composites. Aktivsammensætningen er i videst mulig udstrækning modelbaseret.

Herunder er vist investeringsprocessen.





Opgørelse af beregningsgrundlag

Beregning af compositeafkast

Sparinvest har i alle årene anvendt opgørelsesmetoder som lever op til kravene ifølge GIPS. Der har således ikke været behov for at ændre i de grundlæggende principper som Sparinvest har anvendt historisk. Da hver investeringsafdeling er et composite foretages afkastberegningen på afdelingsniveau.

Afkastberegning for de enkelte afdelinger

På daglig basis værdiansættes de enkelte afdelinger i investeringsforeningen.

Afkast til præsentation i denne rapport beregnes på månedsbasis med anvendelse af den indre værdi ultimo måneden. I den anvendte indre værdi er der sket fradrag af forvaltningsafgift, og beregningsmetoden opfylder GIPS' krav med hensyn til beregningsmetodik og hyppighed.

De beregnede totalafkast for de enkelte afdelinger omfatter såvel realiserede som urealiserede avancer samt renter og udbytter. Der er ligeledes fratrukket administrationsomkostninger for afdelingerne i totalafkastet.

Periodeafkast er geometrisk beregnet.

Markedskurser

Værdipapirer noteret på Københavns Fondsbørs:

Obligationer og aktier noteret på Københavns Fondsbørs værdiansættes til seneste officielle gennemsnitskurs.

Værdipapirer noteret på udenlandske børser:

Obligationer og aktier noteret på udenlandske børser værdiansættes til seneste officielle slutkurs. Hvis værdiansættelsen sker inden lukketidspunkt anvendes i stedet aktuel kurs på vurderingstidspunkt.

Siden december 2002 har Bloombergs Informationssystem været prisleverandør. Før den tid var FT Financial Times prisleverandør.

Valutakurser

Fra 31.12.2003 omregnes udenlandske værdipapirer i forbindelse med afkastberegninger til danske kroner ved anvendelse af GMT 16.00 valutakurser. Før 31.12.2003 anvendtes Nationalbankens officielle valutakurser.

Opgørelse af benchmarkafkast i danske kroner sker ligeledes fra 31.12.2003 ved anvendelse af GMT 16.00 valutakurser.

Siden december 2002 har Bloombergs Informationssystem været prisleverandør. Før den tid var prisleverandør FT Financial Times.

Transaktionsdato

I videst mulig omfang bogføres transaktioner på handelsdagen. Det betyder at bogføringen sker inden afkastberegning foretages.

Historisk kan bogføringen i enkelte tilfælde være sket dagen efter transaktionen er foretaget, men det er vores vurdering at en evt. afvigelse på performance har minimal betydning i forhold til GIPS.

Renteperiodisering

Tilgodehavende renter periodiseres til aktuel beregningsperiode under anvendelse af gældende datokonvention.

Aktieudbytter

Aktier noteret på Københavns Fondsbørs:

Fra juni 2003 er udbyttet bogført på datoen for ex. kupon med fradrag af udbytteskat. Evt. refunderbar udbytteskat optages som et tilgodehavende. Før denne dato anvendtes valørdagen.

Aktier noteret på udenlandske børser:

Fra april 1999 er udbyttet bogført på datoen for ex. kupon med fradrag af udbytteskat. Evt. refunderbar udbytteskat optages som et tilgodehavende. Før denne dato anvendtes valørdagen.

Kontantbeholdning

Kontantbeholdningen medregnes i afkastberegning. Hver composite har en separat forvaltet likviditetskonto.

Konvertibler

I perioden omfattet af denne rapport har afdelingerne ikke haft beholdninger af konvertibler eller hybridinstrumenter, hvor kursen er direkte afhængig af en aktiekurs.

Belåning og derivatinstrumenter

Hverken aktie- eller obligationsafdelingerne har været belånt i den tidsperiode, der er omfattet af denne rapport. Derivatinstrumenter er anvendt til kurssikring af valutapositioner i Afdeling Nye obligationsmarkeder.



Omkostninger til ID-Sparinvest A/S

Omkostninger til administration for de enkelte afdelinger budgetteres et regnskabsår frem. Herefter periodiseres og fratrækkes omkostningerne på månedsbasis.



Præsentation af composites



■ Sparinvest Pantebreve Udbytte

Etableringstidspunkt: 1. januar 1980
 Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi

Afdelingen investerer primært i pantebreve med pant i parcelhuse, fritidshuse og ejerlejligheder. Pantebrevene vurderes enkeltvis, og der foretages en geografisk spredning.

I henhold til lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. må der investeres i pantebreve inden for 80 % af ejendomsværdien. Endvidere må der investeres i garanterede pantebreve. Der anvendes solide finansielle institutter som garantistillere. Afdelingen kan desuden investere i danske obligationer.

Med en målsætning om at skabe relativ performance i forhold til benchmark skal porteføljen sammensættes på en sådan måde, at den samlede korrigerede porteføljevarighed fastholdes på 2,5-3,5 år.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 50 % EFFAS 1-3 og 50 % EFFAS 3-5.

EFFAS er en forkortelse af The European Federation of Financial Analysts Societies som står bag sammensætning af benchmark. Benchmark består af 2-3 udvalgte toneangivende danske statsobligationer med en varighed mellem 1 og 3. EFFAS 3-5 består af 2-3 statsobligationer med en varighed på 3-5.

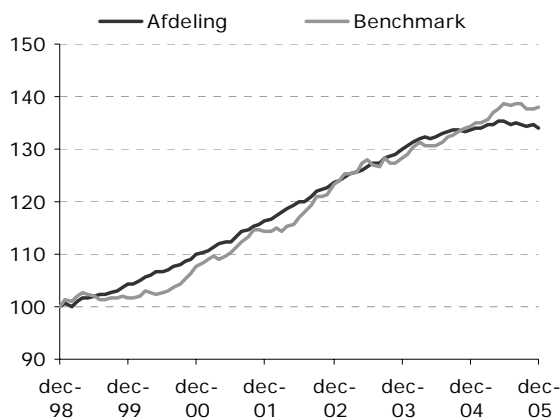
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de pantebreve og obligationer der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Ingen

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	4,23%	1,81%	4,23%	1,81%
2000	5,39%	5,91%	9,85%	7,82%
2001	5,82%	5,89%	16,24%	14,17%
2002	6,37%	7,95%	23,64%	23,25%
2003	5,02%	4,19%	29,84%	28,42%
2004	2,92%	4,59%	33,64%	34,31%
2005	0,31%	2,70%	34,05%	37,93%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1998)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	4,28%	4,70%
Standardafvigelse	1,07%	1,95%
Varians	0,01%	0,04%
Sharpe Ratio	0,82	0,66
Merafkast	-0,43%	
Tracking Error	1,72%	
Information Ratio	-0,24	
R2 - diversificeringsgrad	0,23	
Kovarians	0,01%	
Korrelation	0,48	
Beta	0,26	
Jensens Alpha	0,50%	
Treynor Ratio	0,03	
Appraisal Ratio	0,29	
Semideviation	0,40%	
Semivariance	0,00%	
Sortino ratio	0,59	



■ Sparinvest Korte Obligationer

Etableringstidspunkt: 1. januar 1993
Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi

Afdelingen koncentrerer sig primært om investering i likvide børsnoterede danske obligationer. Lejlighedsvis handles også de såkaldt sjældne obligationer, som på grund af lav omsætning ind imellem handles til meget favorable priser.

Ud fra en neutral holdning til den fremtidige renteutvikling fordeles renterisikoen på statsobligationer, konverterbare- og inkonverterbare realkreditobligationer med det formål at skabe en relativ merperformance i forhold til benchmark. Der investeres i såvel lavkupon, parkupon som højkupon obligationer. Porteføljen sammensættes på en sådan måde, at den samlede korrigerede porteføljevarighed fastholdes på 1-3 år

I den daglige porteføljestyring fokuseres på den samlede porteføljes robusthed mod skift i rentekurven. I praksis betyder det, at porteføljen skal skabe relativ performance i forhold til benchmark i flest mulige renteskiftscenarier.

Den neutrale holdning til fremtidige skift i rentekurven betyder samtidig at omsætnings hastigheden i porteføljen er lav.

Benchmark

Afdelingens benchmark er EFFAS 1-3.

Nøgletal er beregnet med baggrund i EFFAS 1-3 frem til og med 31. oktober 2005, herefter anvendes data for det nye benchmark, første gang 30. november 2005.

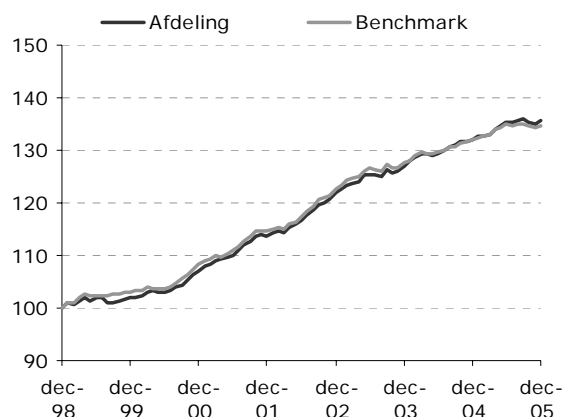
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de obligationer der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Primo 1999 ændrede afdelingen fokus fra sjældne obligationer med varighed 3-5 til sjældne obligationer med varighed 1-3. Samtidig fusionerede afdelingen med Afdeling Korte obligationer og skiftede navn fra Sjældne obligationer til Korte obligationer.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	2,07%	3,08%	2,07%	3,08%
2000	4,87%	5,03%	7,04%	8,26%
2001	6,22%	5,97%	13,70%	14,72%
2002	7,33%	7,01%	22,03%	22,77%
2003	4,12%	3,98%	27,05%	27,66%
2004	3,97%	3,30%	32,10%	31,87%
2005	2,72%	2,11%	35,70%	34,65%

Afkast og risikonøgletal p. a. (siden 31. december 1998)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	4,46%	4,34%
Standardafvigelse	1,39%	1,35%
Varians	0,02%	0,02%
Sharpe Ratio	0,76	0,71
Merafkast	0,12%	
Tracking Error	0,84%	
Information Ratio	0,13	
R2 - diversificeringsgrad	0,66	
Kovarians	0,02%	
Korrelation	0,81	
Beta	0,83	
Jensens Alpha	0,26%	
Treynor Ratio	0,01	
Appraisal Ratio	0,31	
Semideviation	0,50%	
Semivariance	0,00%	
Sortino ratio	0,57	



■ Sparinvest Danske Obligationer

Etableringstidspunkt: 1. september 1974
 Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi

Afdelingen koncentrerer sig primært om investering i likvide børsnoterede danske obligationer. Lejlighedsvis handles også de såkaldt sjældne obligationer, som på grund af lav omsætning ind imellem handles til meget favorable priser.

Ud fra en neutral holdning til den fremtidige renteutvikling fordeles renterisikoen på statsobligationer, konverterbare- og inkonverterbare realkreditobligationer med det formål at skabe en relativ merperformance i forhold til benchmark. Der investeres i såvel lavkupon, parkupon som højkupon obligationer. Porteføljen sammensættes på en sådan måde, at den samlede korrigerede porteføljevarighed fastholdes på 3-6 år.

I den daglige porteføljestyring fokuseres på den samlede porteføljes robusthed mod skift i rentekurven. I praksis betyder det, at porteføljen skal skabe relativ performance i forhold til benchmark i flest mulige renteskiftscenarier.

Den neutrale holdning til fremtidige skift i rentekurven betyder samtidig at omsætnings hastigheden i porteføljen er lav.

Benchmark

Fra 31. august 2005 har afdelingen skiftet benchmark til 25% Nordea CM 3 Govt. + 75% Nordea CM 5 Govt.

Til og med 31. juli 2005 var afdelingens benchmark JP Morgan Danish Government Bond Index. Nøgletal er beregnet med baggrund i JP Morgan indexet frem til og med 31. juli 2005, herefter anvendes data for det nye benchmark, første gang 31. august 2005.

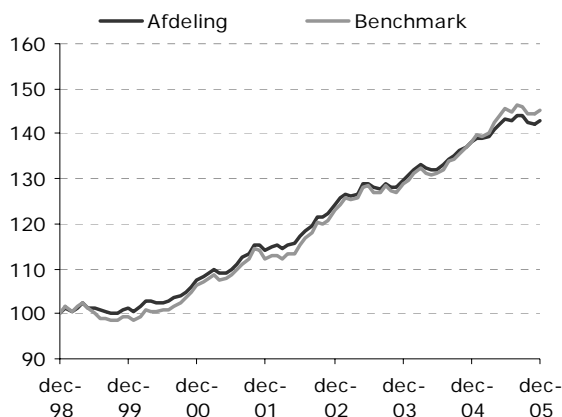
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de obligationer der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

I maj 2002 blev der tildelt fondsaktier i forholdet 3 nye for 2 gamle.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	1,18%	-0,71%	1,18%	-0,71%
2000	6,07%	7,22%	7,32%	6,46%
2001	6,42%	5,48%	14,21%	12,30%
2002	8,90%	9,64%	24,37%	23,12%
2003	4,38%	4,55%	29,82%	28,72%
2004	6,39%	7,29%	38,13%	38,10%
2005	3,55%	5,23%	43,03%	45,32%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1998)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	5,25%	5,48%
Standardafvigelse	2,34%	3,03%
Varians	0,05%	0,09%
Sharpe Ratio	0,76	0,66
Merafkast	-0,24%	
Tracking Error	1,10%	
Information Ratio	-0,21	
R2 - diversificeringsgrad	0,90	
Kovarians	0,07%	
Korrelation	0,95	
Beta	0,73	
Jensens Alpha	0,30%	
Treynor Ratio	0,02	
Appraisal Ratio	0,27	
Semideviation	0,86%	
Semivariance	0,01%	
Sortino ratio	0,58	



■ Sparinvest Lange Obligationer

Etableringstidspunkt: 1. januar 1997
 Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi

Afdelingen koncentrerer sig primært om investering i likvide børsnoterede danske obligationer. Lejlighedsvis handles også de såkaldt sjældne obligationer, som på grund af lav omsætning ind imellem handles til meget favorable priser.

Ud fra en neutral holdning til den fremtidige renteutvikling fordeles renterisikoen på statsobligationer, konverterbare- og inkonverterbare realkreditobligationer med det formål at skabe en relativ merperformance i forhold til benchmark. Der investeres i såvel lavkupon, parkupon som højkupon obligationer. Porteføljen sammensættes på en sådan måde, at den samlede korrigerede porteføljeværdighed fastholdes på 6-9 år.

I den daglige porteføljestyring fokuseres på den samlede porteføljes robusthed mod skift i rentekurven. I praksis betyder det, at porteføljen skal skabe relativ performance i forhold til benchmark i flest mulige renteskiftscenarier.

Den neutrale holdning til fremtidige skift i rentekurven betyder samtidig at omsætnings hastigheden i porteføljen er lav.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 37,5% Nordea CM 5 Govt. + 62,5% Nordea CM 7 Govt.

Fra 31. august 2005 har afdelingen skiftet benchmark til 37,5% Nordea CM 5 Govt. + 62,5% Nordea CM 7 Govt.

Til og med 31. juli 2005 var afdelingens benchmark EFFAS 7-10.

Nøgletal er beregnet med baggrund i EFFAS 7-10 indexet frem til og med 31. juli 2005, herefter anvendes data for det nye benchmark, første gang 31. august 2005.

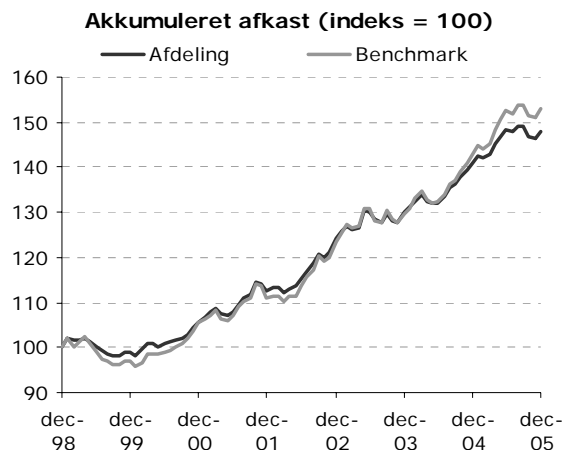
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de obligationer der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

I maj 2004 blev Sparinvest Europæiske obligationer fusioneret ind i Sparinvest Lange obligationer med

Sparinvest Lange obligationer som den fortsættende afdeling.



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	-1,10%	-3,12%	-1,10%	-3,12%
2000	6,83%	8,87%	5,65%	5,47%
2001	6,52%	5,25%	12,54%	11,00%
2002	10,27%	11,13%	24,10%	23,36%
2003	4,70%	5,20%	29,93%	29,78%
2004	8,55%	10,00%	41,04%	42,75%
2005	4,79%	7,05%	47,81%	52,82%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1998)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	5,74%	6,25%
Standardafvigelse	3,38%	4,25%
Varians	0,11%	0,18%
Sharpe Ratio	0,66	0,64
Merafkast	-0,51%	
Tracking Error	1,47%	
Information Ratio	-0,33	
R2 - diversificeringsgrad	0,91	
Kovarians	0,14%	
Korrelation	0,95	
Beta	0,76	
Jensens Alpha	0,18%	
Treynor Ratio	0,03	
Appraisal Ratio	0,12	
Semideviation	1,38%	
Semivariance	0,02%	
Sortino ratio	0,46	



■ Sparinvest Indeksobligationer

Etableringstidspunkt: 1. september 1989
 Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi

Afdelingen omfatter udelukkende investering i danske indeksobligationer som nævnt i pensionsafkastbeskatningslovens § 2 stk. 3 nr. 1, der er udstedt senest 31. december 1998.

I sammensætningen af porteføljen fordeles risikoen på flere forskellige udstedelsestyper.

Der foretages omlægninger efter omfattende beregninger af risiko og forventet afkast. Disse sker typisk på overordnet niveau mellem de forskellige obligationer, og kun sjældent indenfor samme segment. Denne strategi fører til relativt få omlægninger. Med udgangspunkt i at skabe relativ performance i forhold til benchmark skal investeringerne foretages på en sådan måde, at den samlede korrigerede varighed for afdelingen ligger mellem 6 og 9 år.

Benchmark

Afdelingens benchmark er indeksobligation 2½ % Realkredit Danmark 2026

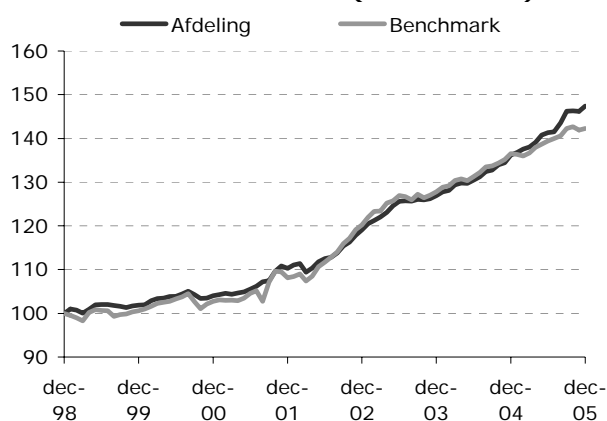
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de obligationer der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Fra 1. januar 2001 blev afdelingen lukket for nyemissioner pga. nye skatteregler.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	1,88%	0,58%	1,88%	0,58%
2000	2,12%	2,17%	4,04%	2,76%
2001	6,00%	5,21%	10,29%	8,11%
2002	7,95%	11,21%	19,06%	20,23%
2003	6,55%	6,28%	26,86%	27,78%
2004	7,35%	6,86%	36,19%	36,54%
2005	8,22%	4,21%	47,38%	42,30%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1998)		
Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	5,70%	5,17%
Standardafvigelse	2,05%	3,15%
Varians	0,04%	0,10%
Sharpe Ratio	1,02	0,53
Merafkast	0,53%	
Tracking Error	2,55%	
Information Ratio	0,20	
R2 - diversificeringsgrad	0,35	
Kovarians	0,04%	
Korrelation	0,59	
Beta	0,38	
Jensens Alpha	1,53%	
Treynor Ratio	0,06	
Appraisal Ratio	0,60	
Semideviation	0,84%	
Semivariance	0,01%	
Sortino ratio	0,75	



■ Sparinvest Bolig

Etableringstidspunkt: 18. august 2000
 Afkast indregnet fra: 31. august 2000

Investeringsfilosofi

Afdelingen koncentrerer sig primært om investering i likvide børsnoterede danske obligationer. Lejlighedsvis handles også de såkaldt sjældne obligationer, som på grund af lav omsætning ind imellem handler til meget favorable priser.

Ud fra en neutral holdning til den fremtidige renteutvikling fordeles renterisikoen på statsobligationer, konverterbare- og inkonverterbare realkreditobligationer med det formål at skabe en relativ merperformance i forhold til benchmark. Der investeres i såvel lavkupon, parkupon som højkupon obligationer. Porteføljen sammensættes på en sådan måde, at den samlede korrigerede porteføljeværdi ikke overstiger 5.

I den daglige porteføljestyring fokuseres på den samlede porteføljes robusthed mod skift i rentekurven. I praksis betyder det, at porteføljen skal skabe relativ performance i forhold til benchmark i flest mulige renteskiftscenarier. Den neutrale holdning til fremtidige skift i rentekurven betyder samtidig at omsætnings hastigheden i porteføljen er lav.

Afdelingen henvender sig alene til almene boligforeninger således som disse defineres af By- og Boligministeriets bekendtgørelse om drift af almene boliger m.v.

Benchmark

Afdelingens benchmark er JP Morgan Danish Government Bond Index.

Nøgletal er beregnet med baggrund i JP Morgan Danish Government Bond Index frem til og med 31. oktober 2005, herefter anvendes data for det nye benchmark, første gang 30. november 2005.

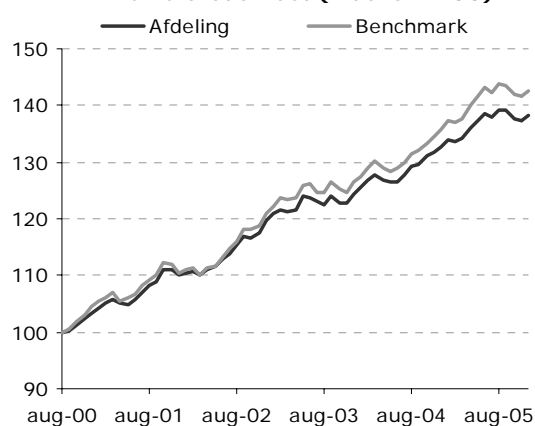
Rådgiver

Sparinvest Fondsmæglerselskab er rådgiver på afdelingen

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Ingen

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
2000	3,40%	4,64%	3,40%	4,64%
2001	6,47%	5,48%	10,09%	10,37%
2002	8,65%	9,64%	19,61%	21,01%
2003	4,06%	4,55%	24,47%	26,51%
2004	6,55%	7,29%	32,62%	35,74%
2005	4,25%	5,08%	38,26%	42,63%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. august 2000)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	6,26%	6,88%
Standardafvigelse	2,42%	2,95%
Varians	0,06%	0,09%
Sharpe Ratio	1,21	1,18
Merafkast	-0,62%	
Tracking Error	1,03%	
Information Ratio	-0,57	
R2 - diversificeringsgrad	0,89	
Kovarians	0,07%	
Korrelation	0,95	
Beta	0,77	
Jensens Alpha	0,19%	
Treynor Ratio	0,04	
Appraisal Ratio	0,18	
Semideviation	0,87%	
Semivariance	0,01%	
Sortino ratio	0,94	



■ Sparinvest Cumulus

Etableringstidspunkt: 1. september 1975
 Afkast indregnet fra: 30. april 2001

Investeringsfilosofi

Afdelingen investerer i amerikanske, europæiske, japanske, andre østasiatiske samt australske aktier. En mindre del kan anbringes i andre værdipapirer.

Markedsudvælgelsen foretages ud fra metoden "Value Investing", hvilket vil sige, at vi efter en gennemgribende analyse af offentligt tilgængeligt materiale udvælger de selskaber, som kan købes væsentligt under deres reelle værdi. Porteføljer bestående af disse selskaber, giver meget lille risiko for permanent tab af kapital.

Det giver samtidig mulighed for et tilfredsstillende afkast på lang sigt. I pensionsammenhæng betales 15% pensionsafgift af kursstigninger og udbytte.

Benchmark

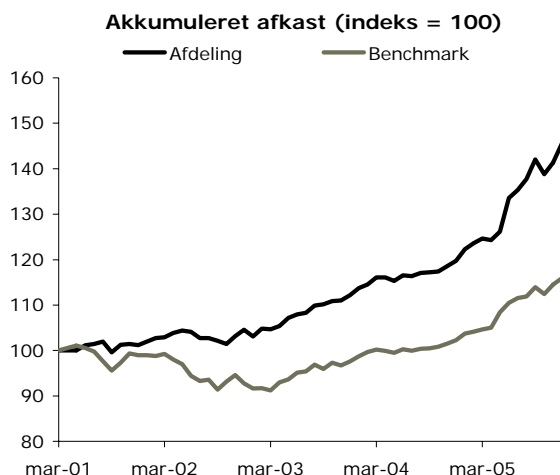
Fra 30. november 2005 har afdelingen skiftet benchmark til MSCI World Index.

Til og med 31. oktober 2005 var afdelingens benchmark et vægtet index med 40 % MSCI World Index og 60 % JP Morgan Danish Government Bond Index, hvor der af sammenligningshensyn blev fratrukket selskabsskat.

Nøgletal er frem til og med 31. oktober 2005 beregnet med baggrund i det vægtede benchmark, herefter beregnes nøgletal på baggrund af MSCI World, første gang den 30. november 2005.

Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de obligationer der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
2001	1,21%	-1,05%	1,21%	-1,05%
2002	3,29%	-6,25%	4,53%	-7,23%
2003	7,33%	5,17%	12,19%	-2,43%
2004	6,71%	4,83%	19,72%	2,28%
2005	21,55%	13,33%	45,53%	15,91%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 30. april 2001)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	8,37%	3,21%
Standardafvigelse	4,30%	4,37%
Varians	0,18%	0,19%
Sharpe Ratio	1,17	0,72
Merafkast	5,16%	
Tracking Error	4,07%	
Information Ratio	1,20	
R2 - diversificeringsgrad	0,31	
Kovarians	0,10%	
Korrelation	0,56	
Beta	0,55	
Jensens Alpha	4,99%	
Treynor Ratio	0,09	
Appraisal Ratio	1,22	
Semideviation	1,89%	
Semivariance	0,04%	
Sortino ratio	0,78	



Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

I september 1999 fusionerede Sparinvest Pantebreve Akkumulerende med Sparinvest Cumulus med Afd. Cumulus som den fortsættende afdeling.

Afdelingens investeringsstrategi blev i 2001 ændret til, udover investering i pantebreve og obligationer, også at omfatte aktier. Dog kan der max. investeres 40 % i aktier eller afdelinger af investeringsforeninger, der investerer i aktier.

På grund af ændret skattelovgivning blev afdelingen i 2005 ændret fra en akkumulerende afdeling, hvor der blev indeholdt selskabsskat, til at være en udbyttebetalende afdeling. Samtidig blev investeringsfilosofien ændret til 100% Value-investering, hvor sammensætningen af beholdningen i videst mulig omfang afspejler sammensætningen i Afdeling Value. Omlægningen blev foretaget i november måned, og med virkning fra 30. november 2005 skiftede afdelingen benchmark, jf. ovenfor.

I maj 2002 blev der udstedt fondsaktier i forholdet 4 nye for 1 gammel.



■ Sparinvest Nye Obligationsmarkeder

Etableringstidspunkt: 1. oktober 1999
 Afkast indregnet fra: 31. oktober 1999

Investeringsfilosofi:

Afdelingen investerer i udenlandske statsobligationer udstedt af vækstlande som defineret og kategoriseret af Verdensbanken.

Formålet med investeringsstrategien er at skabe en afkast og risikoprofil som i høj grad afspejler afdelingens benchmark. En aktiv stillingtagen til de enkelte regioners og landes fremtidige udvikling og potentiale skal bidrage positivt til den relative udvikling i forhold til markedet generelt. Periodevis justering og revidering af den aktive allokering vil sikre at fokus fastholdes på afdelingens benchmark som grundstammen i investeringsstrategien. Afvigelser fra den strategiske allokering baseres udelukkende på grundige og tilbundsående analyser og sker altid ud fra et langsigtet perspektiv.

Investeringsuniverset udgøres af afdelingens benchmark og placering kan udelukkende foregå i obligationsserier som enten indgår i benchmark eller på andre måder er relateret til benchmark. Benchmark overvåges og vedligeholdes af et eksternt og anerkendt finanshus, som derved sikrer at afdelingens investeringsunivers til enhver tid overholder en lang række krav omkring rating, likviditet osv.

Al valutarisiko bliver afdækket.

Benchmark

Fra 30. april 2005 har afdelingen skiftet benchmark til JP Morgan EMBI Global Div. (Hedged i DKK).

Fra starttidspunktet og frem til 30. juni 2004 var afdelingens benchmark et vægtet benchmark af 80 % JP Morgan EMBI og 20 % JP Morgan ELMI+. Fra 30. juni 2004 og frem til og med 31. marts 2005 blev vægtningen ændret til 70 % JP Morgan EMBI og 30 % JP Morgan ELMI+.

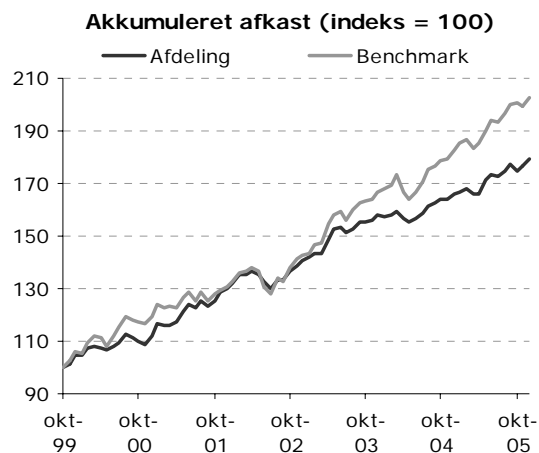
Data for ovennævnte benchmarks indgår i nøgletalsberegningerne i de perioder, hvor de har været anvendt som benchmark.

Rådgiver

Frem til marts 2005 var HSBC Republic Bank S.A. i Schweiz rådgiver på afdelingen. Siden 1. april 2005 har Sparinvest Fondsmæglerselskab været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Strategien blev pr. 1. april 2005 ændret fra fokus på at skabe et årligt afkast på LIBOR + 5% p.a. til at være en markedskonform afdeling.



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	4,57%	6,04%	4,57%	6,04%
2000	6,94%	12,44%	11,83%	19,24%
2001	16,00%	9,46%	29,73%	30,52%
2002	8,41%	9,50%	40,64%	42,92%
2003	12,18%	16,77%	57,77%	66,89%
2004	5,21%	9,30%	65,99%	82,41%
2005	7,86%	10,95%	79,04%	102,38%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. oktober 1999)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	9,91%	12,11%
Standardafvigelse	5,12%	6,57%
Varians	0,26%	0,43%
Sharpe Ratio	1,19	1,23
Merafkast	-2,21%	
Tracking Error	3,32%	
Information Ratio	-0,60	
R2 - diversificeringsgrad	0,75	
Kovarians	0,29%	
Korrelation	0,87	
Beta	0,68	
Jensens Alpha	0,62%	
Treynor Ratio	0,09	
Appraisal Ratio	0,19	
Semideviation	2,02%	
Semivariance	0,04%	
Sortino ratio	0,87	



■ Sparinvest Danske Provinsbanker

Etableringstidspunkt: 1. januar 1994
 Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi

Afdelingen investerer i segmentet danske provinspengeinstitutter. Investeringerne placeres i de provinspengeinstitutter der vurderes mest attraktive; delvist ud fra en "Value" orienteret tankegang, og dels ud fra en forventning om, at det pågældende provinspengeinstitut kommer til at indgå i den pågående strukturtilpasning i branchen. Tilsvarende investeres i overkapitaliserede provinspengeinstitutter som har, eller forventes at få, et erklæret mål om at opnå en mere optimal kapitalstruktur.

Op til 25 % af formuen kan placeres i andre aktier end provinspengeinstitutter. Investering i andre aktier end provinspengeinstitutter skal ske ud fra princippet om "value investering". En investeringsfilosofi der er baseret på, at der til enhver børnoteret virksomhed knytter sig to værdier. Den ene værdi er markedskursen, som man kan købe selskabets aktier til på børsen, og den anden værdi er virksomhedens forretningsmæssige værdi. I vores analyse evalueres denne forretningsmæssige værdi ved at afgøre, hvad selskabet vil kunne sælges for, eller ved at estimere selskabets værdi af aktiver og/eller cash-flow. Når denne værdi er identificeret, sammenholder vi den med markedskursen på selskabet. Investeringerne bliver foretaget, når markedskursen ligger markant lavere end den forretningsmæssige værdi, minimum 40 % lavere.

Da porteføljesammensætningen kan afvige væsentlig fra sammensætningen i benchmark vil der forekomme store afvigelser mellem afdelingens afkast og afkastet på benchmark. Der kan investeres i aktier udenfor benchmark.

Benchmark:

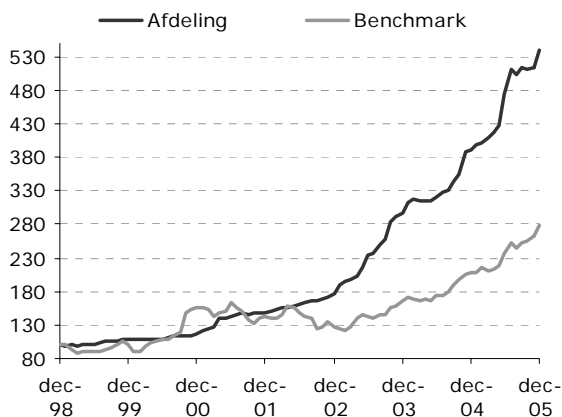
Fra 31. august 2005 har afdelingen skiftet benchmark til 2/3 Københavns Fondsbørs CSE 4010 Banker + 1/3 DOW JONES EURO STOXX Banks.

Fra starttidspunkt og frem til 31. august 2005 var afdelingens benchmark er Københavns Fondsbørs CSE 4010 Banker.

Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de danske provinsbanker der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



Afkast År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	8,45%	2,08%	8,45%	2,08%
2000	6,85%	51,54%	15,88%	54,69%
2001	27,47%	-7,43%	47,71%	43,20%
2002	19,52%	-10,75%	76,54%	27,81%
2003	68,79%	29,76%	197,98%	65,85%
2004	30,83%	25,23%	289,83%	107,69%
2005	38,60%	34,26%	440,30%	178,84%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1998)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	27,25%	15,78%
Standardafvigelse	8,94%	17,23%
Varians	0,80%	2,97%
Sharpe Ratio	2,30	0,65
Merafkast	11,47%	
Tracking Error	17,38%	
Information Ratio	0,54	
R2 - diversificeringsgrad	0,06	
Kovarians	0,37%	
Korrelation	0,24	
Beta	0,13	
Jensens Alpha	19,31%	
Treynor Ratio	1,65	
Appraisal Ratio	1,11	
Semideviation	1,36%	
Semivariance	0,02%	
Sortino ratio	4,39	



Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

I maj måned 2004 blev det besluttet at op til 25 % af formuen kan placeres i andre aktier end provinspengeinstitutter. Investering i andre aktier end provinspengeinstitutter skal ske ud fra princippet om value investering.



■ Sparinvest OMX C20

Etableringstidspunkt: 1. april 1985
Afkast indregnet fra: 31. december 1999

Investeringsfilosofi:

Afdelingen omfatter investering i danske aktier med en placering og en fordeling, der til enhver tid svarer til placering og fordeling af aktier, der indgår i det af Københavns Fondsbørs til enhver tid fastsatte OMX C20-aktieindeks eller sådant aktieindeks, der af Københavns Fondsbørs måtte blive udformet til at træde i stedet herfor.

Herudover vil afdelingen som hovedregel kun have en meget lille kontant andel.

Der investeres ikke i aktier udenfor benchmark.

Til risikostyring i forbindelse med den markedskonforme strategi anvendes Barra's risikostyringsmodel.

Målsætningen er at holde afkastet indenfor en margin på +/- 5 % på årlig basis i forhold til afkastet på benchmark.

Benchmark

Afdelingens benchmark er OMX C20, der beregnes af Københavns Fondsbørs. Indekset består af de 20 største danske selskaber, vægtet efter selskabernes markedsværdi. Indekset er ikke korrigeret for udbytte.

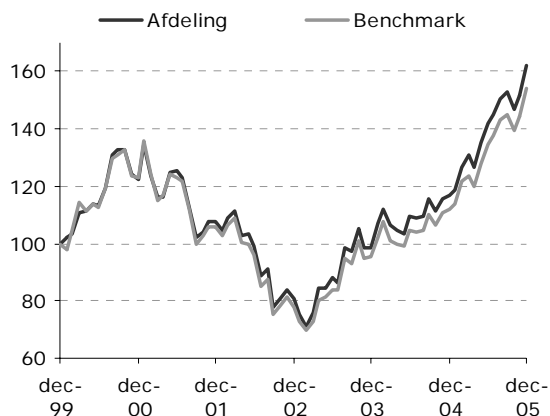
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de danske aktier, der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Fra 1. januar 2000 ændrede afdelingen fokus fra investering i danske aktier med stor spredning til at være en indeksbaseret afdeling med investering i OMX C20-aktier og med OMX C20 indekset som benchmark. Strategiskiftet var fuldt implementeret ved udgangen af 2000.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
2000	22,48%	22,77%	22,48%	22,77%
2001	-12,01%	-13,75%	7,76%	5,89%
2002	-25,17%	-26,32%	-19,36%	-21,98%
2003	22,51%	22,49%	-1,21%	-4,44%
2004	18,32%	17,32%	16,89%	12,11%
2005	38,51%	37,28%	61,90%	53,91%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1999)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	8,36%	7,45%
Standardafvigelse	18,72%	19,20%
Varians	3,51%	3,69%
Sharpe Ratio	0,25	0,20
Merafkast	0,91%	
Tracking Error	4,01%	
Information Ratio	0,21	
R2 - diversificeringsgrad	0,96	
Kovarians	3,52%	
Korrelation	0,98	
Beta	0,95	
Jensens Alpha	1,02%	
Treynor Ratio	0,05	
Appraisal Ratio	0,26	
Semideviation	11,31%	
Semivariance	1,28%	
Sortino ratio	0,12	



■ Sparinvest S&P 500

Etableringstidspunkt: 1. april 1982
Afkast indregnet fra: 31. august 2001

Investeringsfilosofi:

Afdelingen investerer i et bredt udsnit af de 500 toneangivende amerikanske aktier der udgør S&P 500 indekset.

Det er målsætningen, at afdelingens formue investeres i 100 - 150 udvalgte selskaber ud fra en markedskonform strategi, hvilket indebærer at porteføljesammensætningen foretages med udgangspunkt i benchmark, men med mulighed for at over/undervægte på selskabsniveau.

Aktivallokeringen foretages på baggrund af input om macro/ og mikroøkonomiske forhold fra eksterne rådgivere. Til risikostyring i forbindelse med den markedskonforme strategi anvendes Barra's risikostyringsmodel.

Der investeres ikke i aktier udenfor benchmark.

Målsætningen er at holde afkastet indenfor en margin på +/- 5 % på årlig basis i forhold til afkastet på benchmark.

Benchmark

Afdelingens benchmark er S&P 500. Indekset består af 500 af de største nordamerikanske selskaber, vægtet efter selskabernes markedsværdi.

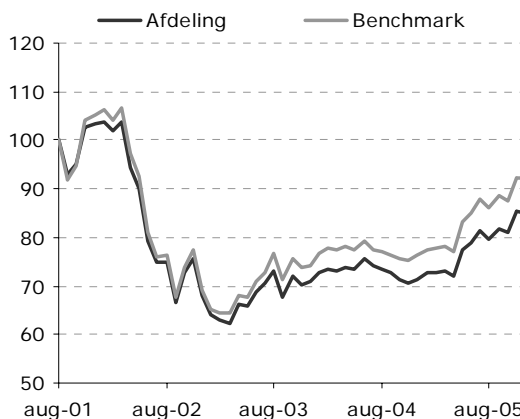
Rådgiver

Frem til 1. juli 2000 foretog Sparinvest selv udvælgelsen af de amerikanske aktier, der skulle indgå i porteføljen. Siden 1. juli 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

I september 2001 skiftede afdelingen navn fra Nordamerikanske aktier til S&P 500. Afdelingen skiftede samtidig strategi fra stock picking til en markedskonform strategi.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



Afkast År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
2001	3,24%	5,30%	3,24%	5,30%
2002	-34,04%	-34,40%	-31,90%	-30,92%
2003	4,41%	7,26%	-28,90%	-25,91%
2004	0,15%	2,79%	-28,79%	-23,84%
2005	19,49%	21,22%	-14,91%	-7,67%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. august 2001)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	-3,66%	-1,82%
Standardafvigelse	16,17%	16,98%
Varians	2,61%	2,88%
Sharpe Ratio	-0,40	-0,27
Merafkast	-1,83%	
Tracking Error	2,07%	
Information Ratio	-0,91	
R2 - diversificeringsgrad	0,99	
Kovarians	2,73%	
Korrelation	0,99	
Beta	0,95	
Jensens Alpha	-2,13%	
Treynor Ratio	-0,07	
Appraisal Ratio	-1,03	
Semideviation	11,38%	
Semivariance	1,30%	
Sortino ratio	-0,16	



■ Sparinvest EURO STOXX 50

Etableringstidspunkt: 1. juni 1986
Afkast indregnet fra: 30. september 2000

Investeringsfilosofi:

Afdelingen investerer i de 50 aktier, der repræsenterer Dow Jones EURO STOXX 50 aktieindekset.

Afdelingen styres ud fra en markedskonform investeringsstrategi, hvilket indebærer at porteføljesammensætningen foretages med udgangspunkt i benchmark, med mulighed for at over/undervægte på selskabsniveau.

Aktivallokeringen foretages på baggrund af input om macro/ og mikroøkonomiske forhold fra eksterne rådgivere.

Til risikostyring i forbindelse med den markedskonforme strategi anvendes Barra's risikostyringsmodel.

Der er ikke investeret i markeder udenfor benchmark.

Målsætningen er at holde afkastet indenfor en margin på +/- 5 % på årlig basis i forhold til afkastet på benchmark.

Benchmark

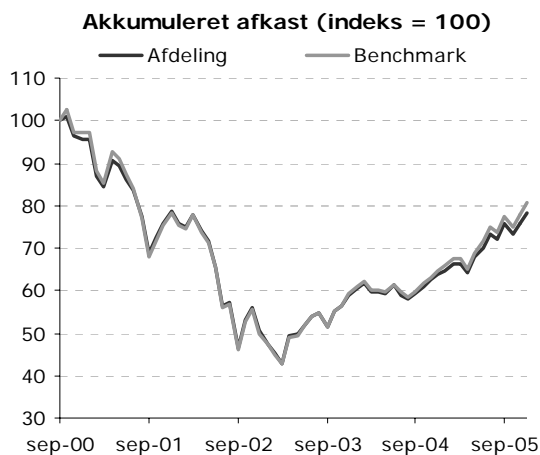
Afdelingens benchmark er EURO STOXX 50. Indekset består af 50 af de største og mest likvide børsnoterede selskaber der findes blandt de 11 Euro-lande, fordelt på 19 brancher.

Rådgiver

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S har siden 1. april 2000 været rådgiver på afdelingen. Før denne dato foretog Sparinvest selv investeringerne.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

I oktober 2000 skiftede afdelingen navn fra Nordiske aktier til EURO STOXX 50. Afdelingen skiftede samtidig strategi fra stockpicking på de nordiske markeder til en markedskonform strategi.



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
2000	-4,29%	-2,77%	-4,29%	-2,77%
2001	-17,85%	-19,44%	-21,37%	-21,68%
2002	-35,69%	-36,21%	-49,43%	-50,04%
2003	16,68%	18,77%	-41,00%	-40,66%
2004	8,38%	9,27%	-36,06%	-35,16%
2005	22,20%	24,64%	-21,86%	-19,18%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 30. september 2000)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	-4,59%	-3,98%
Standardafvigelse	20,33%	21,15%
Varians	4,13%	4,47%
Sharpe Ratio	-0,39	-0,34
Merafkast	-0,62%	
Tracking Error	1,56%	
Information Ratio	-0,41	
R2 - diversificeringsgrad	1,00	
Kovarians	4,29%	
Korrelation	1,00	
Beta	0,96	
Jensens Alpha	-0,94%	
Treynor Ratio	-0,08	
Appraisal Ratio	-0,60	
Semideviation	13,95%	
Semivariance	1,95%	
Sortino ratio	-0,16	



■ Sparinvest Fjernøsten

Etableringstidspunkt: 1. april 1984

Afkast indregnet fra: 31. juli 2000

Investeringsfilosofi:

Afdelingen investerer på de fjernøstlige markeder, primært de vestligt prægede markeder som Australien, Hong Kong og Singapore. Der investeres ikke i japanske aktier.

Der investeres i 80-100 forskellige selskaber ud fra en markedskonform strategi, hvilket indebærer at porteføljesammensætningen foretages med udgangspunkt i benchmark, men med mulighed for at over/undervægte på lande- og selskabsniveau.

Aktivallokeringen foretages på baggrund af input om macro/ og mikroøkonomiske forhold fra eksterne rådgivere.

Til risikostyring i forbindelse med den markedskonforme strategi anvendes Barra's risikostyringsmodel.

Der er ikke investeret i markeder udenfor benchmark.

Målsætningen er at holde afkastet indenfor en margin på +/- 5 % på årlig basis i forhold til afkastet på benchmark.

Benchmark

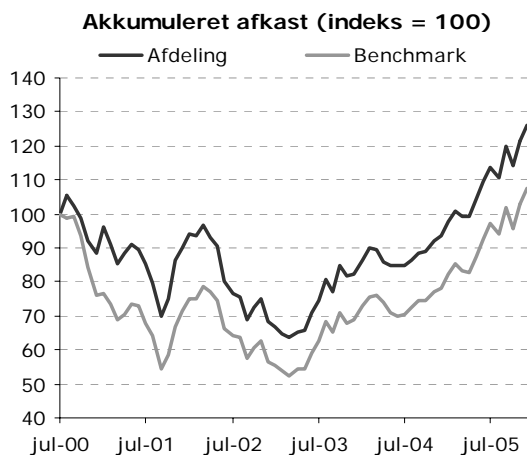
Afdelingens benchmark er MSCI AC Pacific Free ex. Japan.

Rådgiver

Frem til august 2000 var rådgiver på afdelingen Dresdner RCM Global Investors, Frankfurt, hvor mandatet var ved stock-picking at skabe et tilfredsstillende absolut afkast. Frem til august 2000 var investeringsuniverset desuden omfattet af Japan. Siden august 2000 har Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S været rådgiver på afdelingen med en markedskonform strategi som mandat. Samtidig udgik Japan af investeringsuniverset.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Afkast på benchmark er udbyttekorrigeret. Dette er en ændring i forhold til tidligere års GIPS-rapporter. Afgivelser på benchmark-afkast i forhold til tidligere års GIPS-rapporter vil derfor forekomme.



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
2000	-11,47%	-24,03%	-11,47%	-24,03%
2001	1,76%	-6,16%	-9,91%	-28,71%
2002	-24,34%	-20,81%	-31,84%	-43,54%
2003	20,74%	22,11%	-17,70%	-31,06%
2004	13,87%	13,41%	-6,28%	-21,81%
2005	34,28%	37,67%	25,84%	7,64%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. juli 2000)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	4,34%	1,37%
Standardafvigelse	18,50%	19,87%
Varians	3,42%	3,95%
Sharpe Ratio	0,05	-0,10
Merafkast	2,97%	
Tracking Error	6,59%	
Information Ratio	0,44	
R2 - diversificeringsgrad	0,89	
Kovarians	3,47%	
Korrelation	0,94	
Beta	0,88	
Jensens Alpha	2,65%	
Treynor Ratio	0,01	
Appraisal Ratio	0,40	
Semideviation	10,75%	
Semivariance	1,16%	
Sortino ratio	0,03	





■ Sparinvest Value Aktier

Etableringstidspunkt: 1. juni 1986
Afkast indregnet fra: 31. december 1998

Investeringsfilosofi:

Afdelingen investerer i aktier globalt, dvs. amerikanske, europæiske, japanske, og andre østasiatiske aktier, der alle er noteret på anerkendte børser.
Det er målsætningen, at afdelingens formue investeres i 100 - 150 udvalgte selskaber. Denne spredning på flere aktier er med til at mindske den samlede porteføljerisiko.

Investeringerne i Value Aktier foretages ud fra metoden "Value Investering". En investeringsfilosofi der er baseret på, at der til enhver børseroteret virksomhed knytter sig to værdier. Den ene værdi er markedskursen, som man kan købe selskabets aktier til på børsen, og den anden værdi er virksomhedens forretningsmæssige værdi.

I vores analyse evalueres denne forretningsmæssige værdi ved at afgøre, hvad selskabet vil kunne sælges for, eller ved at estimere selskabets værdi af aktiver og/eller cash-flow. Når denne værdi er identificeret, sammenholder vi den med markedskursen på selskabet. Investeringerne bliver foretaget, når markedskursen ligger markant lavere end den forretningsmæssige værdi, minimum 40 % lavere.

Afdelingen har ingen restriktioner med hensyn til vægtning på lande-, brancheniveau eller investering i bestemte segmenter som eksempelvis small-cap og big-cap.

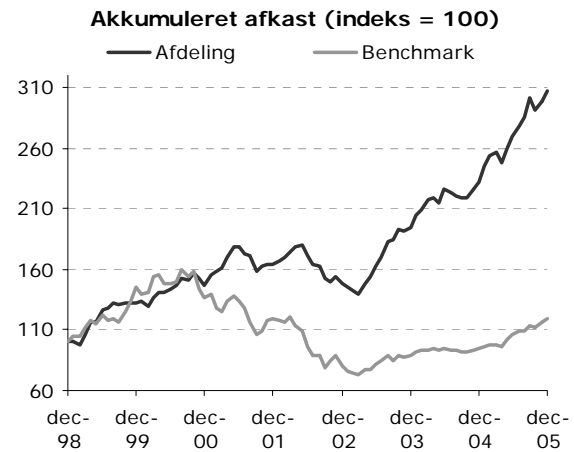
Afdelingens målsætning er at skabe absolutte afkast, og det er ikke målsætningen at tracke et benchmark, selvom performance vurderes i forhold til et benchmark.

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI World.

Rådgiver

Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S har siden 1. april 2000 været rådgiver på afdelingen. Før denne dato foretog Sparinvest selv investeringerne.



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	32,86%	44,74%	32,86%	44,74%
2000	10,43%	-5,88%	46,71%	36,22%
2001	11,83%	-12,79%	64,07%	18,80%
2002	-9,67%	-32,53%	48,21%	-19,85%
2003	30,66%	10,95%	93,65%	-11,07%
2004	19,81%	6,35%	132,01%	-5,42%
2005	32,48%	26,51%	207,37%	19,65%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. december 1998)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	17,40%	2,60%
Standardafvigelse	11,68%	16,74%
Varians	1,36%	2,80%
Sharpe Ratio	1,08	-0,05
Merafkast	14,80%	
Tracking Error	12,22%	
Information Ratio	1,10	
R2 - diversificeringsgrad	0,47	
Kovarians	1,34%	
Korrelation	0,68	
Beta	0,48	
Jensens Alpha	13,06%	
Treynor Ratio	0,27	
Appraisal Ratio	1,07	
Semideviation	5,42%	
Semivariance	0,29%	
Sortino ratio	0,68	



Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Siden 1. januar 1998 er investeringerne foretaget efter "Value" konceptet. I september 1999 blev Sparinvest Højt udbytte og Sparinvest Global Value fusioneret med Sparinvest Global Value som fortsættende afdeling. På en ekstraordinær generalforsamling i Investeringsforeningen Sparinvest den 30. juli 2000 blev det vedtaget at fusionere Sparinvest Europæiske Value Aktier, Sparinvest Japanske Value Aktier og Sparinvest Globale Value Aktier, med Sparinvest Globale Value Aktier som fortsættende afdeling, idet denne samtidig ændrede navn til Sparinvest Value Aktier.



■ Sparinvest Pengemarked

Etableringstidspunkt: 1. juli 1998
 Afkast indregnet fra: 31. juli 1999

Investeringsfilosofi

Afdelingen omfatter investering i korttidsværdipapirer noteret på Københavns Fondsbørs og har mulighed for at investere i udenlandske obligationer optaget til notering eller handel på et af Finanstilsynet anerkendt tilsvarende reguleret marked inden for Den Europæiske Union eller lande som fællesskabet har indgået aftale med.

Afdelingen omfatter investering i pengemarkedsrelaterede værdipapirer, dvs.:

- A: Renterelaterede værdipapirer med udløb inden for 12 måneder.
- B: Renterelaterede værdipapirer med en løbetid på 12 måneder.
- C: Variabelt forrentede obligationer, hvor renten tilpasses mindst en gang om året.
- D: Likviditet

Foreningen investerer ikke i erhvervsobligationer, præmieobligationer eller konvertible obligationer.

Målet er at skabe relativ performance i forhold til Sparinvest Pengemarkedsindeks.

Benchmark

Sparinvest Pengemarkedsindeks (risikofri rente). Beregnes som afkastet på skatkammerbevis med tre måneders restløbetid. I praksis sælges skatkammerbeviset når der er to måneder tilbage i restløbetid, hvorefter der investeres i nyt tre måneders skatkammerbevis. For en mere detaljeret beskrivelse henvises til bilag C.

Rådgiver

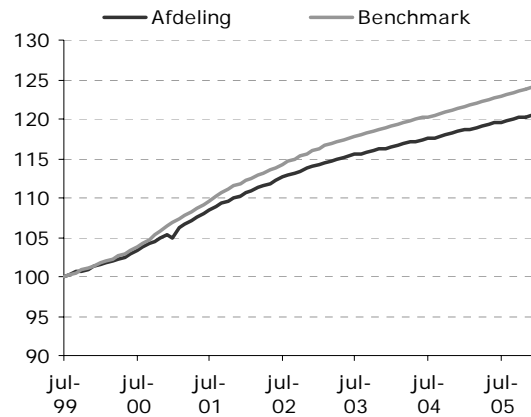
Sparinvest Fondsmæglerselskab A/S har siden 1. april 2000 været rådgiver på afdelingen. Før denne dato foretog Sparinvest selv investeringerne.

Andre relevante begivenheder for performanceevaluering

Strategien er fuldt implementeret pr 31. juli 1999, hvorfor performancemålingerne starter fra dette tidspunkt.

For regnskabsåret 2002 ændrede afdelingen status til en akkumulerende PAL-afdeling.

Akkumuleret afkast (indeks = 100)



År	Periode afkast		Akkumuleret afkast	
	Afdeling	Benchmark	Afdeling	Benchmark
1999	1,27%	1,41%	1,27%	1,41%
2000	4,10%	4,91%	5,42%	6,39%
2001	4,58%	5,09%	10,24%	11,80%
2002	3,38%	3,75%	13,97%	16,00%
2003	2,06%	2,48%	16,32%	18,87%
2004	1,82%	2,13%	18,43%	21,41%
2005	1,75%	2,13%	20,51%	23,99%

Afkast og risikonøgletal p.a. (siden 31. juli 1999)

Nøgletal	Afdeling	Benchmark
Afkast	2,95%	3,41%
Standardafvigelse	0,58%	0,38%
Varians	0,00%	0,00%
Sharpe Ratio	-0,93	
Merafkast	-0,46%	
Tracking Error	0,48%	
Information Ratio	-0,93	
R2 - diversificeringsgrad	0,33	
Kovarians	0,00%	
Korrelation	0,57	
Beta	0,88	
Jensens Alpha	-0,44%	
Treynor Ratio	-0,01	
Appraisal Ratio	-0,93	
Semideviation	0,16%	
Semivariance	0,00%	
Sortino ratio	-0,81	



Overzicht over forvaltet kapital og omkostningsprocent

Overigten over Sparinvests forvaltet kapital og omkostningsprocent, som inkluderer de 15 composites.

Årlige omkostninger i % af gennemsnitlig formue							
Afdelingsnavn	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Sparinvest Bolig		0,73	0,75	0,87	0,88	0,70	0,49
Sparinvest Cumulus akk.			1,31	1,43	1,43	1,40	1,10
Sparinvest Danske Obligationer	0,66	0,71	0,75	0,86	0,87	0,85	0,75
Sparinvest Danske Provinsbanker	0,87	0,90	1,43	1,53	1,53	1,50	1,50
Sparinvest EURO STOXX 50		0,98	1,30	1,54	1,53	1,50	1,40
Sparinvest Fjernøsten aktier		1,19	1,25	1,53	1,53	1,50	1,40
Sparinvest Indeksobligationer	0,65	0,70	0,78	0,86	0,87	0,85	0,75
Sparinvest OMX C20 aktier		0,90	0,95	1,03	1,03	1,00	0,80
Sparinvest Korte obligationer	0,66	0,70	0,75	0,82	0,83	0,80	0,70
Sparinvest Lange obligationer	0,68	0,70	0,80	0,87	0,87	0,85	0,80
Sparinvest Nye Obligationsmarkeder	1,05	1,75	1,75	1,75	1,75	1,75	1,50
Sparinvest Pantebreve udbytte	0,79	0,86	1,06	1,08	1,07	1,05	1,00
Sparinvest Pengemarked PAL	0,30	0,30	0,30	0,33	0,35	0,35	0,35
Sparinvest S&P 500			1,25	1,54	1,53	1,50	1,40
Sparinvest Value aktier	0,95	1,05	1,45	1,53	1,53	1,50	1,75

Forvaltet kapital i Investeringsforeningen Sparinvest														
Markedsværdi af de 15 composites i mio. kr. samt % af samlet total														
År	1999		2000		2001		2002		2003		2004		2005	
Sparinvest Bolig	0		49	1%	51	1%	64	1%	101	1%	170	1%	269	1%
Sparinvest Cumulus akk.	0		0		598	10%	577	8%	574	5%	583	4%	577	2%
Sparinvest Danske Obligationer	725	28%	964	23%	1.260	22%	1.822	25%	2.232	20%	2.794	17%	4.253	15%
Sparinvest Danske Provinsbanker	213	8%	185	4%	223	4%	259	4%	710	6%	1.136	7%	1.686	6%
Sparinvest EURO STOXX 50	0		140	3%	144	2%	101	1%	105	1%	112	1%	164	1%
Sparinvest Fjernøsten aktier	0		135	3%	98	2%	68	1%	93	1%	122	1%	198	1%
Sparinvest Indeksobligationer	199	8%	419	10%	411	7%	429	6%	429	4%	449	3%	472	2%
Sparinvest OMX C20 aktier	0		166	4%	196	3%	157	2%	174	2%	209	1%	297	1%
Sparinvest Korte obligationer	302	12%	266	6%	301	5%	741	10%	1.874	17%	3.038	18%	4.406	15%
Sparinvest Lange obligationer	234	9%	335	8%	494	8%	510	7%	953	9%	1.913	12%	3.067	11%
Sparinvest Nye Obligationsmarkeder	291	11%	475	11%	667	11%	873	12%	1.356	12%	1.442	9%	1.388	5%
Sparinvest Pantebreve udbytte	255	10%	331	8%	327	6%	371	5%	514	5%	545	3%	208	1%
Sparinvest Pengemarked PAL	14	1%	52	1%	73	1%	111	2%	118	1%	155	1%	163	1%
Sparinvest S&P 500	0		0		100	2%	96	1%	133	1%	170	1%	305	1%
Sparinvest Value aktier	354	14%	657	16%	906	15%	1.049	15%	1.696	15%	3.796	23%	11.583	40%
Total	2.587	100%	4.174	100%	5.849	100%	7.228	100%	11.062	100%	16.634	100%	29.036	100%



Revisorerklæring

Til investorerne i Sparinvest

Vi har gennemgået Sparinvest's GIPS Rapport af 1. november 2006 omfattende perioden 1. januar 1999 - 31. december 2005.

Ledelsen i Sparinvest har ansvaret for, at kravene ifølge GIPS (Global Investment Performance Standards) følges, og at anbefalinger i videst muligt omfang efterleveres. Vores ansvar er baseret på vores gennemgang at udtrykke en konklusion om rapporten.

Afgrænsning af det certificerede

Certificeringen omfatter Selskabet Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig, Investeringsforeningen Sparinvest Globale Vækstmarkeder samt Specialforeningen Sparinvest Pengemarked med tilhørende afdelinger, der alle er underlagt tilsyn fra Finanstilsynet. Samlet betegnes enhederne for Sparinvest.

Det udførte arbejde i forbindelse med verificeringen

Gennemgangen er foretaget i overensstemmelse med de retningslinier, der er angivet i Den Danske Finansanalytiker Forenings oversættelse og fortolkning af GIPS af 14. april 1999 (revideret 31. december 2001).

Vi har kontrolleret afgrænsningen samt opbygningen af composites og benchmarks for composites. Compositestrukturen er afgrænset som afdelinger i Sparinvest.

Forretningsgange og rutiner samt beregningsmodeller er gennemgået for at bedømme, om de var egnede til at sikre en efterlevelse af GIPS kravene og anbefalingerne. Indledningsvis har vi gennemgået Sparinvest's forretningsgange vedrørende GIPS, som ligger til grund for implementeringen af GIPS. Der er foretaget en stikprøvevis gennemgang af, at nøglekontroller og afstemningsprocedurer har fungeret som fastlagt i forretningsgangene. Vi har i den forbindelse stikprøvevis gennemgået procedurer og de grundlæggende inddata for hele perioden. Revisionsrapporter for 7-årsperioden er gennemgået for at bedømme forudsætningerne for, at de historiske data er retvisende og i overensstemmelse med GIPS.

Efterlevelse af GIPS-kravene fordrer en løbende korrekt implementering af standardens krav. Vi har gennemgået de foretagne registreringer, beregninger af afkast og risikonøgletal samt præsentation heraf i rapporten for at bedømme om GIPS-standarden er efterlevet.

Vi anser vores gennemgang for tilstrækkelig til at kunne konkludere følgende.

Konklusion

Med baggrund i den udførte gennemgang er vi ikke blevet bekendt med forhold der afkræfter:

- at GIPS-rapporten i al væsentlighed efterlever alle krav og anbefalinger i GIPS standarden.
- at GIPS-rapporten med verificerede composite afkast og risikonøgletal beskriver de processer, rutiner og beregningsmodeller, der er nødvendige, for efterlevelse af GIPS.
- at Sparinvest har indført forretningsgange og rutiner, som er i overensstemmelse med GIPS standarden.

København 16. november 2006.

Ernst & Young
Statsautoriseret Revisionsaktieselskab

Carsten Collin
Statsautoriseret revisor



BILAG



Bilag A - Bestyrelse og direktion

Bestyrelse og direktion

Bestyrelsesmedlemmer i Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Globale vækstmarkeder, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig og Specialforeningen Sparinvest Pengemarked.

Bestyrelse:

Professor, cand. jur. Ole Bjørn, formand
Cand. polit, Flemming Skov Jensen
Advokat Jørgen Kjældgaard
Gårdejer, cand. polit, Verner Puggaard
Købmand, cand. merc. Niels Fog
Rektor, professor, dr. jur. Linda Nielsen

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Direktør Peter Møller Lassen

Om bestyrelsesmedlemmer i Investeringsforeningen Sparinvest, Specialforeningen Sparinvest, Investeringsforeningen Sparinvest Globale vækstmarkeder, Investeringsforeningen Sparinvest Bolig. Specialforeningen Sparinvest Pengemarked samt direktionen i ID-Sparinvest A/S er følgende ledelseshverv oplyst:

Bestyrelse:

Professor, cand. jur. Ole Bjørn, formand:

Direktør for:
SDA Invest A/S
Kuva Invest Viborg ApS

Cand. polit, Flemming Skov Jensen:

Formand for bestyrelsen for:
Helsingør Fællesbageri
Folkets Hus Helsingør

Medlem af bestyrelsen for:
Kelsen Bisca A/S
DCI A/S
Lån og Spar Bank A/S
Dansk Erhvervsinvestering A/S
Dansk Innovationsinvestering P/S

Advokat Jørgen Kjældgaard:

Formand for bestyrelsen for:
AH Byg A/S

A/S Albertsen & Holm
Delta Holding A/S
FRC Tapecrete A/S

Medlem af bestyrelsen for:
City Self Storage A/S
MDS Proteomics A/S
DSK A/S

Gårdejer, cand. polit, Verner Puggaard:

Formand for bestyrelsen for:
Andelskassen Sydvestjylland

Købmand, cand. merc. Niels Fog

Formand for bestyrelsen for:
Samkøb Holding A/S
Super Best Amba
Johannes Fog Holding A/S
Johannes Fog A/S
Asminderød Savværk og Trælasthandel af 1982 A/S
Vasekær 9 A/S
Energinet.dk

Næstformand for bestyrelsen for:
Supergros A/S

Medlem af bestyrelsen for:
Lokalbanen A/S

Direktør for:
Fog Fødevarer A/S
Fog Anlæg A/S
Fog Holding A/S

Professor, dr. jur. Linda Nielsen

Formand for bestyrelsen for:
Aller Fonden

Medlem af bestyrelsen for:
Kollegiefonden Bikuben
Klasselotteriet A/S

Direktion ID-Sparinvest A/S:

Direktør Peter Møller Lassen:

Medlem af bestyrelsen for:
C. Mærsk-Andersen's Eftf. A/S
CMA Holding A/S
Lorentzen og Nielsen ApS



Bilag B - Formler til nøgletalsberetning

Standard nøgletal	Forklaring	Formel
Afkast p.a.	Måler den årlige nominelle prisændring for et aktiv. Afkastet beregnes som et geometrisk gennemsnit.	$r_i = \left(\frac{P_T}{P_0} - 1 \right)^{1/T}$ <p>hvor: r_i = Gennemsnitligt geometrisk afkast p.a. P_0 = Aktivets værdi tidspunkt 0 P_T = Aktivets værdi tidspunkt T</p>
Varians p.a.	Varians er den traditionelle måleenhed for afkastsspredning og dermed risiko. Tallet målet hvor meget aktivet i gennemsnit afviger fra det gennemsnitlige afkast (middelværdi). Variansen er ikke en sammenlignbar størrelse og er derfor svær at fortolke. Variansen er altid positiv.	$Var(r_i) = \sigma_i^2 = 12 \frac{\sum_{t=1}^T (r_{i,t} - \bar{r}_i)^2}{T}$ <p>hvor: $Var(r_i) = \sigma_i^2$ = Årlig varians for aktiv i $r_{i,t}$ = Månedsafkast på aktiv i på tidspunkt t \bar{r}_i = Gennemsnitlig månedsafkast aktiv i</p> <p>Kommentar: Multiplikering med 12 giver den årlige varians.</p>
Standardafvigelse p.a.	Standardafvigelsen (volatiliteten) er et sammenligneligt mål for afkastsspredningen. En standardafvigelse udtrykker hvor meget afkastet med 68 pct. sandsynlighed i gennemsnit kan variere i forhold til til det gennemsnitlige afkast. Standardafvigelsen forudsætter at afkastet er normalfordelt.	$\sigma_i = \sqrt{\sigma_i^2}$ <p>hvor: σ_i = standardafvigelse (volatilitet) på aktiv i σ_i^2 = varians</p>
Sharpe Ratio p.a.	Sharpe Ratio måler et aktives merafkast i forhold til et risikofrit aktiv divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Det udtrykker således afkast pr. risikoenhed. Tallet giver mulighed for at sammenligne to investeringer med forskelligt risikoniveau.	$Sharpe_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{(\sigma_i - \sigma_f)}$ <p>hvor: $Sharpe_i$ = Sharpe ratio aktiv i \bar{r}_i = gennemsnitligt afkast aktiv i \bar{r}_f = gennemsnitligt afkast risikofri aktiv i σ_i = standardafvigelse på aktiv i σ_f = standardafvigelse på det risikofrie aktiv</p>



Standard nøgletal	Forklaring	Formel
Information Ratio p.a.	Dette tal måler merafkastet i forhold til et markedsindeks (benchmark) divideret med standardafvigelsen herpå (tracking error). Et positiv ratio betyder at aktivets afkast er bedre end markedsindekset og omvendt. Størrelsen afhænger af spredningen på merafkastet.	$IR_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_{BM}}{(\sigma_i - \sigma_{BM})}$ hvor: IR_i = Information ratio aktiv i \bar{r}_i = gennemsnitligt afkast aktiv i \bar{r}_{BM} = gennemsnitligt afkast markedsindeks σ_i = standardafvigelse på aktiv i σ_{BM} = standardafvigelse på markedsindekset
Tracking Error p.a.	Tracking error måler aktivets spredning i forhold til et markedsindeks (benchmark). Beregningsmæssigt er det forskellen i standardafvigelsen på hhv. aktivet og markedsindeksets afkast. Benævnes også som standard error.	$TE_i = \sqrt{12 \frac{\sum_{t=1}^T (r_{i,t} - r_{BM,t})^2}{T}}$ hvor: TE_i = Tracking error aktiv i $r_{i,t}$ = afkast aktiv i tidspunkt t $r_{BM,t}$ = afkast markedsindeks tidspunkt t
Covarians p.a.	Kovariansen måler samvariationen mellem to aktiver. Lav kovarians betyder at afkastet på de to aktiver kun i ringe grad svinger i takt. Kovariansen er ikke en sammenlignelig størrelse og er vanskelig at fortolke. Kovariansen kan antage alle værdier.	$Cov(r_i, r_j) = \sigma_{i,j} = 12 \frac{\sum_{t=1}^T (r_{i,t} - \bar{r}_i)(r_{j,t} - \bar{r}_j)}{T}$ hvor: $Cov(r_i, r_j) = \sigma_{i,j}$ = Kovariansen mellem aktiv i og j (årligt). $r_{i,t}$ = afkast aktiv i tidspunkt t $r_{j,t}$ = afkast aktiv j tidspunkt t \bar{r}_i = gennemsnitlig afkast på aktiv i \bar{r}_j = gennemsnitlig afkast på aktiv j
Korrelationskoefficienten	Korrelationen (eller korrelationskoefficienten) er et sammenligneligt mål for samvariationen mellem to aktiver. Koefficienten kan antage værdier mellem -1 og +1. -1 indikerer at aktiverne udvikler sig stik modsat hinanden. Ved +1 opfører aktiverne sig identisk.	$Corr_{i,j} = \rho_{i,j} = \frac{Cov(r_i, r_j)}{\sigma_i \sigma_j}$ $= \frac{\sigma_{i,j}}{\sigma_i \sigma_j}$ hvor $Corr_{i,j} = \rho_{i,j}$ = Korrelationen mellem aktiv i og j $Cov(r_i, r_j) = \sigma_{i,j}$ = Kovariansen mellem aktiv i og j (årligt). σ_i = standard afvigelsen aktiv i σ_j = standard afvigelsen aktiv j



Standard nøgletal	Forklaring	Formel
Forklaringsgrad R^2	Forklaringsgraden angiver hvor stor en del af aktiv i's afkast som kan forklares ved udsvingene i afkastene på aktiv j (benchmark). Det beregnes ved at tage kvadratet af korrelationskoefficienten.	$R^2 = (\rho_{i,j})^2$ hvor: R^2 = Forklaringsgrad $\rho_{i,j}$ = Korrelationskoefficienten mellem aktiv i og j
Beta	Beta måler den ikke-diversifiserbare risiko også benævnt den systematiske risiko af et aktiv. Det er et relativt mål for aktivets afkastudvikling i forhold til et markedsindeks (benchmark). Markedsindekset har pr. definition en beta på 1. En beta under 1 betyder at aktivet er mindre risikofyldt end markedet og omvendt.	$Beta_i = \beta_i = \frac{Cov(r_i, r_{BM})}{Var(r_{BM})} =$ $= \frac{\sigma_{i,BM}}{\sigma_{BM}^2}$ hvor: $Beta_i = \beta_i$ = beta på aktiv i $Cov(r_i, r_{BM}) = \sigma_{i,BM}$ = kovariansen mellem aktiv i og markedsindekset (benchmark) $Var(r_{BM}) = \sigma_{BM}^2$ = markedsindeksets varians
Jensens Alpha	Jensens Alpha måler aktivets risikjusterede merafkast i forhold til et markedsindeks (benchmark). Et positivt tal indikerer at afkastet på aktivet har været højere end det som udsvingene i markedsindekset tilsiger og omvendt.	$Alpha_i = \alpha_i = \left(\bar{r}_i - \bar{r}_f \right) - \beta_i \left(\bar{r}_{BM} - \bar{r}_f \right)$ $Alpha_i = \alpha_i$ = alpha aktiv i β_i = beta aktiv i \bar{r}_f = gennemsnitligt afkast risikofrit aktiv \bar{r}_i = gennemsnitligt afkast på aktiv i \bar{r}_{BM} = gennemsnitligt afkast på markedsindekset
Treynor	Treynor Ratio måler et aktivs merafkast i forhold til et risikofrit aktiv divideret med beta. Det udtrykker således afkast pr. systematisk risikoenhed. Nøgletallet forudsætter således at aktivet indgår i en veldiversificeret portefølje.	$Treynor_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{\beta_i}$ hvor: $Treynor_i$ = Treynor ratio aktiv i \bar{r}_i = gennemsnitligt afkast på aktiv i \bar{r}_f = gennemsnitligt afkast risikofrit aktiv β_i = beta aktiv i



Avancerede nøgletal	Forklaring	Formel
Semi-variance	Semi-variance er et mål for downside risiko og er defineret som variansen på aktivets negative afkastudsving. Tallet vil altid antage en positiv værdi, og er som variansen svær at tolke.	$SV_i = 12 \frac{\sum_{t=1}^T \left((r_{i,t}) I_{r_{i,t} < 0} \right)^2}{T}$ hvor SV_i = Semi-variance aktiv i $r_{i,t}$ = afkast på aktiv i tidspunkt t $I_{r_{i,t} < 0}$ = Hilbert funktion, returnerer 1 hvis relationen er sand ellers 0.
Semi-deviation	Semi-deviation beregnes som kvadratroden af semi-variance. Tallet udtrykker hvor meget det negative afkast i gennemsnit afviger i forhold til neutralt afkast, dvs. risikoen for at få et tab eller negativt afkast.	$SD_i = \sqrt{SV_i}$ SD_i = semi-deviation aktiv i SV_i = Semi-variance aktiv i
Appraisal ratio	Appraisal ratio måler det risikojusterede merafkast i forhold til tracking error. Det udtrykker således hvor meget merafkast aktivet giver i forhold til hvor meget det afviger fra markedsindekset eller benchmark.	$Appraisalratio_i = \frac{\alpha_i}{TE_i}$ hvor: $Appraisalratio_i$ = appraisal ratio aktiv i α_i = alpha aktiv i TE_i = Tracking error aktiv i
Sortino ratio	Dette tal måler merafkastet pr. enhed af semi-deviation på negative afkast. Nøgletallet er en afart af Information Ratio, der udelukkende inkluderer de "negative" afkastudsving.	$Sortino_i = \frac{\bar{r}_i - \bar{r}_f}{SD_i}$ hvor: $Sortino_i$ = Sortino ratio aktiv i \bar{r}_i = gennemsnitligt afkast på aktiv i \bar{r}_f = gennemsnitligt afkast på risikofrit aktiv SD_i = semi-deviation aktiv i



Bilag C - Beskrivelse af risikofri rente

Ved beregning af risikofri rente anvendes samme metodik som i USA. I USA bruges 2 og 3 måneders T-Bills som i Danmark svarer til Skatkammerbeviser. I Danmark findes der dog ikke Skatkammerbeviser med udløb hver måned, der udstedes kun fire hvert år. Derfor kan der i Danmark ikke findes en 2 og 3 måneders rente på Skatkammerbeviser. I stedet bruges 2 og 3 måneders reposatser, som er det der kommer tættest på den rente et Skatkammerbevis med henholdsvis 2 og 3 måneders løbetid, kan antages at have.

Den anvendte metode tager udgangspunkt i at der ved udgangen af en måned investeres i et 3 måneders Skatkammerbevis, eller rettere repo-rente. Ved udgangen af den følgende måned "sælges" Skatkammerbeviset der nu har to måneders restløbetid, og der "købes" et nyt 3 måneders Skatkammerbevis.

Fastsættelsen af kursen beregnes som

$$Kurs = 100 * \left(1 - \frac{rente * restløbetid (dage)}{360} \right)$$

Afkastfaktoren for hver måned beregnes som

$$Afkastfaktor = \frac{Kurs_{ultimo}}{Kurs_{primo}}, \text{ og multipliceres med}$$

den foregående måneds indeksværdi, for at udregne indekset for den pågældende måned.

Opgørelsestidspunkter

Indekset opgøres ultimo hver måned, hvor datoen er den samme som den der anvendes af IFR. Normalt vil det altså være månedens sidste bankdag indekset opgøres. Opgørelsen ultimo året vil dog altid være pr. 31. december, da investeringsforeningerne ligeledes opgøres denne dag, hvadenten det er en bankdag eller en helligdag. Opgørelsesdatoerne er således de samme som for investeringsforeningerne.

For at forenkle opgørelsen af pengemarkedsindekset er der anvendt simplificerede opgørelsestidspunkter for de syntetiske Skatkammerbeviser. Det skyldes dels et opdateringsmæssigt hensyn, men også det problem at selvom kurserne opgøres ved udgangen af hver måned, så er der ikke nøjagtigt en måned mellem opgørelserne på grund af helligdage mv. Den syntetiske købskurs opgøres på baggrund af en 3 måneders løbetid, uanset at udløbstidspunktet måtte være en helligdag. Salgskursen opgøres på baggrund af det der svarer til en 2 måneders restløbetid den

følgende opgørelsdag, ligeledes uanset om udløbsdagen er en helligdag. Metoden vil i perioder give anledning til en forskydning af antal dage i opgørelsen, men opgjort over længere perioder, eksempelvis ét år, har det ingen eller særdeles ringe betydning for indekset.

WWW.SPARINVEST.DK

Sparinvest

Hvidesten
Kingsvej 1
2630 Taastrup
Telefon: +45 36 34 75 00
Telefax: +45 36 34 75 99
E-mail: mail@sparinvest.dk

Baneskellet 1

Hammershøj
8830 Tjele
Telefon: + 45 87 99 31 00
Telefax: +45 87 99 31 99
E-mail: mail@sparinvest.dk

Sparinvest S.A.

2, Grand-Rue
L1660 Luxembourg
Postadresse:
1a, rue du Nord
L-2229 Luxembourg
Telefon: +352 26 27 47 1
Telefax: +352 26 27 47 99
E-mail: mail@sparinvest.lu