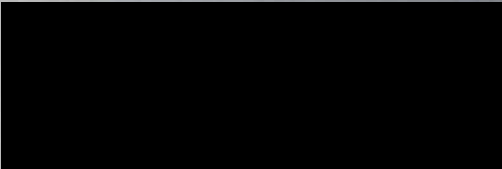


CO2-neutral – er det overhovedet muligt?

**Tid i markedet er vigtigere
end markedstiming**

Hvad tænker præsident Xi?

**KVARTALS-
ORIENTERING
NR 3 | 2021**



C WORLDWIDE ONLINE

- FÅ INDBLIK I NYE INVESTERINGSMULIGHEDER



I C WorldWide har vi gennem mange år integreret ESG – også kendt som bæredygtighedsfaktorer – som en naturlig del af udvælgelsen af de selskaber, som vi investerer i. I dette online-event får du et indblik i, hvordan vi agerer som aktiv investor. Vi vil fortælle om vores aktive dialog med selskaberne, og hvilken betydning det har for både potentiale og for at blive en del af C WorldWides afdelinger, samt den langsigtede betydning af holdbare investeringer. Vi kommer omkring nogle grundlæggende ESG- og bæredygtighedsbegreber, samt hvordan ny regulering medfører, at det bliver mere enkelt at sammenligne investeringsforeninger med hinanden på andre områder end afkast og risiko.

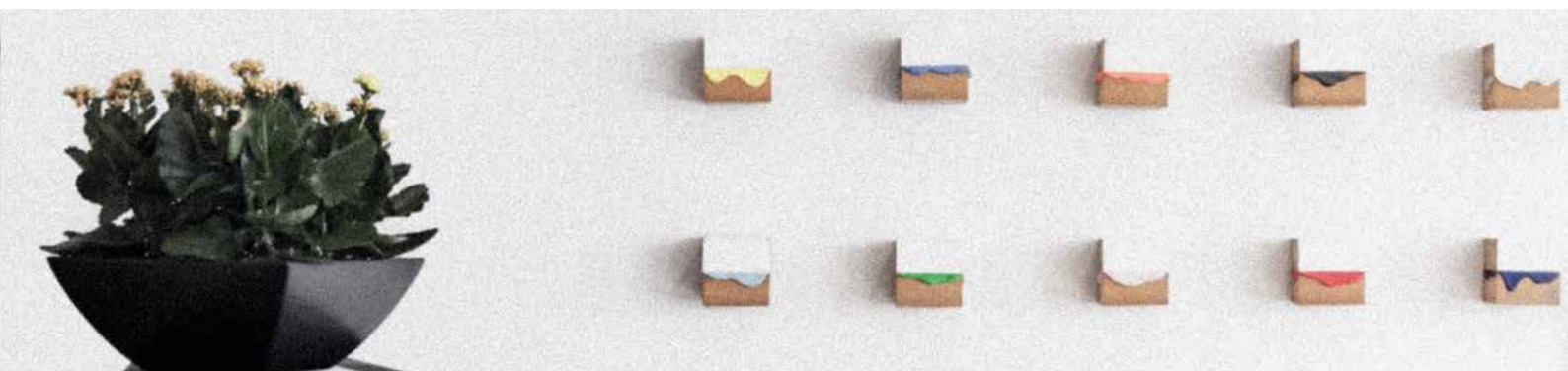
C WorldWide Online

C WorldWide Online er en række online events, hvor vi fortæller om aktuelle markedstendenser og giver dig indblik i langsigtede investeringstemaer og muligheder.

Tilmeld dig rækken af C WorldWide Online events på
cww.dk/online

Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Forventninger til aktiemarkedet
10	Tid i markedet er vigtigere end markedstiming
13	Potentiale i stigende velstand
16	Hvad tænker præsident Xi?
19	CO2-neutral – er det overhovedet muligt?
28	Globale Aktier KL
30	Globale Aktier Etik KL
32	Stabile Aktier KL
34	Emerging Markets KL
36	Asien KL
38	Indien KL
40	Én grundfilosofi – seks afdelinger
41	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

God aktieudvælgelse skabte positive globale afkast

Kina var i centrum på aktiemarkederne i tredje kvartal, hvor regeringens tiltag mod de lokale giganter inden for bl.a. teknologi, sundhed og uddannelse trak markedet ned. Ikke mindst kom Kinas næststørste ejendomsudvikler China Evergrande på konkursens rand, da selskabet fik problemer med at servicere deres store gæld efter regeringens stramning af kreditvilkårene for sektoren. Vi har beskrevet den aktuelle udvikling i Kina i artiklen ”Hvad tænker præsident Xi?”, hvor vi forklarer baggrunden for krisen samt konkluderer, at en ny investeringstilgang til Kina er påkrævet. En tilgang, som kræver forståelse af regimets tankegang, og at man investerer med og ikke mod den nye politiske retning, som stræber efter en mere ligelig fordeling af samfundets værdiskabelse.

Modsat aktiemarkederne i Asien og emerging markets lykkedes det de globale aktiemarkeder at skabe et lille positivt afkast hjulpet af en mindre dollarstigning. Alle vores afdelinger leverede gennem god aktieudvælgelse bedre afkast end markedet, hvorved afkastet for de globale afdelinger blev omkring fem pct. Afdeling Indien skilte sig positivt ud og undslap den negative udvikling i Asien med et afkast på 17,4 pct. Indien har oplevet en forbedret Covid-19-situation oven på den hårde anden bølge i andet kvartal samt gode reforminitiativer, der understøtter den langsigtede positive retning.

Vi er fortsat positive på de langsigtede aktieudsigter, omend historien viser, at der indimellem kommer en korrektion på 10 pct. eller mere ca. hvert andet år. Nu

er kurserne steget i en næsten ret linje siden marts 2020, så i kombination med centralbankerne, der vil mindske deres opkøb af statsobligationer, kan en korrektion ikke afskrives. Dog ser vi, at centralbankerne vil holde renterne lave, særligt for at holde hånden under ejendomsmarkedet. Derfor tror vi, at en eventuel korrektion bliver begrænset, og at vi fortsat kan finde gode langsigtede investeringsmuligheder blandt selskaber, som er understøttede af tematisk medvind og har en stærk markedsposition. Selskaber, som udnytter den effekt, vi kalder Compounding.

Du kan læse mere om udviklingen i de enkelte afdelinger i kvartalsorienteringen.

Sol og vind kan ikke løse klimakrisen alene

Overgangen til en bæredygtig fremtid er uden tvivl det største investeringstema i vores tid, hvor værdier vil blive destruerede, men hvor nye også vil blive skabt. I perspektivet ”CO₂-neutral – er det overhovedet muligt?” giver vores temaspecialist Morten Springborg et indspark til diskussionen om løsningsmodeller på klimakrisen. Hovedbudskabet er, at vi ikke opnår neutralitetsmålet i 2050 med en ensidig fokusering på sol- og vindenergi. Han forklarer, at verden har brug for fossile brændstoffer i mange år fremover, bl.a. fordi batterier har en meget lavere energidensitet end fossile brændstoffer. En løsning med indførelse af CO₂-afgifter vil understøtte udviklingen af nye forretningsmodeller og løsninger. Dette er eksempelvis kulstofdræn som skove og marker, hvor landbruget vil kunne tjene penge på at opsamle CO₂.

C WorldWide Online forsætter i efteråret

C WorldWide Online er vores nye digitale tilbud, hvor du kan blive opdateret på vores investeringsindsigter. Hvis du ikke nåede præsentationerne om investeringsmulighederne i udviklingsøkonomierne med porteføljeforvalter Aman Kalsi og om udfordringer og løsninger inden for den grønne omstilling med temaspecialist Morten Springborg, kan du gense disse præsentationer på vores hjemmeside.

Næste online-event handler om, hvordan vi sikrer, at vores porteføljeselskaber har en holdbar og bæredygtig forretningsmodel. Dette arbejde, som også kaldes ESG, varetages af vores investeringsfolk og er en indarbejdet del af analysearbejdet, når vi investerer. Du kan tilmelde dig C WorldWide Online eventrækken på cww.dk/online.

Du er altid velkommen til at kontakte os, hvis du har spørgsmål eller kommentarer.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 3. kvartal 2021

Afdeling	Afkast Benchmark		Afkast Benchmark	
	3. kvrt.	3. kvrt. 09/2021	09/2021	09/2021
Globale Aktier KL	5,2%	1,2%	16,2%	17,2%
Globale Aktier Akk. KL	4,5%	1,2%	16,0%	17,2%
Globale Aktier Etik KL	4,2%	1,2%	15,4%	17,2%
Stabile Aktier KL	2,7%	2,4%	15,7%	13,1%
Asien KL	-3,6%	-7,2%	4,7%	1,8%
Emerging Markets KL	-3,4%	-6,0%	6,4%	4,2%
Indien KL	17,4%*	15,2%*	-	-

* Andelsklassen er lanceret 29. april 2021.



Forventninger til aktiemarkedet

Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen,
C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Korrektion eller ej ...

De globale aktiemarkeder er steget ca. 75 pct. i en næsten lige linje siden marts 2020, hvor investorerne begyndte at lægge Covid-19-pandemien bag sig. I 2021 er aktiemarkederne steget næsten 20 pct. – og lidt mere, end den underlæggende økonomiske udvikling tilsiger. Dette har startet en diskussion om en forestående korrektion på aktiemarkederne. Hvis man kigger i historiebøgerne, har der typisk været en korrektion på +10 pct. ca. hvert andet år. Over de sidste 10 år, hvor aktiemarkederne generelt har været stigende, har der været en korrektion på 10 pct. eller mere i 2011, 2013, 2015, 2016, 2018 og 2020.

En korrektion kan derfor godt være forestående, særligt når vi tillægger, at den amerikanske centralbank inden for kort tid sandsynligvis vil begynde en nedtrapning af deres opkøbsprogrammer. En handling, som historisk har skabt udsving på aktiemarkederne.

Som vi har beskrevet i tidligere artikler, har vi i dag negative realrenter. Negative realrenter betyder, at værdiansættelsen – alt andet lige – bliver højere, altså at p/e-niveauerne stiger. Det svarer til, at brøk-resultatet, når man begynder at dividere med et tal tæt på nul, pludseligt bliver meget stort. Omvendt giver denne udvikling også stigende følsomhed over for ændringer, hvorfor vi må forvente mere volatilitet på aktiemarkederne.



Hvis man kigger i historiebøgerne, har der typisk været en korrektion på +10 pct. ca. hvert andet år.

Vi bruger ikke meget tid på at analysere og forudsige den kortsigtede udvikling på aktiemarkederne. I praksis er det kun de færreste, der har held med denne disciplin, og vi tror, at man som investor er bedre tjent med at fokusere på den langsigtede udvikling og at tilegne sig langsigtet og holdbar viden for at forstå de langsigtede udviklingstendenser og forhold, der influerer på disse trends.

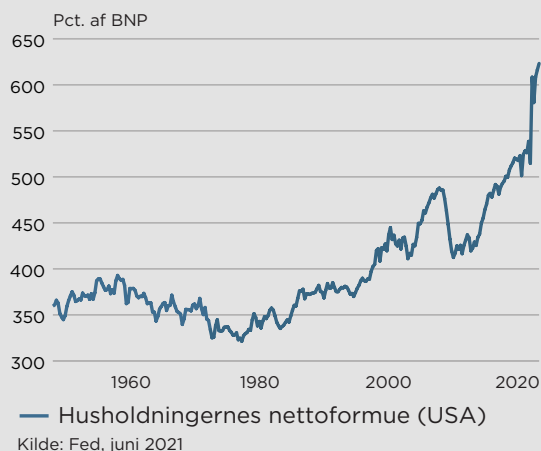
Grundlæggende ser vi positivt på de langsigtede udsigter for aktiemarkederne. Dette er forankret i, at renterne, trods den aktuelle stigende inflation, forbliver på et lavt niveau. Stigende inflation i sig selv leder ikke nødvendigvis til faldende aktiekurser. Aktiekurserne falder typisk, når investorerne frygter en recession – og dette kan ske, hvis centralbankerne strammer for meget. Stærke selskaber, der har "pricing power" (dvs. evnen til at hæve priserne uden at dette ændrer efterspørgslen) kan drage fordel af lidt inflation og dermed navigere gennem stigende råvare- og produktionsomkostninger.

Som det ses af figur 1 (tal for USA), er forbrugernes nettoformuer steget kraftigt over de seneste 10 år og i særdeleshed de sidste 18 måneder. Dette er drevet af aktie- og boligmarkederne. Boligmarkedet er således i dag forbrugernes vigtigste aktiv, og med staternes høje gældsætning har centralbankerne ikke manøvrerum til meget højere renter. Dette holder hånden under aktiemarkederne, selv om det ikke er centralbankernes primære sigte. Centralbankerne vil i den kommende tid forsøge at stramme pengepolitikken og kan måske acceptere udsving på aktiemarkederne på ca. 10-15 pct. Ved større udsving risikerer de at ramme forbrugertilliden, hvorfor vi forventer, at de vil være afmålte i deres stramninger.



Grundlæggende ser vi positivt på de langsigtede udsigter for aktiemarkederne. Dette er forankret i, at renterne, trods den aktuelle stigende inflation, forbliver på et lavt niveau.

Figur 1: Velfærdseffekten



I det følgende beskriver vi nærmere dagens omvendte verden, hvor det i dag i praksis er den finansielle økonomi, som dikterer den realøkonomiske udvikling.

To forskellige verdener

For at forstå hvorfor vedvarende likviditetstilførsel og negative realrenter ikke er midlertidige, er man nødt til at forstå, at den reale eller fysiske verden gennem de sidste 30 år er blevet reduceret til en brøkdel af den finansielle verden. Finansielle instrumenter er mindst fem gange større end verdensøkonomien, mens den globale gæld er 3,5-4 gange større. For USA's vedkommende er gælden inklusiv langsigtede sundheds- og pensionsforpligtelser seks gange større end verdensøkonomien. Dette kan sammenholdes med typiske gælds niveauer på 1-1,5 gange i perioden 1950-80. I takt med at gælden er blevet større, er vores evne til at håndtere højere renter og øget volatilitet på de finansielle markeder faldet tilsvarende. Hvert år skal gæld svarende til omkring 65 pct. af verdens BNP refinansieres, og hvis det skulle ske til højere renter, ville det øjeblikkeligt slå igennem på den reale økonomi. Centralbankerne er blevet fanget i en fælde, de selv har kreeret gennem gentagne gange at adressere bump i økonomien med pengeudpumpning og lavere renter og efterfølgende aldrig at have fået normaliseret pengepolitikken tilstrækkeligt.



Centralbankerne er blevet fanget i en fælde, de selv har kreeret gennem gentagne gange at adressere bump i økonomien med pengeudpumpning og lavere renter.

Likviditet er ilten, der driver den finansielle økonomi, og behovet for stadigt stigende aktivpriser kræver konstant mere likviditet. Ellers truer stigende volatilitet og faldende aktivpriser i den finansielle økonomi stabiliteten i vores realøkonomi. Dette forklarer, hvorfor centralbankerne ikke kan normalisere. Svaret på centralbankernes ageren ligger således i mindre grad i udviklingen i den reale økonomi. Deres hænder er bundet af den ”superstruktur”, som de gennem de sidste 30 år har skabt gennem overdreven likviditetstilførsel.

Forbrugerne er blevet afhængige af høje og stigende aktivpriser. Hvis huspriserne falder, går økonomien i recession. Hvis aktiemarkedet falder, falder forbrugeroptimismen, og hvis faldet er tilstrækkeligt stort, går økonomien i recession. Det er den omvendte verden. Almindelige mennesker – og særligt de yngre – har forstået, at ejerskab af aktiver, herunder egen bolig, er altafgørende for ens langsigtede økonomiske velbefindende. Alene at have en lønindkomst er ikke længere nok, for lønindkomster linket til realøkonomien, som fylder mindre og mindre i forhold til den finansielle verden. Samtidigt stiger ejendomspriserne eksplosivt i den vestlige verden, da finansieringsomkostningerne er så lave. Dette er med til yderligere at ”finansialisere” økonomien, og dermed gøre det endnu mindre realistisk, at centralbankerne vil kunne ændre pengepolitikken.

Efter de ekstraordinære finans- og pengepolitiske tiltag i kølvandet på Covid-19-recessionen ventes den finanspolitiske indsats i USA og Europa at aftage med ca. 2.500-3.000 mia. USD over de næste to år. Samtidigt

forventes henholdsvis den amerikanske og europæiske centralbank (Fed og ECB) at ville reducere obligationsopkøbene hen mod slutningen af 2021. Dette vil være en markant opstramning af likviditeten oven på en allerede aftagende finanspolitisk impuls. Centralbankerne ønsker at gøre dette for at forsvare deres troværdighed og for senere at ligge inde med lidt tørt krudt, hvis økonomien får et større tilbagefald. Dog tror vi, at en tilbagetrækning vil blive afmålt af hensyn til bolig- og aktiemarkederne.



Vi tror, at en tilbagetrækning vil blive afmålt af hensyn til bolig- og aktiemarkederne.

Dele af realøkonomien er brandvarme, mens andre dele fortsat fryser grundet eftervirkningerne af Covid-19, høj gældsætning eller teknologisk disruption. Dette har skabt flaskehalse og inflationære tendenser i økonomierne. De stigende aktivpriser skaber også en øget samfundsmæssig ulighed, idet den voksende finansielle økonomi primært er til glæde for dem, som allerede er formuende. Dette er en kompliceret problemstilling, hvor den stigende globale velfærd også har flyttet 600 mio. mennesker ud af ekstrem fattigdom. Staterne vil formentligt over tid søge at løse uligheden gennem forskellige former for skattereformer og sociale overførsler frem for ændret pengepolitik. Det er nemlig staterne, som er mest gældsatte og derved har mest at tabe ved stigende renter.

I et miljø med fortsat lave renter vil boliger og vækstaktier forblive højt prisfastsat, men vi må regne med stigende volatilitet, da det er sandsynligt, at centralbankerne endnu engang vil forsøge at ”normalisere” pengepolitikken – uden succes. Hvad, der tidligere blev betragtet som en ”neutral pengepolitik”, er ikke længere et relevant pejlemærke for centralbankernes handlinger.



C
WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN



C WORLDWIDE
INDIEN
COMPOUNDING
TIL GENERATIONER

INVESTÉR MED DE MEST ERFARNE COMPOUNDERE I BRANCHEN

I C WorldWide har du adgang til mere end 30 års erfaring med porteføljer af
nøje udvalgte selskaber med holdbare forretningsmodeller
– selskaber, hvor afkast og samfundsansvar går hånd i hånd, og som bliver bedre og bedre over tid.

Det kalder vi Compounding.

Læs mere på CWW.dk og bliv Compounder

Tid i markedet er vigtigere end markedstiming

Af Bo Knudsen

Adm. direktør og porteføljeforvalter, C WorldWide Asset Management.

Nøgleindsigt

- Vi tror, at vejen til succes i investeringer er enklere, når man øger sin tidshorisont, fremfor at kaste sig over kortsigtede handelsstrategier. Lang tid i markedet fremfor hurtige handler.

I dag sidder en person i behagelig skygge, fordi et træ blev plantet for længe siden.

Vi lever i en verden, hvor afhængigheden af digitale- og sociale medier bliver mere og mere udbredt. Dette gør os grundlæggende mere utålmodige. Vi værdsætter den øjeblikkelige belønning og tilsidesætter i stigende grad langsigtet tænkning og planlægning. Hvor udfordringer blot skubbes videre til næste generation, ved at beskytte sig mod oversvømmelser med sandsække frem for at finde og løse problemets reelle kerne.

På aktiemarkederne er den fundamentale langsigtede investeringsdisciplin i tilbagegang og udgør i dag blot 10 pct. af den samlede markedsomsætning, mens den gennemsnitlige investeringshorisont for aktieinvestorer på blot ti år er faldet fra 7,5 år til i dag at være knap seks måneder. (jf. New York Stock Exchange and Refinitiv, dec. 2020). Ikke mindst er selskabsanalytikeres fokus i stigende grad rettet mod de kommende kvartaler frem for at forstå udsigterne og relevante samfundstrende over de kommende fem til ti år. Hertil kommer, at den gennemsnitlige ESG-fond, der investerer i miljøets og samfundets langsigtede interesser, blot har sine

aktier i porteføljen i gennemsnit 2,5 år (jf. Mercer and the Generation Foundation, feb. 2017). Dette synes at være i modstrid med – ikke blot samfundets langsigtede interesser – men også ift. de fleste langsigtede aktivejere, der har brug for at optimere afkastet over en 15-30-årig tidshorisont.



Selskabsanalytikeres fokus er i stigende grad rettet mod de kommende kvartaler frem for at forstå udsigterne og relevante samfundstrende over de kommende 5-10 år.

Vi ser også en stigende kortsigtet adfærd ift. selskabsledelse, der kan illustreres ved den gennemsnitlige ansættelsestid for administrerende direktører. Flere undersøgelser viser, at den gennemsnitlige ansættelsestid for en administrerende direktør i store amerikanske selskaber er faldet fra omkring seks til syv år for et årti siden til ca. fem år i dag. I mange selskaber er ledelsen under eksternt pres for at levere resultater på kort sigt. Derfor prioriterer selskabsledelsen kortsigtede kapitalafkast, aktiekurs og opnåelsen af kvartalsvise indtjeningsprognoser, der således bliver vigtigere end langsigtede, strategiske mål. Denne adfærd tror vi medfører lavere værdiskabelse på langt sigt.



Analyser fra bl.a. Focusing Capital for The Longer Term (FCLT, dec. 2019) viser desuden, at for høj udlodning af kapital er en faktor, der kan lede til lavere langsigtet værdiskabelse. Som udgangspunkt er vi tilhængere af, at selskaber returnerer overskydende kapital til aktionærene, og at de er meget opmærksomme på deres kapitalomkostninger i strategiske overvejelser – men omvendt ønsker vi heller ikke, at dette sker på bekostning af manglende udnyttelse af fremtidige vækstmuligheder.

Historien viser, at der på langt sigt er meget få selskaber, der kan skabe attraktive afkast og kontinuerligt opretholde disse. Således viser en undersøgelse fra McKinsey (2017), at selskaber med en langsigtet kultur og strategisk tænkning har 36 pct. højere indtjening end selskaber, der agerer mere kortsigtet målt over en 15-årig periode. Set fra et samfundsmæssigt perspektiv viser analysen, at der alene i USA under visse forudsætninger kunne skabes én million

flere jobs årligt, hvis alle selskaber tænkte langsigtet. En mere langsigtet tilgang rimer perfekt med hele bæredygtighedsagendaen, hvor selskaber, der grundlæggende tænker langsigtet, også tænker ansvarligt. Det lange seje træk belønnes både set i samfundsmæssigt såvel som i et investeringsmæssigt perspektiv.



Alene i USA kunne der skabes én million flere jobs årligt, hvis alle selskaber tænkte langsigtet.

Når man ser på tidshorisonter fra investorernes perspektiv, er det et paradoks, at den gennemsnitlige ejertid for statslige fonde er ca. 50 år, mens kapital-, forsikrings- og pensionsfonde har en horisont på 20 år eller mere. I kontrast hertil vurderes kapitalforvalterne, som varetager disse investorers midler, ofte på en tidshorisont helt ned til ét år. Den gode nyhed er imidlertid, at kortsigtet tænkning skaber muligheder for aktive forvaltere, og det er netop dette, vi ønsker at udnytte. Vi er tilhængere af konceptet “tid i markedet versus markedstiming”. Vi tror, at en bedre vej til merafkast inkluderer en længere tids-



Historien viser, at der er meget få selskaber, der kan skabe attraktive afkast og kontinuerligt opretholde disse.



horisont på ens investeringer frem for at kaste sig over kortsigtede handelsstrategier. Målt på daglig basis er afkastforskellen mellem de gode og dårlige selskaber minimal, mens spredningen ved en 10-årig horisont vil være ganske tydelig. Dette skaber muligheder for den erfarne forvalter. Hos C WorldWide fokuserer vi på de enkelte selskabers indtjeningsevne minimum fem år frem, for derved at kunne teste holdbarheden af forretningsmodellen bedst muligt. Her er det væsentligt at kunne skelne skidt fra kanel i den daglige informationsstrøm – hvad der blot er kortsigtet informationsstøj, og hvad der er vigtig langsigtet information.

For os er den langsigtede investeringstilgang ikke ny. Dette er sådan, vi altid har arbejdet. Vi er overbeviste om, at det flerårige sigte bliver endnu vigtigere i de kommende årtier. Albert Einstein skal have sagt, at Compounding (rentes rente-princippet) er den stærkeste kraft i universet. Vi er overbeviste om, at det er den langsigtede indtjeningsudvikling, som bestemmer det langsigtede investeringsafkast, og hemmeligheden bag succesfulde investeringer er at finde Compounderselskaberne – drevet af den stærkeste kraft i investeringsverden. En konstant søgning efter Compoundere er en bedre investering, af det vi har mindst af – nemlig tid, end at udtømme ens intellektuelle ressourcer på handel ind og ud af aktier og segmenter i markedet i et ønske om en kortsigtet belønning.



Potentiale i stigende velstand

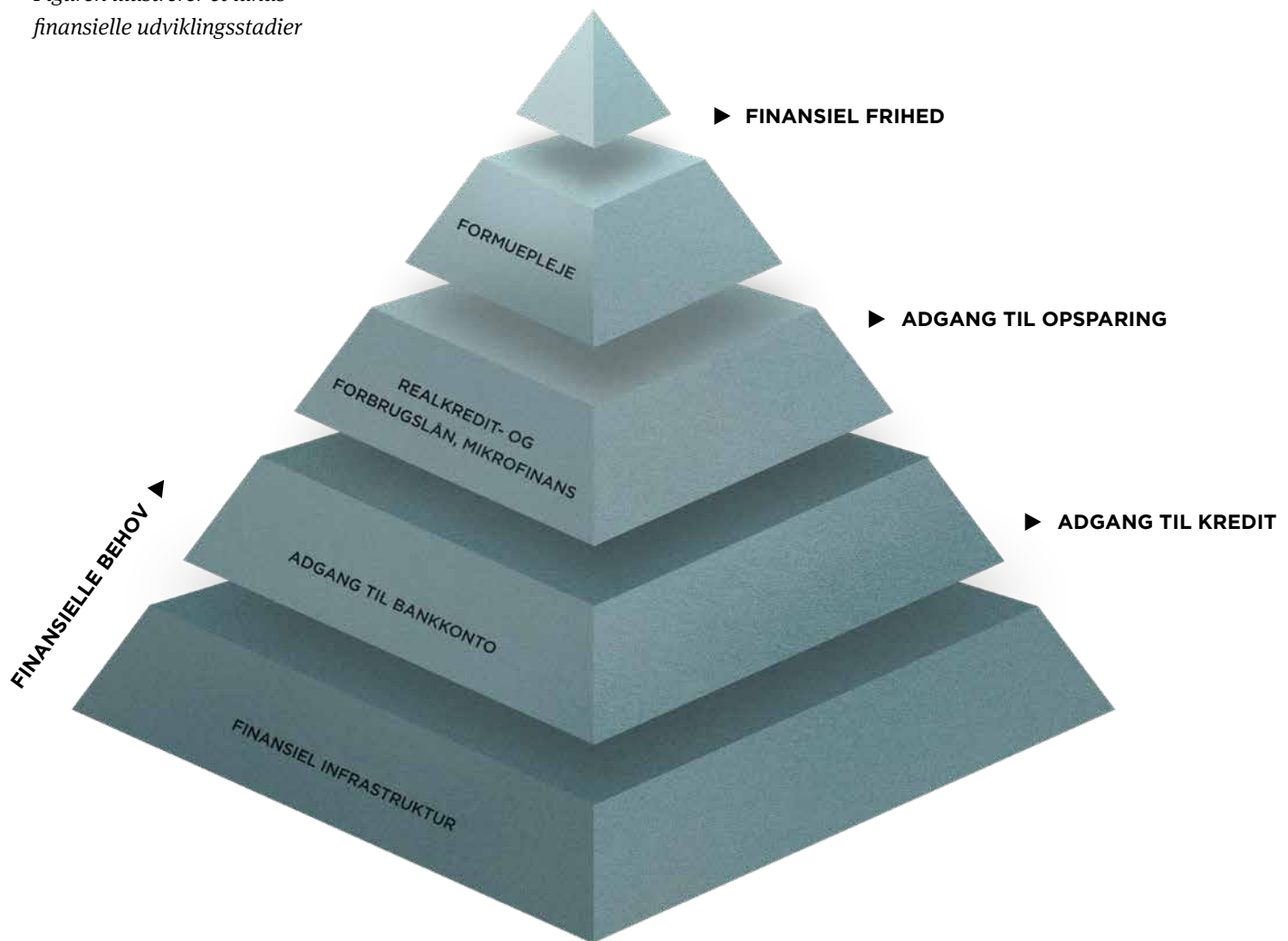
Af C WorldWide Asset Management

Begrebet finansiel inklusion kan være med til at afklare et lands finansielle udviklingsstadium, jf. figur på side 14. Her er forbrugernes finansielle behov illustreret som i Maslows traditionelle behovspyramide. Udgangspunktet for at kunne opfylde de basale behov er, at den finansielle infrastruktur er til stede. Herefter er næste skridt at åbne en bankkonto – det første behov, skitseret i bunden af pyramiden. Når dette behov er opfyldt, og forbrugeren har opnået et større økonomisk råderum, øges behovet for ”Realkredit og forbrugslån” jf. mikrofinans. Herefter stiger behovet efter at skabe tryghed og således – i finansielle termer – behovet for forsikring og opsparingsprodukter. Følgende øges behovet efter ”formuepleje”, og til slut opnås i toppen af pyramiden den såkaldte ”Finansielle frihed”.

Vi lever i en verden i konstant forandring – en verden, hvor velstanden er stigende og udvikles i forskellige tempi. Forstår man potentialet og dynamikken i udviklingen, kan man som langsigtet investor udnytte en bølge af spændende investeringsmuligheder inden for temaet ”Finansiel inklusion”.

Det er afgørende at forstå den udviklingsrejse et givet land er på, samt hvad borgerne i de enkelte lande eller regioner vil efterspørge. Udviklingsstadiet inden for finansiel inklusion er centralt, når vi leder efter segmenter med vækst, ligesom det er interessant at forstå den bagvedliggende digitale transformation, der gør det muligt at udvikle finansielle ydelser til en voksende befolkningsgruppe. Vi ser i dag, at teknologiselskaber, som historisk har været fokuseret på eksempelvis e-handel, udnytter deres teknologiske infrastruktur og data – herunder data om f.eks. salg såvel som kunders

Figuren illustrerer et lands
finansielle udviklingsstadier



tilbagebetalingsmønstre – til i højere grad at tilbyde finansielle ydelser til selskaber og forbrugere, der i dag ikke bliver serviceret af traditionelle banker på tilfredsstillende vis. Dette kunne eksempelvis være et selskab som TCS Group.

Ekstraordinær vækst i nogle emerging markets-lande

I den vestlige verden er landene typisk placerede i den øverste del af behovspyramiden med fokus på økonomisk tryghed, formuepleje og velstand. I vores globale portefølje er den californiske velhaverbank First Republic Bank et eksempel på en bank, der har haft succes med en høj grad af specialisering inden for dette segment, hvor selskabets fokus på individuelt tilpassede services skaber høj kundeloyalitet. I emerging

markets er det i de tre nederste lag i pyramiden, hvor væksthistorierne inden for finansiell inklusion primært udspiller sig. Der er fortsat en stor del af befolkningen, der endnu ikke har åbnet bankkonti. F.eks. står ca. 50 pct. af befolkningen i Latinamerika uden for det officielle bankvæsen, mens det i Filippinerne er ca. 80 pct. Derudover er der et stort behov for kredit blandt forbrugere såvel som selskaber – særligt mikro-, små- og mellemstore virksomheder (MSMV'er), som historisk ikke er blevet serviceret på tilfredsstillende vis af de traditionelle banker.

Disse MSMV'er repræsenterer en attraktiv vækstmulighed, da de udgør en stor del af økonomien. F.eks. i Indonesien udgør MSMV'er 60 pct. af BNP og 97 pct. af arbejdsstyrken. I takt med at befolkningen i Indonesien får en bedre økonomi, giver det også mulighed for at

tage ved lære af vores erfaringer fra sammenlignelige markeder, f.eks. Indien, som, vi vurderer, udviklingsmæssigt er ca. 10-15 år foran Indonesien. Derfor har vi ift. Indonesien valgt at fokusere på udbygningen og konsolideringen af realkreditmarkedet, hvor vi forventer en stor vækst de kommende 10-20 år. Realkreditlån i Indonesien målt ift. BNP er blot 2 pct. (til sammenligning ligger Indien på 10 pct.), og samtidigt er befolkningen på 261 mio. indbyggere meget ung, idet 42 pct. af befolkningen er under 25 år. I Indonesien har vi eksponering mod dette tema gennem Bank Central Asia, som er den førende udbyder af realkredit i Indonesien.

De mest veldrevne og bedst positionerede teknologiselskaber såvel som banker, der har fokus på og evnen til at servicere forbrugere og selskaber, står til at drage nytte af dette vækstopotiale. Ifølge Morgan Stanley estimeres vækstmuligheden for teknologiselskaber fokuseret på finansiel inklusion i Latinamerika til at være helt op til 100 gange den nuværende omsætning over de kommende fem år. En analyse af Google, Bain og Temasek fra 2019 viser, at markedet for digitale ydelser i Sydøstasien forventes at vokse fire gange frem mod 2025. Derfor har vi bl.a. fokus på disse områder, når vi leder efter attraktive investeringer. Der findes lokale fintech i emerging markets, som har haft stor succes med at udbrede brugen af digitale finansielle tjenester. I vores Emerging Markets-portefølje har vi bl.a. investeret i de tre brasilianske selskaber PagSeguro, Mercado Libre og Magazine Luiza.

I takt med at forbrugernes velstand i udviklingsøkonomierne øges, stiger familiernes behov for forsikringer. Penetrationsgraderne i Asien er fortsat meget lave, typisk under 5 pct., men efterspørgslen er stigende – særligt i Kina, hvor væksten i nytegnede forsikringer er ca. 15 pct. om året. Dette nyder bl.a. de to forsikringsselskaber Ping An og AIA godt af. Begge selskaber er investeringer i vores globale portefølje. Begge er veldrevne selskaber med en konservativ tilgang til salg af forsikringsprodukter, hvilket har resulteret i, at de over flere økonomiske cyklusser har kunnet øge deres indtjening.

Vestlige selskaber nyder også godt af finansiel inklusion

Der findes en række vestlige selskaber, som også nyder godt af den stigende efterspørgsel på

finansielle tjenesteydelser i udviklingsøkonomierne. Betalingstjenesten Visa, som har været i den globale portefølje i mere end 10 år, er et godt eksempel. Deres globale betalingsnetværk muliggør, at forbrugere verden over kan handle og betale med debit- og kreditkort via Visas infrastruktur. I takt med at velstanden stiger, stiger turismeaktiviteten ligeledes. Herved stiger behovet for internationale betalinger. Som et anerkendt brand og deres verdensomspændende netværk af banker og butikker, som understøtter selskabet, muliggør Visa denne turisme. Væksten i internationale betalinger er således en central vækstmotor for Visa samtidigt med, at selskabet tjener på højere marginer for disse tjenester.

Tematiske investeringer, en vej til Compounding

Uanset hvilken portefølje du investerer i hos os, investerer vi efter tematiske principper. Vi forsøger at finde de mest interessante vækstsegmenter på tværs af kloden. Vi identificerer vækstfaser i de forskellige landes økonomier og finder de bedst positionerede selskaber, der med baggrund i en specifik udvikling som f.eks. økonomisk eller demografisk medvind, kan forventes at stå stærkt med en holdbar forretningsmodel og evnen til at generere indtjeningsvækst over tid. Det kalder vi Compounding. Du kan få eksponering imod "Finansiel inklusion" i alle vores porteføljer, da vi mener, dette er en attraktiv strukturel investeringsmulighed de kommende 10-20 år.

Du kan læse mere om vores porteføljer på cww.dk.



HVAD TÆNKER PRÆSIDENT XI?

Af Allan Christensen og Mogens Akselsen,

Porteføljeformidlere, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Den seneste krise på det kinesiske ejendomsmarked handler ikke udelukkende om ejendomsselskabet China Evergrande. Nøglen til at forstå China Evergrandes skæbne og konsekvenserne for selskabets kunder, kreditorer og aktionærer er at forstå præsident Xis agenda.

I mange år har der været en implicit social kontrakt mellem den kinesiske befolkning og kommunistpartiet, som bestod i, at partiet sørgede for fremgang og høj vækst til gengæld for befolkningens loyalitet. Som Kina har vokset sig større, har det været nødvendigt at forny denne sociale kontrakt, fordi den høje vækst har været svær at opretholde. Xi har derfor omskrevet præmissen, således at prioriteten nu er knap så høj vækst, men med øget kvalitet samt større lighed i samfundet.

Med andre ord har det kinesiske kommunistiske parti, anført af præsident Xi, sagt farvel til den kapitalistiske vestligt inspirerede vej. Retningen er nu "Common Prosperity Capitalism", altså mere ligelig fremgang til alle. Måske besluttede Xi sig, da han så vrede amerikanere bestormte Kongressen i starten af 2021. Faktum er i hvert fald, at Kina har ændret retning siden da.

Præsident Xis hovedmål er at sikre social stabilitet i Kina for at bevare befolkningens opbakning til det kommunistiske parti. Derfor ser vi tiltag, der skal sikre en mere jævn fordeling af velstanden, sikre lave priser og forbedrede levevilkår for kinesiske familier – ikke mindst set i lyset af regeringens bekymring for landets faldende fødselsrater. Det politiske fokus er nu rettet mod

at understøtte indenlandske sektorer, der gør hverdagen bedre og billigere for den kinesiske befolkning.

Vi har hen over sommeren 2021 set tiltag rettet mod selskaber, som har opnået ekstraordinært høje profitter på bekostning af befolkningen. Dette er bl.a. gået ud over internet-, uddannelse- og sundhedssektorerne, hvor selskaberne har oplevet store kursfald som følge heraf. Sundhed og uddannelse er to store udgiftsposter for den kinesiske middelklasse.

Den tredje store udgiftspost er boligen, men ejerboligen er typisk også det vigtigste aktiv for husholdningerne. Den kinesiske regering har gennem det seneste år forsøgt at bremse udviklingen på ejendomsmarkedet bl.a. ved generelt at stramme kreditgivningen. Dette sker bl.a. fordi, selskabernes gældsætning i Kina har nået rekordniveauer – også i international sammenligning. Kina indførte således i august 2020 tre stramme gælds- og likviditetskrav ("Three red lines") i ejendomssektoren, som skal opfyldes inden for en treårig periode – et tiltag, der gennemtvanger en lavere gældsætning i sektoren. Dette har betydet en markant opbremsning i salget af boliger og har derved ramt højt gældsatte ejendomsudviklere som China Evergrande. Det har formentligt aldrig været tilsigtet at bringe ejendomsudviklerne på randen af konkurs. Selskabet nåede bare aldrig at tilpasse sig lovgivningen og de nye markedsvilkår.

Præsident Xi og det kommunistiske parti har ingen interesse i et kollaps på boligmarkedet, snarere tværtimod. Ideelt set ønsker man en stabil prisudvikling og mindre spekulation. Dette er vigtigt for at forstå udviklingen omkring China Evergrande.

Social stabilitet er nøglen til Evergrande-udviklingen

Vi ved på nuværende tidspunkt ikke, hvad der konkret kommer til at ske med China Evergrande, som er den næststørste ejendomsudvikler i Kina. Selskabets gældsposter svarer til ca. 2 pct. af Kinas BNP, og

aktiekursen er nu faldet mere end 85 pct. i indeværende år. En konkurs er således ganske sandsynlig. Aktionærernes værdi er stort set allerede udraderet. Men Xis fokus er i denne sammenhæng heller ikke de mere spekulative aktionærer.

Udviklingen har paralleller til amerikanske Lehman Brothers i 2008. Xi ønsker at slå ned på "moral hazard" (altså umoralsk spekulation) i tråd med den nye politiske linje "Common Prosperity Capitalism". "Moral hazard" var også argumentet for, at USA lod Lehman Brothers gå ned. Men Xi kan ikke leve med de sociale konsekvenser af en ukontrolleret nedsmeltning af Evergrande, da dette vil få alvorlige konsekvenser for kreditgivningen og boligmarkedet. Derfor er vi overbeviste om, at der kommer en politisk redningspakke, hvor aktionærerne vil lide store tab, kreditorerne må acceptere en nedskrivning af gælden, mens de knap 2 mio. boligkøbere, der har indbetalt forhåndsindskud til China Evergrande på køb af nye ejerboliger, bliver reddet.



Derfor er vi overbeviste om, at der kommer en politisk redningspakke, hvor aktionærerne vil lide store tab, kreditorerne må acceptere en nedskrivning af gælden, mens knap 2 mio. boligkøbere bliver reddet.

Lehman Brothers' konkurs betød, at interbankmarkedet frøs til, da de finansielle aktører pludselig frygtede modpartsrisikoen. I den aktuelle situation i Kina er udfordringen, at finansieringen til ejendomsmarkedet risikerer at fryse til. Problemet er dermed ikke banksektoren. China Evergrandes samlede gæld er blot 0,6 pct. af bankernes samlede balance, om end sektorens samlede gæld naturligvis er større. Den vigtige forskel sammenlignet med Vesten er, at det i Kina er staten, som kontrollerer de store banker. Det giver staten

langt større muligheder for at sikre likviditeten og langsigtede finansieringsmuligheder til ejendomssektoren i kølvandet på en konkurs af China Evergrande.



Xis sigte er at sikre befolkningens velbefindende. Derfor vil han gøre, hvad der kræves for at holde hånden under boligmarkedet.

Xis sigte er at sikre befolkningens velbefindende. Derfor vil han gøre, hvad der kræves for at holde hånden under boligmarkedet. Kommunistpartiet har både motiv og værktøj til at sikre den langsigtede stabilitet. En risikofaktor er dog, om regeringen har evnen til at eksekvere rettidigt. Her er vi dog fortrøstningsfulde, da Kina tidligere har håndteret en tilsvarende oprydning først efter Anbang Insurance og senere China Huarong Asset Mgmt – selskaber, der begge havde udestående gæld i milliardstørrelsen.

Afledte internationale konsekvenser

De mulige afledte internationale konsekvenser kan inddeles i tre kategorier: 1) de direkte økonomiske effekter, 2) de direkte finansielle konsekvenser og 3) indirekte porteføljeeffekter.

I forhold til de økonomiske effekter vil en eventuel svækkelse af Renminbien kunne påvirke konkurrenceevnen for andre lande i Asien negativt. Af de finansielle risici er den største, at udenlandske kreditorer stilles dårligere end de indenlandske. Dette vil kunne påvirke de internationale kapital flows til Kina og de øvrige emerging markets-lande negativt. De indirekte porteføljeeffekter er mere komplicerede at forudsige, men opstår, når porteføljeinvestorer ønsker at sænke risikoen og måske sælger ud af andre relaterede aktiver. Vi bliver klogere på effekterne i den kommende tid, men vi ser en mulig forskelsbehandling af indenlandske og udenlandske investorer, som den største risikofaktor.

Nye investeringstemaer i Kina

Vi har ingen eksponering mod Evergrande, om end afdeling Asien har haft ca. 2 pct. af investeringerne i andre ejendomsudviklere, som kursmæssigt har været negativt påvirket. Afdeling Emerging Markets har ingen eksponering haft til dette område.

I indeværende år har de asiatiske aktiemarkeder givet væsentligt lavere afkast end de vestlige, men vi ser, at de langsigtede investeringstemaer i regionen er intakte, om end den nye politiske retning i Kina betyder, at de interessante selskaber i højere grad er inden for indenlandske sektorer, som understøtter regeringens målsætning om "Common Prosperity Capitalism".

CO2-neutral

– er det overhovedet muligt?

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Resume

Den globale efterspørgsel på energi vokser årligt med 1-2 pct., og verdens energiforbrug vil formentlig være 65 pct. højere i 2050. Det bliver vanskeligt, hvis ikke umuligt, at omstille verdensøkonomien til vedvarende energi inden for denne korte periode. Dagens investeringer i sol- og vindenergi er omkring 300 mia. USD årligt. Med denne hastighed vil det tage 150-200 år før, sol- og vindenergi vil udgøre 50 pct. af fremtidens energisystem.

Dagens politiske retning er ikke nok til at få os i mål. Hvis vi udelukkende fokuserer på vedvarende energi og på at elektrificere alt, vil det helt sikkert mislykkes, og vi må indse, at (renere) fossile brændstoffer fortsat vil være en del af energimixen resten af århundredet.

Fossile brændstoffer har en energitæthed, der er op til 40 gange større end energi lagret i batterier. Visse industrier, såsom luftfart, kræver høj energidensitet. Vi kan producere flybrændstof fra brint, men der er på ingen måde kapacitet til, at dette kan lade sig gøre, så man kan dekarbonisere hele luftfartsindustrien.

Den politiske agenda er præget af dyre og vilkårlige tilskud til foretrukne teknologier. Et eksempel er debatten om tilskud til elbiler, som i forhold til andre løsninger er ekstremt dyr for samfundet sammenholdt med CO2-reduktionen. Grundet de i forvejen høje bilafgifter i Danmark betaler vi op mod USD 3.000 for at reducere ét tons CO2 (se også faktaboksen på side 10).

Dette kan gøres meget billigere. Hvis vi i stedet indførte CO2-afgifter på USD 50-100 pr. ton, ville det skabe lige vilkår, og lade konkurrencen mellem forskellige reduktionsløsninger diktere retningen. En CO2-afgift vil muliggøre helt nye forretningsmuligheder – der findes allerede hundredvis af forskellige løsninger til at nedbringe CO2-udledningen. Det er her vigtigt at huske, at miljøet er ligeglad med, hvordan vi gør det. En af de største uudnyttede måder er kulstofdræn, altså hvor man bruger naturbaserede løsninger som hav, skov og landbrug. Dette eksempelvis via genbeplantning af skove, ændret landbrugspraksis, hvor landmænd tilbagefører biokul til jorden og tjener på CO2-opsamling. Endelig vil udfasning af kul til fordel for naturgas være en nærliggende og effektiv mulighed, selvom det ved første øjekast kan synes naturstridigt at satse på naturgas.

Vi er positive og tror, at CO2-afgifter kommer til at blive en vigtig drivkraft på globalt plan. Hen over sommeren søsatte EU nye initiativer under overskriften "Fit for 55", læs evt. Indsigten "[Investeringsimplikationerne af Fit for 55](#)". Vi må håbe, at EU kan agere fyrtårn for resten af verdenen. I den henseende er det eksempelvis positivt, at IMF har anslået, at en global CO2-pris på USD 75 er nødvendig for at nå Parisaftalens målsætning om en temperaturstigning på under 2 grader celsius.

Overgangen til en bæredygtig fremtid er det største investeringstema i vores levetid, hvor værdier vil blive destrueret, men hvor nye også vil blive skabt.

Udfordringer i overgangsfasen

Det vil blive vanskeligt, hvis ikke umuligt, at omstille verdensøkonomien til vedvarende energi som sol- og vindenergi over en kort periode på 30 år. I dag er de samlede investeringer i sol- og vindenergi omkring 300 mia. USD om året. Dette øger kapaciteten med 200 gigawatt (GW), der årligt genererer yderligere 360 Terawatt (TWh)-produktion (en terawatttime svarer til 1 mia. kilowatt pr. time) af vedvarende elektricitet i et globalt energisystem på 70.000 TWh. Med denne hastighed vil det tage 150-200 år før, sol- og vindenergi vil udgøre 50 pct. af et større fremtidigt energisystem.

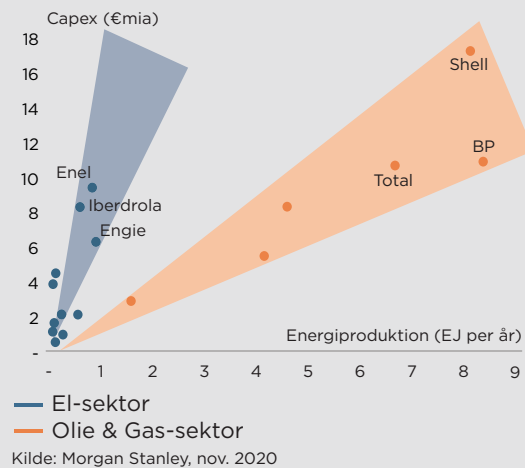
De sidste 200 år har økonomisk fremgang været forbundet med stadigt mere energitunge brændsler som kul og senere olie, gas, vand- og atomkraft ift. tiden før den industrielle revolution, hvor den primære energi-

”

Med dagens investeringer vil det tage 150-200 år før, sol- og vindenergi vil udgøre 50 pct. af et større fremtidigt energisystem.

kilde var biomasse som eksempelvis træ til brændstof. Den almene opfattelse i dag er, at vejen til at nå målsætningen om nul CO₂ inden 2050 er at satse på mindre tunge energiformer som sol og vind, og ”elektrificere alt”. Figur 1 illustrerer dog udfordringen herved.

Figur 1: Investeringer i forhold til energiproduktion



En dollar investeret i olie og gas producerer et energiuudbytte, der er 5-10 gange større, end den samme investering i sol og vind. Ifølge Morgan Stanley producerede olieselskabet BP 8,3 exajoule (EJ) energi i 2019. Verdens største selskab af vedvarende energi, NextEra, producerede 0,2 EJ, og Ørsted, verdens største operatør af havmølleparker, producerede 0,1 EJ.

”

En dollar investeret i olie og gas producerer et energiuudbytte, der er 5-10 gange større, end den samme investering i sol og vind.

Udfordringen kan illustreres ved et kig på luftfartsindustrien. Flybrændstof har en energitæthed på 12.000 watt timer/kg. Det er en af de tungeste energiformer, som gør det muligt at løfte selv de største fly fra jorden. Omvendt har lithium-ion-batterier en energitæthed på maksimalt 300 watt timer/kg svarende til en 1/40 af fly-

¹ Hvoraf elektricitet genererer 25.000 TWh

² Symbol for exajoule, energi svarende til 10¹⁸ joules.



brændstof og vil derfor aldrig være i stand til at løfte store fly fra jorden.

Som løsning er det foreslået at opgradere biogas fra affaldsmaterialer eller andre biomaterialer til flydende transportbrændstoffer eller producere brændstof fra grøn brint produceret fra vedvarende energi som sol og vind. Men hvis disse energiformer skal gøre en forskel, ville den nødvendige skalering være urealistisk. I 2019 blev der f.eks. brugt 8 mio. tønder flybrændstof dagligt (Mbod³) svarende til 5.000 TWh energi. At producere 8 Mbpd flybrændstof fra biomateriale ville kræve en biomasse svarende til 800 pct. af klodens nuværende produktion af majs. Hvis vejen til dekarbonisering af

luftfartsindustrien skulle gå via såkaldte "Power to X" brændsler, skulle der produceres en mængde grøn brint, der ville kræve vedvarende energi svarende til 180 pct. af den nuværende globale produktion⁴ af sol- og vindenergi. Det er fint, at regeringer kræver – og visse luftfartsselskaber planlægger at opnå – nul-emission, men det er urealistisk, at hele sektoren kan gøre det.

Store muligheder trods udfordringer

Formålet med denne artikel er at perspektivere, hvordan vi kommer videre og får skabt et CO₂-neutralt samfund inden for den opstillede tidsfrist.

³ Efterspørgsel på flybrændstof forventes at stige op mod 20Mbpd i 2050.

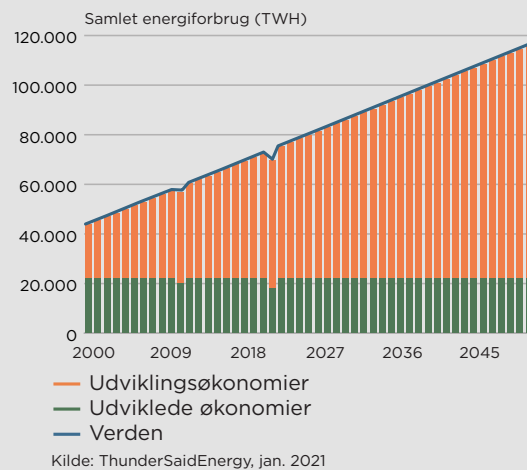
⁴ 2.800 TWh i slutningen af 2020.

Er der nogle nye teknologier og processer, der kan gentage det, som elbiler, sol- og vindenergi har gjort i de seneste årtier, skalere op og fortrænge de nuværende fossile energibaserede processer i sektorer, der er svære at omstille? Hvilken rolle kommer brint til at spille, og er der nogen lavthængende frugter i forhold til CO₂-reduktion, som vi har overset? Det er også muligt, at fossile brændstoffer kommer til at spille en større rolle end den nuværende historie fortæller, så hvordan balancerer vi et behov for fossile brændstoffer med ambitionen om CO₂-neutralitet?

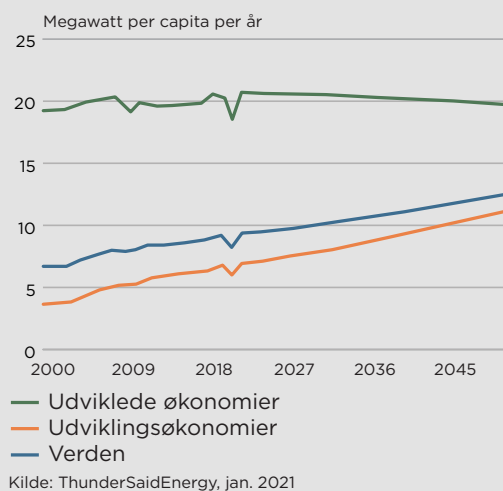
Verdens afhængighed af billig og rigelig energi stopper ikke

Den globale efterspørgsel på energi vokser løbende. Det samlede energiforbrug var i 2019 på 70.000 TWh og vokser årligt 1-2 pct. I 2019 brugte 1,4 mia. mennesker i den vestlige verden 40 pct. af det samlede energiforbrug, mens resten blev brugt af 6,3 mia. mennesker i udviklingsøkonomierne, som det fremgår af figur 2. Med andre ord brugte en forbruger i udviklingslandene ca. en tredjedel energi i forhold til en forbruger i den vestlige verden⁵. I takt med at verdens middelklasse fortsætter med at vokse de kommende årtier særligt i udviklingsøkonomierne, vil disse menneskers energiforbrug vokse til omkring 50 pct. af niveauet for en vestlig forbruger i 2050. Det globale energibehov vil derfor alt andet lige stige med ca. 65 pct. til 115.000 TWh⁶. De samlede drivhusgasemissioner er i dag cirka 50 Gigaton (Gt⁷) om året, og uden en ændring af produktions- og forbrugsmønstrene vil dette vokse til 80 Gt årligt i 2050. Det ville være farligt at forsøge at mindske væksten i emissioner ved at fratage vækstøkonomierne fordelene ved tunge energiformer.

Figur 2: Globalt energiforbrug



Figur 3: Energiforbrug per capita



Da kul og brunkul er beskidte energiformer, bør disse fjernes så hurtigt som muligt og i første omgang erstattes af naturgas, som er en renere form for tæt energi. På længere sigt kan CO₂-udledningen fra forbrændingen af gas blive opsamlet og lagret, men dette kræver mere lige vilkår, der tager hensyn til de medfølgende

⁵ I virkeligheden mindre, da en stor del af produktionen – og således energiforbruget – af den vestlige verdens energiforbrug er outsourcet til udviklingslande, i særdeleshed Kina.

⁶ I virkeligheden nok noget mindre, da energieffektiviteten øges i takt med, at vi elektrificerer energisystemet, dvs. at vi vil få større økonomisk vækst ved et givent energiinput.

⁷ Milliard ton.

omkostninger ved CO₂-udledningen fra de forskellige løsninger. Set ud fra et miljømæssigt synspunkt vil den største ændring formentlig være, at det globale samfund bliver enigt om at lægge en afgift på CO₂. Det ville få gang i mange flere teknologiske løsninger inden for energieffektivitet og ren energi. Ikke mindst ville dette gøre fossile brændstoffer mindre konkurrencedygtige og generelt motivere til et bredere skifte væk fra udledning af drivhusgasser.

Behov for fair spilleregler

De, der udleder CO₂, opnår personlige og økonomiske fordele, men klimaomkostningerne fra deres udledning betales af alle verdens ca. 7,7 mia. indbyggere. Den mest effektive håndtering af denne skævhed er beskatning. Dette ville medføre, at de, der udleder CO₂, selv betaler for deres udledning, og herved skabes der lige vilkår samtidigt med, at man kommer vilkårlige løsninger til livs.

Mere eller mindre tilfældige politiske nålestiks-løsninger skaber ineffektivt og koster i sidste ende samfundet dyrt. Et eksempel er det amerikanske tilskud til lavemissionsbiler på op til USD 7.500 pr. bil. Dette sætter implicit en pris på USD 340 pr. reduceret ton CO₂ med antagelse om, at en lavemissionsbil i USA over sin levetid netto reducerer CO₂-udledningen med 22 ton. Omkostningen i Danmark er endnu mere ekstrem, hvor der gives afgiftslettelser på el- og hybridbiler. Grundet de høje afgifter på biler i Danmark, medfører begunstigelsen af el- og hybridbiler i Danmark omkostninger for samfundet, der nærmer sig ca. USD 3.000 pr. reduceret ton CO₂ for de dyreste elbiler⁸.



Da kul og brunkul er beskidte energiformer, bør disse fjernes så hurtigt som muligt og i første omgang erstattes af naturgas.

I modsætning hertil findes der både industrielle og naturbaserede muligheder for at opsamle store mængder CO₂ med lavere samfundsomkostninger. Men disse reduktionsformer er i dag ikke politisk eller regulatorisk accepterede eller tilskyndede. Hvis valgene om tilskud er specifikke og vurderes fra sag til sag, kan politikerne i sagens natur ikke støtte løsninger, som endnu ikke er alment kendt. Teknologiske fremskridt kommer nedefra og ikke fra politikere, embedsfolk eller lobbyister, der har en idé om, hvad der vil fungere.

For at fastholde befolkningernes opbakning til energiomstillingen er det et krav, at energipriserne holdes på et overkommeligt niveau. Den nuværende ensidige fokusering på at elektrificere alt risikerer at lede til energiknaphed og høje priser. Indførelsen af højere CO₂-afgifter vil medvirke til at fremme bedre og billigere energiløsninger, fordi de forskellige teknologiske løsninger så kan konkurrere på lige vilkår om at levere det langsigtede mål om CO₂-neutralitet til den samfunds-mæssigt laveste omkostning.

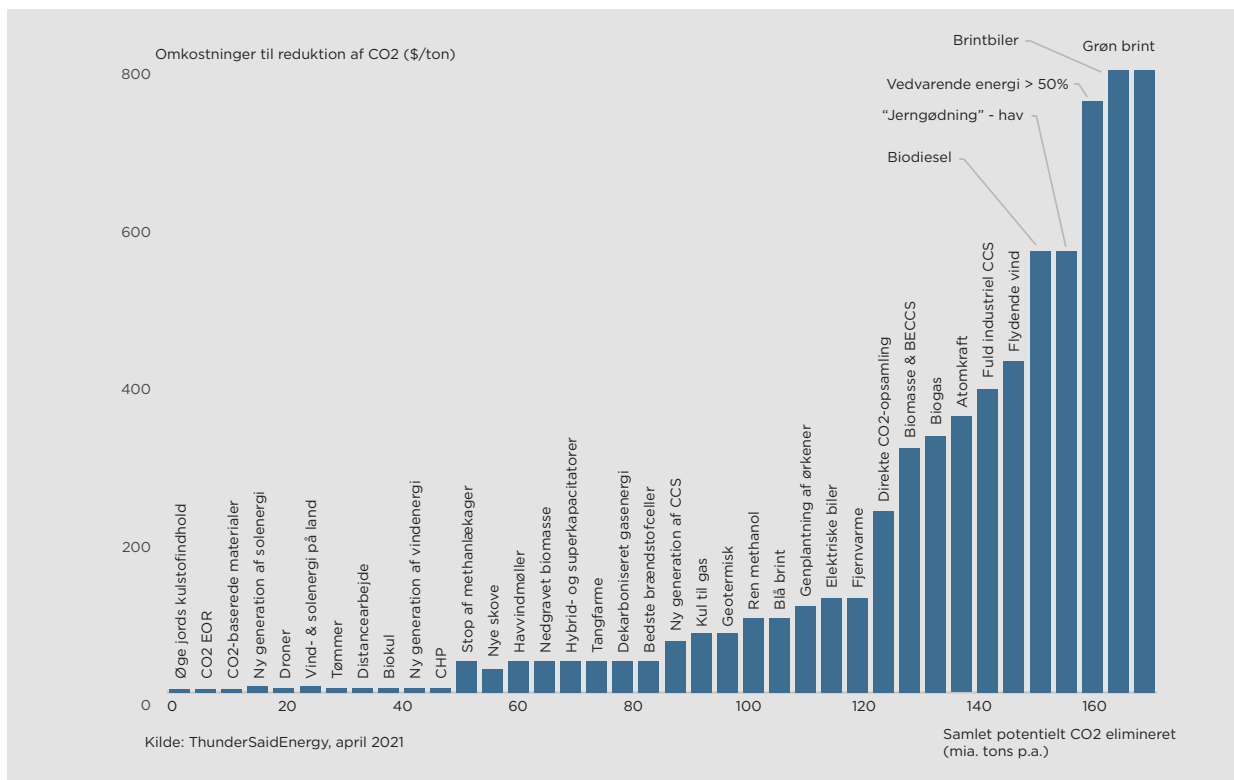
Miljøet er ligeglad med, hvordan vi bliver CO₂-neutrale

Det nuværende landskab af tilfældige løsninger bygger ikke på en overordnet plan om, hvorledes vi skal nå det endelige mål. Dette åbner for politisk lobbyisme for at fremme en bestemt lovgivning. Politikere risikerer at blive kongemagere for en række særligt favoriserede industrisegmenter – uden at der er incitament for andre, der kunne være lige så gode eller bedre til at reducere den samlede CO₂-udledning.

Figur 4 ovenfor illustrerer reduktionsomkostningerne ved forskellige teknologier og processer. Hvad er de samlede omkostninger ved at fjerne 1 ton CO₂ med en given løsning? Figuren viser et øjebliksbillede for 2021, men vi ved fra erfaringerne med f.eks. sol og vind, at omkostningerne vil ændre sig over tid. Som det fremgår af figuren, er der i dag meget store forskelle mellem de billigste og dyreste løsninger.

⁸ Fordi det danske elnet har en større andel af vedvarende energi end det amerikanske, er gevinsten ved at skifte fra fossil til elektrisk transport nok i realiteten større og omkostningen derfor lavere end USD 3.000 pr. ton – men stadig meget høj.

Figur 4: Nedsættelsesomkostninger



Den positive konklusion på analysen i figuren er, at vi kan blive CO₂-neutrale og fjerne op til 80 Gt CO₂ om året inden 2050 til en samlet omkostning for samfundet på mellem 50-100 USD pr. reduceret ton CO₂.



Vi kan blive CO₂-neutrale og fjerne op til 80 Gt CO₂ om året inden 2050 til en samlet omkostning for samfundet på mellem 50-100 USD pr. reduceret ton CO₂.

En CO₂-skat vil i høj grad påvirke omkostningerne ved forskellige energikilder og konkurrenceevnen for de forskellige teknologier. Ved beskattning af CO₂ taber kul og olie, hvorimod gas, vedvarende energi og atomkraft vinder. Nye teknologier – der skal være kernen i energiomstillingen såsom grøn brint (produceret fra vedvarende energi), blå brint (produceret af gas,

hvor tilhørende CO₂ opfanges) og CO₂-lagring – bliver pludselig mere rentable.

En CO₂-skat vil også få indflydelse på et produkts omkostninger baseret på CO₂-intensiteten i produktionen. Store kemivirksomheder, raffinaderier, cement- og stålproducenter repræsenterer nogle af de største energiforbrugere. Nogle af disse industrisektorer er vanskelige at omstille, da de ikke kan elektrificeres på grund af deres behov for høj energiintensitet. Ikke mindst vil de teknologier, der kunne gøre det nemmere, især brint og opsamling, udnyttelse og lagring af CO₂, endnu ikke fungere i det omfang, det er nødvendigt. En CO₂-skat vil skubbe disse nye teknologier i den rigtige retning på et kritisk tidspunkt i energiomstillingen.

De mest åbenlyse og oversete muligheder for at reducere CO₂-udledningen er imidlertid de såkaldte "carbon sinks", som er naturens kulstofdræn. Genopretning af jordarealer er en effektiv og billig naturbaseret løsning til klimaforbedringer. En tredjedel af stigningen i atmosfærens postindustrielle CO₂ stammer fra nedbrydning af jord, da det naturlige indhold af karbon



er faldet fra 4 pct. til 1-2 pct. pga. mekaniseringen af landbruget. Fx fremskynder pløjning nedbrydningen af organisk materiale. Undersøgelser viser, at karbonindholdet i organisk jordbundsmateriale kunne øges til omkring 4 pct. i løbet af ca. 20-30 år og kunne absorbere 4 mia. tons CO₂ om året på globalt plan. Udover at tjene penge på at dyrke jorden, betyder dette, at landmænd potentielt i årene fremover også kan tjene penge på at reducere CO₂-udledning gennem binding af karbon i jorden.

For det andet – og sandsynligvis ukendt for de fleste – har biokul et stort potentiale som kulstofdræn. Biokul er et porøst, kulstofrigt materiale, der fremstilles ved at opvarme biomasse i en iltfattig pyrolysereaktor. Biokul er således den faste, kullignende rest, som den vi brænder, når vi griller, efter at biogasser og biovæsker er trukket ud. Biokul kan binde kulstof i flere århundreder og holde det ude af atmosfæren. En af de vigtigste egenskaber ved biokul er dets porøsitet, som gør det muligt at binde vand og næringsstoffer og huse gavnlige jordmikrober. Pga. disse egenskaber har biokul en positiv effekt på landbruget. Det præsenteres nærmest som et 'mirakelstof' af dets fortalere. I jord øger biokul vand- og næringsstofoptagelsen med ca. 20 pct., samtidig med at behovet for gødning mindskes, og udbyttet øges med mindst 10 pct. Biokul viser også sundhedsmæssige fordele i dyrefoder og reducerer udledning af metan fra kvæg. Man mener, at et ton biokul kan binde to tons CO₂ eller metan, der ellers ville blive frigivet i atmosfæren. Ved at tilføje 1-3 pct. biokul til kvægfoder reduceres udledningen af metan fra kvæg med omkring 20 pct.

Det ser også ud til at øge hastigheden af næringsstofoptagelse og vægtøgning hos kvæg med 20-30 pct.

En af biokullets begrænsninger er tilgængeligheden af råmateriale, og det er ligeledes vanskeligt at evaluere reduktionspotentialet. Under alle omstændigheder resulterer biokul i mindre CO₂-udledning end bio-brændstoffer og til en langt lavere omkostning for samfundet. Så vidt vi ved, er den danske regerings nylige forslag om, at biokul skal spille en central rolle i målsætningen om at mindske udledningen af drivhusgasser for landbruget frem mod 2030 – den første formelle anerkendelse af biokullets potentiale.

Endelig kan 15 gigatons (Gt) CO₂ opsamles årligt ved at genplante godt 1 mia. hektar, eller ca. 8 pct. af verdens landmasser med skov, der er gået tabt siden den industrielle tidsalders begyndelse. Genplantning føles også intuitivt rigtigt ud fra et ønske om biodiversitet. I dag er 30 pct. af verdens jordarealer dækket af skov, eller omkring 4 mia. hektar. Siden 1997 er 200 mio. hektar gået tabt, hvilket har øget den årlige CO₂-udledning med ca. 5 pct. Verden fortsætter med at miste skovareal svarende til 0,1 pct om året. Vi er nødt til at vende denne udvikling, fordi skov er noget nær det tætteste, vi kommer på permanente kulstofdræn.

Konsekvenserne af, at verden begynder at anvende disse naturlige kulstofdræn, kan være betydelige. Plantning af træer kan blive en attraktiv forretningsmulighed for CO₂-reduktion og er desuden vigtig, da naturlige kulstofdræn kan gøre omstillingen billigere og



skubbe dyrere og mere komplekse energiteknologier ud af omkostningskurven.

EU's emissionshandelssystem som løftestang til global forandring

I dag er der på verdensplan 64 faktiske eller planlagte initiativer til prissætning af CO₂-udledning. EU's emissionshandelssystem er det ældste og største CO₂-marked globalt. Ordningen dækker ca. 40 pct. af EU's drivhusgasemissioner og dækker sektorer som el- og varmeproduktion og energitunge industrisektorer som olieraffinaderier og produktion af stål, aluminium, cement og kemikalier samt kommerciel luftfart mellem medlemslandene. EU kommissionens netop offentliggjorte "Fit for 55"-program for, hvordan EU vil opnå 55 pct.-reduktionsmålsætningen i 2030, skærper EU's kvotesystem og lægger op til også at inkludere sø- og landtransport.

CO₂-priserne varierer betydeligt verden over og er endnu ikke høje nok til, at det er sandsynligt at nå reduktionsmålsætningen. I en undersøgelse fra 2020 af bl.a. økonomen Noah Kaufman, som arbejder under Joe Biden og Kamala Harris, anslås det, at den nødvendige CO₂-skat, for at kunne blive CO₂-neutral i 2050, skal være USD 50 pr. ton i 2025 og derefter stige til USD 100 pr. ton i 2030. I en anden undersøgelse har Den Internationale Valutafond (IMF) anslået, at det bliver nødvendigt at betale USD 75 pr. ton CO₂ for at kunne opfylde Parisaftalens målsætning om at holde den globale temperaturstigning under 2 grader celsius. Dette synes at være i overensstemmelse med analysen i figur 3, der ses på side 5, som indikerer, at det med et niveau på omkring USD 75-100 vil være muligt at reducere 80 Gt CO₂ om året, dvs. realisere målsætningen om et CO₂-frit samfund i 2050.

EU's emissionshandelssystem er det, der kommer tættest på at opnå dette med en pris på omkring EUR 60 pr. ton i skrivende stund. Dette er en meget stor stigning fra tidligere år og viser, at ordningen er konstrueret på en sådan måde, at knaphed øges over tid. Som nævnt skærper "Fit for 55"-programmet kvotesystemet i EU. Kvoterne bliver reduceret yderligere, hvilket giver god grund til at forvente, at CO₂-markedet nu er i et flerårigt strukturelt underskud, og at prisen vil stige yderligere. Underskuddet kombineret med meget strenge sanktioner mod selskaber, der ikke overholder kravene, kan betyde, at priserne kan ende på ekstreme niveauer, medmindre politikerne griber ind.

Det er derfor sandsynligt, at EU snart kan blive den første region med tilstrækkeligt høje CO₂-priser til at kunne nå 2050-målsætningen. Høje CO₂-priser vil sikre et hurtigt skifte fra kul til gas (ved at gå fra kul til gas reduceres udledningen med 60 pct.) og fremskynde investeringer i energieffektive teknologier, vedvarende energi, blå og grøn brint samt CO₂-opsamlingsteknologier. Men for at nå det endelige mål må verden indse, at genbeplantning af den skov, vi har mistet og andre kulstofdræn er nødvendige for at nå 2050-målsætningen om CO₂-neutralitet. Det er ikke nok at reducere udledningen af CO₂, vi har også behov for at fjerne allerede eksisterende CO₂ fra atmosfæren. Ingen anden løsning har det potentiale, som de naturlige kulstofdræn har.



Ingen anden løsning har det potentiale, som de naturlige kulstofdræn har.

Konklusion

Overgangen til en bæredygtig fremtid er det største investeringstema i vores levetid. Enorme værdier vil blive både skabt og destrueret på tværs af industrier og lande. Den nuværende politiske agenda er ikke i stand til at gøre verden CO₂-neutrale, men forhåbentligt vil politikerne snarest muligt indse, at vi er nødt til at genaktivere og skubbe jordens klimasystem i den rigtige retning. Dette ved at genetablere de naturlige kulst-

ofdræn, der er gået tabt i løbet af de sidste 200 år som følge af en øget industrialisering og stigende befolkning.

I dag er vores investeringsstrategier primært rettet mod selskaber, der udvikler udstyr til vedvarende energi og forsyningsselskaber med voksende kapacitet til at producere vedvarende energi. Inden for et par årtier vil de største selskaber i verden med størst sandsynlighed være selskaber, der muliggør omstillingen til en bæredygtig fremtid. Vi arbejder med begejstring på at finde disse selskaber, som kan blive fremtidens vindere.



Overgangen til en bæredygtig fremtid er det største investeringstema i vores levetid.



Hvad er CO₂ helt præcis?

Et ton kuldioxid svarer til en envejstur mellem Paris og New York med fly. Volumenmæssigt repræsenterer dette en terning på 8,20 meter i kantlængde svarende til en tre-etagers bygning.



Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier
udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Udl. DK0010157965

Globale Aktier Akk. DK0060655702

Status på kvartalet

Tredje kvartal startede med faldende renter og optimisme på baggrund af genåbningerne, men det endte mere negativt med vigende aktiemarkeder. Den kinesiske regering regulerede de indenlandske internetgiganter, og ejendomsselskabet China Evergrande var på kanten af konkurs. Obligationsrenterne steg i slutningen af kvartalet, hvilket ramte selskaber med langtidsholdbare forretningsmodeller.

I kvartalet skabte afdelingen et afkast på 5,2 pct. hvilket var bedre end verdensindekset, der steg 1,2 pct. I 2021 er afdelingen steget 16,2 pct., mens verdensindekset steg 17,2 pct. De tre bedste bidragydere til afkastet for kvartalet var HDFC, Novo Nordisk og Thermo Fisher. Afdelingens største investering HDFC steg, da antallet af Covid-19-smittede i Indien faldt efter det store smitteudbrud i andet kvartal. Vivendi børsnoterede deres datterselskab Universal Music Group (UMG), hvilket giver en indikation af værdien af Sony Music. Med samme værdiansættelsesprincipper kan værdien af Sony Music være tæt på 50 mia. USD eller ca. 40 pct. af Sonys markedsværdi. Dette er ca. det dobbelte af, hvad markedet i øjeblikket indregner. Hoya sælger kritisk udstyr til de nye "Extreme Ultraviolet"-maskiner, der sælges af ASML. Aktiekursen, steg, da manglen på halvledere er blevet endnu mere udtalt. De største negative bidragsydere var de tre asiatiske aktier Ping An, Samsung og TSMC. Disse blev ramt af de generelle kursfald i Asien oven på frykten for en kinesisk afmatning forårsaget af vanskeligheder i forsyningskæderne samt usikkerhed om boligmarkedet i lyset af udfordringerne omkring den stærkt forgældede ejendomsudvikler China Evergrande. Den kinesiske forsikringssektor gennemgår desuden en smertefuld overgang fra en forretningsmodel med et stort antal forsikringsagenter til en mere moderne og effektiv digital distribution. På længere sigt er behovet for forsikring stadig højaktuelt, da forsikringsgraden i Asien er lavere sammenlignet med vestlige landes sammenholdt med et utilstrækkeligt offentligt sundhedssystem.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Selvom inflation og obligationsrenterne er stigende, ser vi strukturelle deflationære kræfter, som vil holde obligationsrenter og realrenter på et lavt niveau. Den nuværende inflationsstigning har grobund i ubalancer i forsyningskæderne efter "stop-start"-effekten forårsaget af nedlukningerne. Selskaber med en stærk markedsposition, og som kan hæve deres priser, kan drage fordel af inflation og derved håndtere stigende råvare- og produktionsomkostninger. Omvendt rammes selskaber, der ikke kan hæve priserne, når f.eks. energi- og råvarepriserne stiger. Strategien er fokuseret på selskaber med en stærk markedsposition og en langtidsholdbar forretningsmodel. Vi har ikke foretaget nogle ændringer i investeringerne i kvartalet.



Se porteføljen på cww.dk

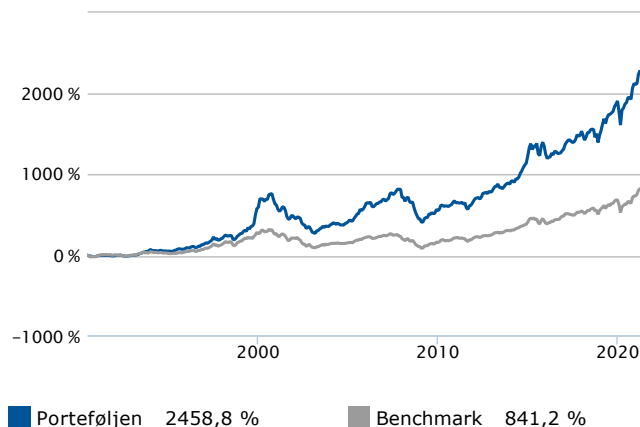
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 30. SEPTEMBER 2021

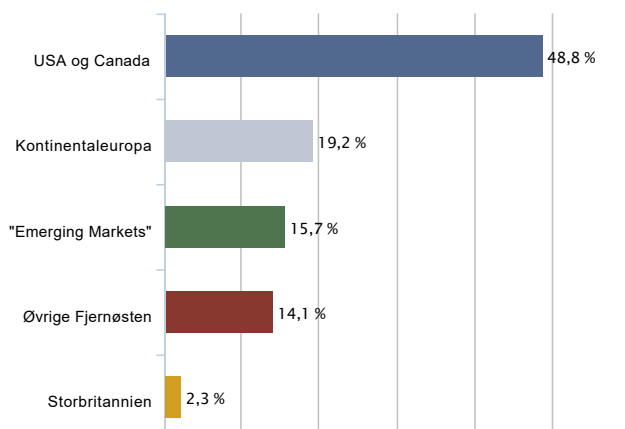
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier KL A
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start	30. juni 1990
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,67 %
ÅOP	1,8 %
Indirekte handelsomk.	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Vincentsen, Mattias Kolm

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

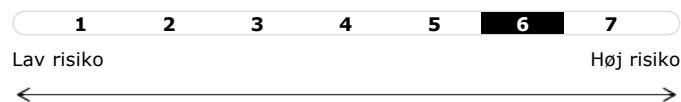
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	25,9	55,9	89,9	285,9	2.458,8	10,9
Benchmark (%)	28,8	42,6	80,0	256,2	841,2	7,4
Aktivt afkast (%)	-3,0	13,3	9,9	29,7	1.617,6	3,5

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,9	11,6	11,5	15,3
Std. afv. benchmark (%)	16,6	13,5	11,9	15,0
Beta	0,8	0,8	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC	6,83 %
Alphabet	6,19 %
Visa	6,03 %
Thermo Fisher	5,26 %
The Home Depot	4,78 %
Amazon.com	4,69 %
Microsoft	4,64 %
Novo Nordisk	4,52 %
Sony Group	4,28 %
ASML	3,66 %

RISIKOINDIKATOR



Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.



Globale Aktier Etik

Du kan investere i Globale Aktier Etik udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Etik Udl.
DK0060287217

Globale Aktier Etik Akk.
DK0061114089

Ved investering for frie midler
beskattes afkastet efter lager-
princippet. Læs mere på s. 34.

Status på kvartalet

Tredje kvartal startede med faldende renter og optimisme på baggrund af genåbningerne, men det endte mere negativt med vigende aktiemarkeder. Den kinesiske regering regulerede bl.a. indenlandske internetgiganter, og ejendoms-selskabet China Evergrande var på kanten af konkurs. Obligationsrenterne steg i slutningen af kvartalet, hvilket ramte selskaber med langtidsholdbare forretnings-modeller.

I kvartalet skabte afdelingen et afkast på 4,2 pct. hvilket var bedre end verdensindekset, der steg 1,2 pct. I 2021 er afdelingen steget 15,4 pct., mens verdensindekset steg 17,2 pct. De tre bedste bidragydere til kvartalets afkast var Novo Nordisk, Thermo Fisher og Sony. Afdelingens største investering HDFC Bank steg, da antallet af Covid-19-smittede i Indien faldt efter det store smitteudbrud i andet kvartal. Vivendi børsnoterede deres datterselskab Universal Music Group (UMG), hvilket giver en indikation af værdien af Sony Music. Med samme værdiansættelsesprincipper kan værdien af Sony Music være tæt på 50 mia. USD eller ca. 40 pct. af Sonys markeds-værdi. Dette er ca. det dobbelte af, hvad markedet i øjeblikket indregner. Hoya sælger kritisk udstyr til de nye "Extreme Ultraviolet"-maskiner, der sælges af ASML. Aktiekursen steg, da manglen på halvledere er blevet endnu mere udtalt. De største negative bidragsydere var Ping An, Samsung og Koninklijke Philips. Disse blev ramt af de generelle kursfald i Asien oven på frygten for en kinesisk afmatning forårsaget af vanskeligheder i forsyningskæderne samt usikkerhed om boligmarkedet i lyset af udfordringerne omkring den stærkt forgældede ejendomsudvikler China Evergrande. Den kinesiske forsikringssektor gennemgår desuden en smertefuld overgang fra en forretningsmodel med et stort antal forsikringsagenter til en mere moderne og effektiv digital distribution. På længere sigt er behovet for forsikring stadig højaktuelt, da forsikringsgraden i Asien er lavere sammenlignet med vestlige landes sammenholdt med et utilstrækkeligt offentligt sundhedssystem.

Investeringsstrategi og omlægninger

Selvom inflation og obligationsrenterne er stigende, ser vi strukturelle deflationære kræfter, som vil holde obligationsrenter og realrenter på et lavt niveau. Den nuværende inflationsstigning har grobund i ubalancer i forsyningskæderne efter "stop-start"-effekten forårsaget af nedlukningerne. Selskaber med en stærk markedsposition, og som kan hæve deres priser, kan drage fordel af inflation og derved håndtere stigende råvare- og produktionsomkostninger. Omvendt rammes selskaber, der ikke kan hæve priserne, når f.eks. energi- og råvarepriserne stiger. Strategien er fokuseret på selskaber med en stærk markedsposition og en langtidsholdbar forretningsmodel. Vi har ikke foretaget nogle ændringer i investeringerne i kvartalet.



Se porteføljen på cww.dk

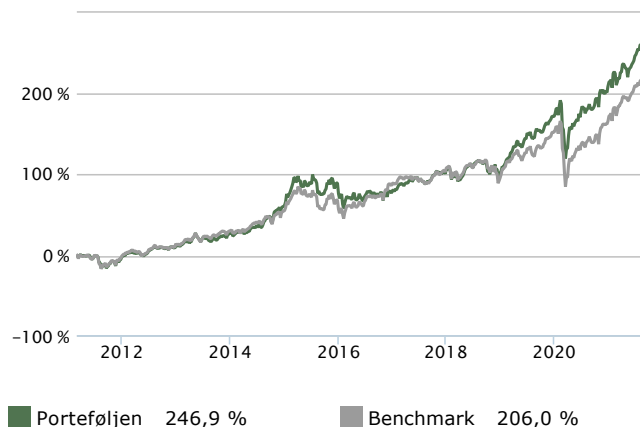
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 30. SEPTEMBER 2021

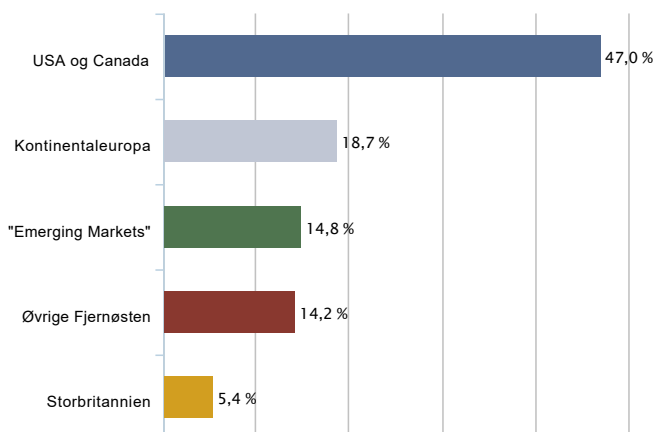
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL Udl.
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	23. november 2010
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,72 %
ÅOP	1,83 %
Indirekte handelsomk.	0,0 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Vincentsen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

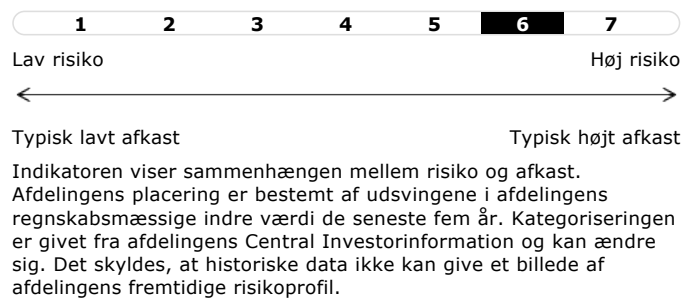
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	25,1	64,2	104,2	312,6	246,9	12,5
Benchmark (%)	28,8	42,6	80,0	256,2	206,0	11,1
Aktivt afkast (%)	-3,7	21,6	24,2	56,3	40,9	1,3

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,3	11,1	11,1	11,4
Std. afv. benchmark (%)	16,6	13,5	11,9	12,1
Beta	0,8	0,8	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC Bank	6,28 %
Alphabet	6,13 %
Visa	6,03 %
Thermo Fisher	5,38 %
Sony Group	4,92 %
The Home Depot	4,64 %
Microsoft	4,48 %
Novo Nordisk	4,44 %
Amazon.com	4,40 %
ASML	4,14 %

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Stabile Aktier

Status på kvartalet

Den økonomiske fremgang fortsætter i takt med, at vaccinerne muliggør en gradvis åbning af verdensøkonomien. Europa og USA er stort set tilbage på det økonomiske niveau fra før pandemien, men der er stor forskel på, hvordan de enkelte selskaber har klaret sig igennem krisen. Vi fokuserer på dem, der er i positiv udvikling. Afdelingen skabte i tredje kvartal et afkast på 2,7 pct., mens benchmark steg 2,4 pct. I 2021 er afdelingen steget 15,6 pct., hvilket er bedre end benchmark, der er steget 13,1 pct.

Novo Nordisk var igen højdespringer med en kursstigning på knap 19 pct. Selskabet har fået så stor succes med deres nye slankemiddel i USA, at produktionen ikke kan følge med efterspørgslen. Kvartalets største skuffelse kom fra det spanske forsynings-selskab Iberdrola, der faldt med over 12 pct. Elprisen er kraftigt stigende i Europa, og for delvist at beskytte forbrugerne har den spanske regering lagt låg på overskuddet fra produktion af vand- og atomkraft samt ældre vindmøller. Disse energiformer har ikke stigende produktionsomkostninger, og derfor mener regeringen ikke, at selskaberne skal profitere af den aktuelle energikrise. Vi er ikke begejstrede over fremgangsmåden og vurderer i øjeblikket situationen.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en relativt lav konjunkturfølsomhed og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudseelig stabil indtjenings-vækst. Vi forsøger at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men stadigvæk få gavn af den globale økonomiske vækst. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Men de finansielle markeder er uforudsigelige, så der kan opstå perioder med større kursudsving og tab.

Vi har bl.a. investeret i **Nomad Foods**, der er Europas største producent af frosne fødevarer som fisk, grøntsager og færdigretter. Selskabet vil konsolidere sektoren og deres mest kendte mærker er Findus, Iglo og Birds Eye. Under Corona-krisen steg efterspørgslen på frosne fødevarer markant, hvilket har resulteret i mange nye kunder. Selskabet har fokus på bæredygtige råvarer og målsætningen er at have en 100 pct. bæredygtig grøntsags- og fiskeproduktion fra 2025 samt kun anvende genanvendelig emballage fra 2022. Vi solgte den canadiske discountkæde **Dollarama** efter en positiv kursudvikling, da vi bl.a. er usikre på, om de stigende råvarepriser vil presse kædens indtjening. Stigende inflation er en generel udfordring for mange selskaber, og vi er opmærksomme på, om selskaberne har styrken til at hæve deres salgspriser.



Se porteføljen på cww.dk

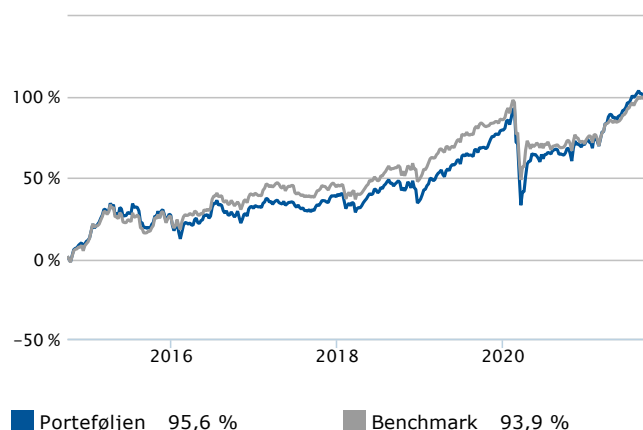
C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 30. SEPTEMBER 2021

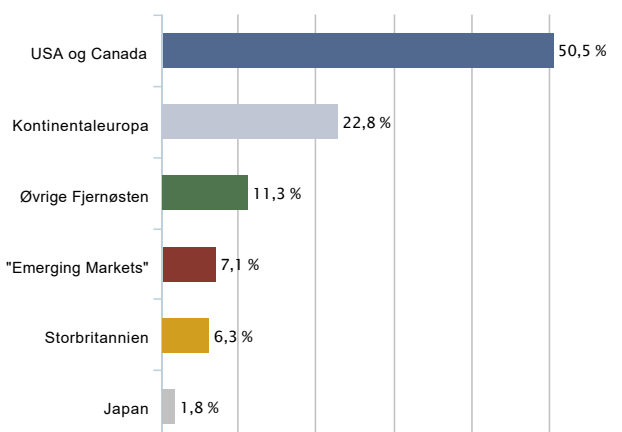
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Stabile Aktier KL A
Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World Min. Volatility
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,73 %
ÅOP	2,1 %
Indirekte handelsomk.	0,05 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

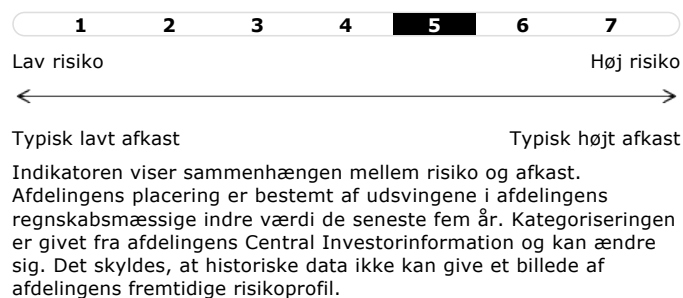
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	20,9	34,5	56,3	-	95,6	10,1
Benchmark (%)	15,3	24,3	45,4	-	93,9	9,9
Aktivt afkast (%)	5,6	10,2	10,9	-	1,7	0,1

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	16,4	13,2	-	13,0
Std. afv. benchmark (%)	12,4	10,3	-	10,7
Beta	1,2	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Sony Group	4,29 %
Electronic Arts	3,74 %
Asahi Group Holding	3,62 %
Fiserv	3,54 %
Dollar General	3,50 %
FIS Global	3,46 %
Nomad Foods	3,28 %
Carlsberg	3,25 %
Thermo Fisher	3,23 %
AstraZeneca	3,05 %

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytte i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Emerging Markets

Status på kvartalet

Aktierne i Emerging Markets faldt i kvartalet 6,0 pct., mens afdeling Emerging Markets gjorde det bedre med et fald på 3,4 pct. For 2021 har afdelingen leveret et afkast på 6,4 pct., hvilket er bedre end benchmark, der leverede 4,2 pct.

Kvartalet var præget af den negative udvikling i Kina med regulatorisk modvind og problemerne med den store ejendomsudvikler, China Evergrande. De to situationer hænger sammen, idet den forgældede ejendomsudvikler er ramt af myndighedernes ønske om at nedbringe gælden i sektoren. Udover ejendomssektoren regulerer Kina også uddannelses-, og sundhedssektoren. Det overordnede mål for det kommunistiske parti i Kina er at sikre velstand for alle. Uddannelse, fast ejendom og sundhed er tre nøgleområder, hvor stigende social ulighed er uacceptabelt for styret i Kina. Vi har også set stigende regulering blandt de forbrugerrelaterede teknologiselskaber, hvor de store selskaber vurderes at have for stor magt. Derudover ønsker regeringen, at den store kinesiske IT-talentmasse bliver beskæftiget inden for teknologiske områder, der fremmer nationale interesser, som f.eks. udviklingen af halvledere. Denne udvikling er et markant politisk skifte i Kina, men det handler fortsat om at investere, hvor der er politisk medvind. Dette er bl.a. inden for den grønne energiomstilling samt de teknologiområder, hvor Kina bevæger sig op ad værdikæden og ønsker at være selvforsynende. Kvartalets mest positive bidrag kom fra Godrej Properties, Sea Ltd. og IEX. Godrej Properties drager nytte af overraskende stærke salgstal og tegn på en begyndende positiv udvikling i ejendomssektoren i Indien. Sea Ltd. og IEX leverede ligeledes stærke regnskabstal. De mest negative bidrag kom fra Sunac Services Holdings, Magazine Luiza og Sequoia Logistica. De to sidstnævnte blev ramt af stigende inflation og renter samt politisk uro i Brasilien.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I kvartalet købte vi **dLocal**, **Sungrow Power**, **WEG**, **China Merchants Bank (CMB)**. dLocal er eksponeret mod den stigende internethandel og digitalisering af betalinger i emerging markets. Som producenter af hhv. invertere og kapitalgoder er Sungrow Power og WEG begge eksponeret til den grønne energiomstilling. CMB er eksponeret mod den stigende velstand og voksende middelklasse i Kina og behovet for kredit og formuepleje. Vi solgte **Sunac China Holdings** og **Longfor Properties** som følge af vores negative strukturelle syn på ejendomssektoren i Kina. Vi solgte **Sequoia Logistica**, **B2W**, og **StoneCo**, idet vi ser bedre muligheder inden for internethandel og fintech. Vi solgte ligeledes **Ayala Land**, **Universal Vision** og **Sany Heavy** for at finansiere nye investeringer.



Se porteføljen på cww.dk

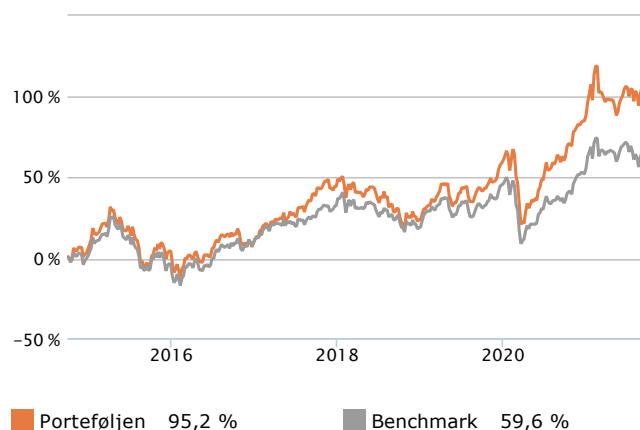
C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 30. SEPTEMBER 2021

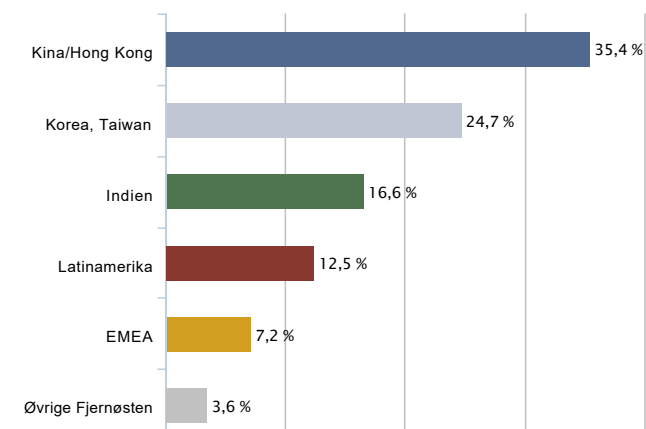
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Emerging Markets KL
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Emerging Markets
Emissionstillæg	0,50 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,95 %
ÅOP	2,33 %
Indirekte handelsomk.	0,06 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

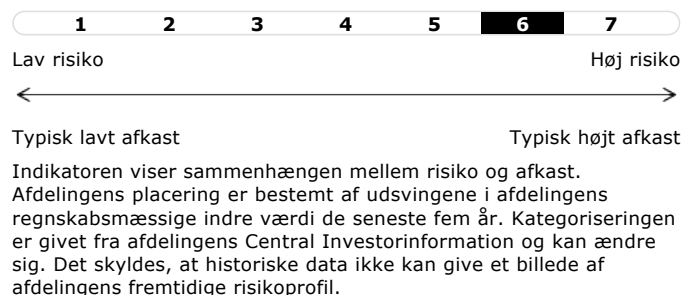
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	23,7	53,5	76,0	-	95,2	10,0
Benchmark (%)	19,5	27,9	50,6	-	59,6	6,9
Aktivt afkast (%)	4,3	25,5	25,4	-	35,6	3,1

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	19,2	16,1	-	16,4
Std. afv. benchmark (%)	17,2	14,2	-	14,7
Beta	1,1	1,1	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	8,23 %
Samsung	6,59 %
Tencent	5,27 %
Alibaba	4,29 %
Sea	3,33 %
Sberbank - Pref	2,36 %
Samsung SDI Co Ltd	2,34 %
ICICI Bank	2,32 %
Li Ning	2,11 %
Hangzhou Tigermed Consulting	2,05 %

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Asien

Status på kvartalet

Tredje kvartal bød på store kursudsving på de asiatiske aktiemarkeder. Kursbevægelserne var prægede af nyhedsstrømme angående Covid-19 og Kina. En række lande i regionen er stadig udfordrede af pandemien med en hastig udbredelse af Delta-varianten og for få vaccinerede. Kun Thailand er så småt ved at åbne op for turisme, om end kun langsomt og omstændigt. Et andet stort tema har været Kina, der har øget reguleringen inden for en række områder, f.eks. boligsektoren, hvilket har skabt risiko for kollaps af det store kinesiske ejendomsselskab China Evergrande. Desuden har der været nedlukninger pga. manglende energi. Til trods for de negative nyheder er økonomierne i Asien generelt på vej mod normalisering og positiv økonomisk vækst.

Afdelingen skabte et negativt afkast på -3,6 pct., hvilket var bedre end afdelingens benchmark MSCI AC Asia ex Japan, der faldt 7,2 pct. De største positive bidragsydere var Sea Ltd., Godrej Properties, Indian Energy Exchange, ICICI Bank og Hansol Chemical. Stort set alle de negative bidragsydere var kinesiske selskaber som er påvirket af de mange dårlige nyheder, herunder Sunny Optical, Yuzhou Group, Sunac China Holdings, Tencent og Alibaba. I 2021 er afdelingen steget 4,7 pct., mens benchmark er steget med 1,8 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er fortsat fokuseret på selskaber eksponeret til indenlandsk vækst. Vi har foretaget et par ændringer med tilføjelsen af selskabet **Sungrow**, som er blandt de globalt ledende selskaber, der producerer strømskiftere (invertere) til solenergi. Deres markedsandel er øget fra ca. 1 pct. i 2009 til nu omkring 27 pct. Særligt har kvaliteten af selskabets produkter været afgørende for deres succes. En god strømskifter er afgørende for et velfungerende solcelleanlæg, og de udgør blot 3-5 pct. af de samlede omkostninger, hvorfor solenergi-producenter ikke går på kompromis med kvaliteten. En strømskifter skal udskiftes hvert 10-15 år, så udover at nyde godt af den nuværende stærke vækst, vil de også nyde godt af behovet for løbende udskiftninger. Herudover har vi øget eksponeringen til LONGi Green Energy. Vi er fortsat positive over for selskaber, der nyder godt af investeringer i ren energi. Købene er finansieret ved at reducere lidt i Sunny Optical, Sea Ltd. og Taiwan Semiconductors. Reduktionen er udelukkende for at mindske risikoen en smule.



Se porteføljen på cww.dk

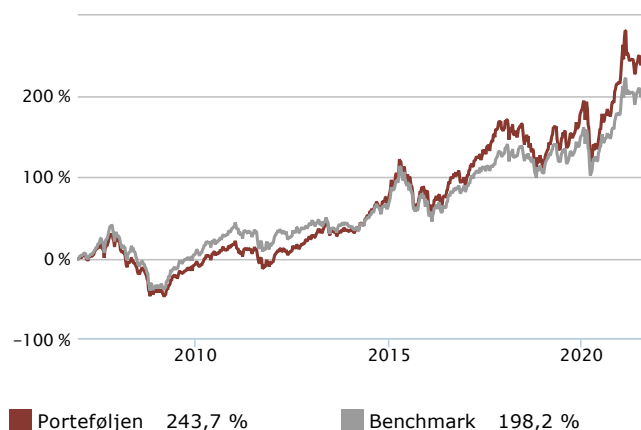
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 30. SEPTEMBER 2021

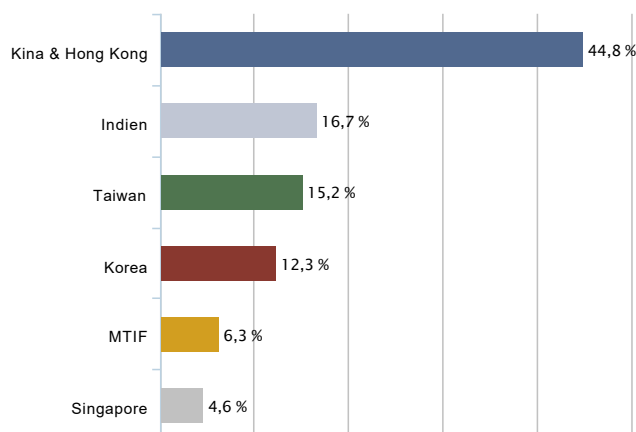
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Asien KL A
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start	7. december 2006
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,93 %
ÅOP	2,2 %
Indirekte handelsomk.	0,02 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

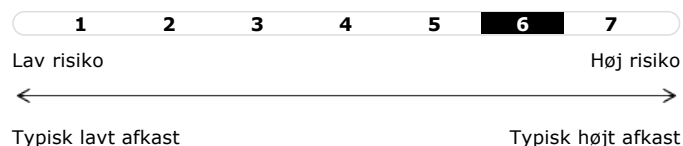
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	21,9	45,8	68,4	282,7	243,7	8,7
Benchmark (%)	15,6	30,1	56,9	161,6	198,2	7,6
Aktivt afkast (%)	6,3	15,7	11,5	121,1	45,5	1,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	20,3	17,1	16,4	19,1
Std. afv. benchmark (%)	16,5	13,8	13,9	17,6
Beta	1,2	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,33 %
Samsung	7,93 %
Tencent	6,09 %
Sea	4,59 %
Alibaba	4,44 %
Sunny Optical	3,38 %
ICICI Bank	3,11 %
Techtronic	2,89 %
AIA Group	2,88 %
HDFC	2,15 %

RISIKOINDIKATOR



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Indien

Status på kvartalet

Indiske aktier gav et pænt afkast i tredje kvartal som følge af stærke politiske tiltag og et økonomisk opsving oven på anden Covid-19-bølge. Blandt de positive tiltag har centralbanken givet grønt lys til de såkaldte "NBFC-AA" tjenester (jf. lån- og kreditudbydere), hvilket giver aktører mulighed for at indsamle finansiel information om en kundes engagementer fra andre selskaber. Dette vil sandsynligvis fremme udbredelsen af finansielle tjenester og sikre bedre risikovurderinger. "National Asset Reconstruction Company" (NARCL) eller enkelt sagt en "dårlig bank" bliver etableret for at frigøre ledelsesressourcer og kapital fra gamle, dårlige lån, hvilket hjælper til en hurtigere sagsbehandling af nødlidende engagementer. Et par tiltag inden for telesektoren har også positiv indflydelse på banksektoren, da disse sikrer overlevelsen af det nødlidende mobiltelefonselskab Vodafone-Idea. Endelig var det positivt, at "National Monetization Pipeline" (NMP) annoncerede, at man vil sælge forskellige statslige aktiver til finansiering af kommende infrastrukturprojekter.

Afdelingen gav et afkast på 17,4 pct. i kvartalet, mens benchmark MSCI Indien steg 15,2 pct. De største positive bidragydere var Godrej Properties, Indian Energy Exchange og Reliance, mens de mest negative var NATCO, AIA og Aditya. Den økonomiske aktivitet i hele landet er robust, og aktivitetsniveauet er højere end før både første og anden Corona-bølge – omend visse dele af økonomien fortsat er præget af afmatning. En medvirkende årsag har været det høje vaccinationstempo. I slutningen af kvartalet blev mere end 8 mio. indere vaccineret dagligt. Mere end 70 pct. af befolkningen har nu modtaget første dosis, mens 25 pct. er fuldt vaccineret.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret med fokus på indenlandske væksttemaer i Indien. Vi ser aktuelt tidlige tegn på en ny industriel investeringscyklus, og for at drage fordel af denne mulighed har vi foretaget et par nye investeringer i form af **Honeywell Automation India** og **Schaeffler India**. Honeywell Automation India er et datterselskab af det globale selskab Honeywell International og er samtidigt det største selskab i sektoren inden for softwarebaserede automatiseringsløsninger til f.eks. bygninger og sikkerhedsløsninger i Indien. Moderselskabet udnytter det indiske datterselskabs stærke kompetencer til at sælge løsningerne globalt. Schaeffler India er et børsnoteret datterselskab af det globale moderselskab Schaeffler AG og er en førende indisk producent af kuglelejer og øvrige lejer. Lejere er en vigtig komponent inden for bl.a. bilsektoren og andre industrier.

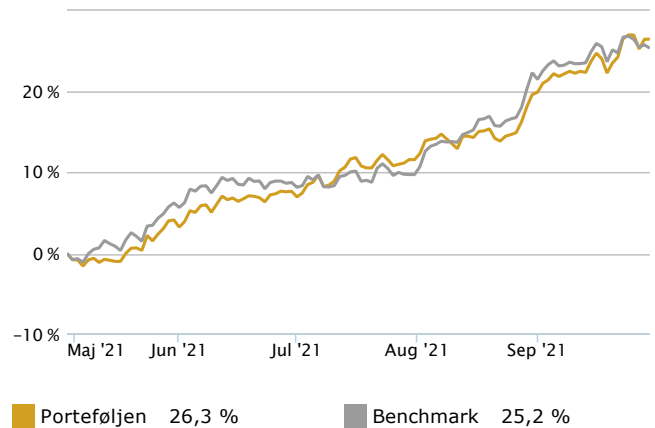


Se porteføljen på cww.dk

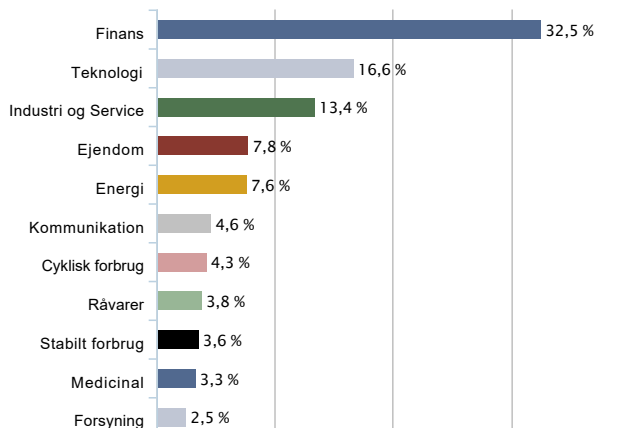
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Indien KL A
Fondskode	DK0061534963
Afdelingens start	29. april 2021
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Indien
Emissionstillæg	0,60 %
Indløsningsfradrag	0,60 %
Løbende omkostninger	2,0%
ÅOP	2,56%
Indirekte handelsomk.	0,15%
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



SEKTORFORDELING



AFKAST & RISIKO

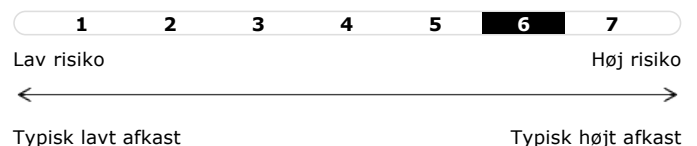
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (net of fees) (%)	-	-	-	-	26,3	-
Benchmark (%)	-	-	-	-	25,2	-
Aktivt afkast (%)	-	-	-	-	1,1	-

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	-	-	-	-
Std. afv. benchmark (%)	-	-	-	-
Beta	-	-	-	-

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Infosys	8,24 %
ICICI Bank	6,76 %
Reliance Industries	6,31 %
HDFC Bank	6,10 %
Godrej Properties	4,09 %
HDFC	4,08 %
HCL Technologies	3,93 %
Bharti Airtel	3,07 %
Indian Energy Exchange	2,95 %
Amber Enterprises India	2,78 %

RISIKOINDIKATOR



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

En grundfilosofi – seks afdelinger

C WorldWide har seks forskellige afdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper. De tre globale afdelinger kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje. Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større. Modellen til højre viser, hvordan vores afdelinger kan bruges i en typisk portefølje.

Afdeling **Globale Aktier KL** investerer globalt uden lande- eller sektorbegrænsninger. Her får du bedst udbytte af vores erfaring, fordi vi har størst mulig fleksibilitet til at sætte investeringerne optimalt sammen. Du kan investere i Globale Aktier KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

Afdeling **Globale Aktier Etik KL** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier KL. Inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen ikke har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller fossile brændstoffer. Du kan investere i Globale Aktier Etik KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling. Ved investering for frie midler beskattes afkastet efter lagerprincippet. Dette indebærer årlig beskatning af såvel realiseret som urealiseret gevinst og fradrag for eventuelle tab.

Afdeling **Stabile Aktier KL** har en målsætning om at skabe et afkast, som er mere stabilt end globale aktier i almindelighed. De stabile selskaber har en holdbar forretningsmodel – typisk med en høj egenkapitalforretning. Derfor leverer denne type aktier ofte en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving. Afdeling Stabile Aktier KL kan være noget for dig, hvis du ønsker eksponering til aktiemarkedet med en lavere risiko.

Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af unge og voksende befolkninger, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Det er

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



- | | |
|--------------------------|-----------------------|
| ■ Globale Aktier KL | ■ Emerging Markets KL |
| ■ Globale Aktier Etik KL | ■ Asien KL |
| ■ Stabile Aktier KL | ■ Indien KL |

denne udvikling, som du får del i ved at investere i afdeling **Emerging Markets KL**. Afdelingen kan være et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

Afdeling **Asien KL** investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering i afdeling Asien KL giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens stærkeste vækstområder. Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder skal især findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge afdeling Asien KL får du fordelene af vores forvalters store erfaring i at finde de rigtige aktier i netop denne region.

Indien er en af de hurtigst voksende økonomier i verden og samtidigt verdens tredjestørste økonomi. Med afdeling **Indien KL** får du adgang til investeringer på et marked, der er svært tilgængeligt for individuelle investorer, da det kræver tilladelse at investere lokalt i Indien.

Læs mere om afdelingernes strategi, afkastudvikling og risikofaktorer på cww.dk.

Investeringsforeningen C WorldWide

Bemærkninger til afkast

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Valutaen er DKK. Afkastet kan øges eller mindskes på grund af udsving i valutakurserne. Administrationshonorar og andre udgifter afholdt af fonden er inkluderet i tallene. Gebyrer afholdt af investor såsom depotomkostninger og transaktionsomkostninger er ikke inkluderet. For yderligere oplysninger henvises til prospektet og central investorinformation for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menu-punktet Downloads.

Risikomærkning af investeringsprodukter

C WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger, der alle har en gul mærkning, idet der er tale om investeringsforeningsbeviser. For yderligere information henvises til foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Andre praktiske oplysninger

Foreningen opfordrer til, at alle medlemmer lader sig navnenotere via deres depotbank.

Redaktionen er afsluttet den 14. oktober 2021. Denne kvartalsorientering for 3. kvartal 2021 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. Vi tager forbehold for trykfejl.

C WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor foreningen blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder. Denne søgen har været vores passion i næsten 30 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette fokus giver overblik og betyder, at hver enkelt aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Den enkelthed motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier i porteføljerne til enhver tid hører til blandt verdens bedste.

C WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus, Stabilitet og Passion.**

Alle C WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljevaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

Fra tanke til handling

Det er nemt at blive investor i en eller flere af vores afdelinger og få del i C WorldWides erfaring og fokuserede investeringsmodel.

Alle vores afdelinger er børsnoterede og kan både købes og sælges via de fleste netbanker i Danmark. Du finder fondskoderne på cww.dk, hvor du også kan udfylde en investeringsordre, som du sender til din bankrådgiver.

Du har også mulighed for at investere via din pensionsordning – her bør du kontakte din pensionsrådgiver og få rådgivning om hvilken metode, der passer bedst til dig.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores medarbejdere på 35 46 35 46.

VI HAR SNÆVRET 50.000 PAPIRER IND TIL 30, **SÅ DU KAN NØJES MED AT VÆLGE ÉT.**

Denne kvartalsorientering er udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide (CWW). Den er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Den er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og den er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Kvartalsorienteringen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW anser for pålidelige, og CWW har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser. Meninger og holdninger er alene aktuelle pr. publikationsdatoen.

Artikler i kvartalsorienteringen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWWs forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på www.cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø · Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk