

# **Investeringsforeningen BIL Danmark**

Årsrapport  
2016



## Indholdsfortegnelse

|  |    |
|--|----|
| Foreningsoplysninger.....  | 2  |
| Ledelsespåtegning.....   | 3  |
| Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....                              | 4  |
| Ledelsesberetning.....   | 8  |
| <i>Årsrapporten 2016 i hovedtræk</i> .....                                   | 8  |
| <i>Udviklingen i foreningen i 2016</i> .....                                 | 9  |
| <i>De økonomiske omgivelser i 2016</i> .....                                 | 11 |
| <i>Risikoforhold i foreningens afdeling</i> .....                            | 13 |
| <i>Fund Governance</i> .....   | 16 |
| <i>Væsentlige aftaler</i> .....  | 19 |
| <i>Generalforsamling 2017</i> .....  | 20 |
| <i>Øvrige forhold</i> .....  | 20 |
| <i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv</i> ..... | 21 |
| <i>Forventninger til 2017</i> .....  | 22 |
| Årsregnskaber.....   | 24 |
| <i>Danske Small Cap aktier</i> .....   | 24 |
| <i>Anvendt regnskabspraksis</i> .....  | 30 |

Nærværende årsrapport for 2016 for Investeringsforeningen BIL Danmark indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde primo februar 2017. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

## Foreningsoplysninger

Investeringsforeningen BIL Danmark blev stiftet den 7. oktober 1998. Ultimo 2016 omfattede foreningen en afdeling:

Danske Small Cap aktier

Investeringsforeningen BIL Danmark  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 40  
CVR nr: 21 35 35 31  
Finanstilsynets reg.nr.: 11.108  
Hjemmeside: bildanmark.dk

### Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

Jacob Saxild (formand)  
Niels Pram Nielsen  
Jette Hassing Ronøe

### Depotselskab

Ringkjøbing Landbobank A/S

### Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### Porteføljerådgiver

BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A.

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2016 for Investeringsforeningen BIL Danmark.

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

Årsregnskabet for afdelingen giver et retvisende billede af afdelingens aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2016.

Foreningens ledelsesberetning, herunder afdelingsberetningen, indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen og afdelingen kan blive påvirket af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 10. februar 2017

## Direktion

### Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

## Bestyrelse

Jacob Saxild  
Formand

Niels Pram Nielsen

Jette Hassing Ronøe

## Til investorerne i **Investeringsforeningen BIL Danmark**

### **Påtegning på årsregnskabet**

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen BIL Danmark for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 1 afdeling. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet af afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

### **Grundlag for konklusion**

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet". Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

### **Centrale forhold ved revisionen**

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

## Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

## Forholdet er behandlet således i revisionen

Foreningens investeringer i børsnoterede aktier til dagsværdi udgør en væsentlig del af foreningens formue og afkast.

Vi anser ikke, at disse investeringer er forbundet med betydelig risiko for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet eller er forbundet med væsentlige skøn, fordi foreningens finansielle instrumenter er sammensat af likvide, noterede finansielle instrumenter på et aktivt marked.

Det er dog vores opfattelse, at de børsnoterede finansielle instrumenter udgør en så væsentlig del af foreningens formue og afkast, at en betydelig del af vores revision koncentrerer sig om værdiansættelsen og tilstedeværelsen af de børsnoterede finansielle instrumenter.

Kriterierne for indregning og værdiansættelse af de børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af foreningens anvendte regnskabspraksis under årsregnskabets fælles noter.

Sammensætningen af de enkelte afdelingers børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af noterne til afdelingens balance.

Vores revisionshandling rettet mod værdiansættelsen og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter har blandt andet omfattet, men har ikke været begrænset til:

- ◆ Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets interne kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer, som vedrører afstemning med depotbank, automatisk registrering af børs- og valutakurser, automatisk registrering af daglige handelstransaktioner samt andre afledte registreringer heraf. Vores revision har omfattet stikprøvevis kontrol af, at de interne kontroller har været udført og dokumenteret i løbet af regnskabsåret.
- ◆ Vi har herudover stikprøvevist kontrolleret, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2016 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis ved sammenholdelse med uafhængig priskilde.
- ◆ Vi har endvidere stikprøvevist sammenholdt afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2016 med ekstern dokumentation fra foreningens depotbank.

## Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

Vores konklusion om årsregnskabet omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningen.

I tilknytning til vores revision af årsregnskabet er det vores ansvar at læse ledelsesberetningen og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningen er væsentligt inkonsistent med årsregnskabet eller vores viden opnået ved revisionen, eller på anden måde synes at indeholde væsentlig fejlinformation.

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningen indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger mv.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskabet og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningen.

## Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

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

### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

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

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlingerne som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlingerne, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

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



## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

København, den 10. februar 2017

### **Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk  
Statsautoriseret revisor

Tenna H. Jørgensen  
Statsautoriseret revisor

### Årsrapporten 2016 i hovedtræk

- Foreningen havde trods det svagt negative danske aktiemarked et rimeligt år i 2016. Foreningens afdeling Danske Small Cap aktier leverede et positivt afkast på 2,6% i 2016, hvilket var på niveau med ledelsens forventning primo året. Afdelingens afkast var imidlertid ca. 4 procentpoint lavere end afdelingens benchmark, men højere end afkastet af det generelle danske aktiemarked. Foreningens ledelse finder afkastet acceptabelt.
- Foreningens formue var 562 mio. kr. ultimo 2016 mod 519 mio. kr. ultimo 2015.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 16,1 mio. kr. i 2016 mod 190,2 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 10,7 mio. kr. i 2016 mod 7,5 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 2,06% i 2016 mod 2,00% året før.
- Den globale økonomi viste i 2016 som ventet en gradvis bedring, dog med en pause i 1. halvår, hvor især USA oplevede tilbageholdenhed i erhvervsinvesteringerne efter olieprisens fald primo året. En vending i olieprisen, fortsat stigning i beskæftigelsen og en lempelig pengepolitik bevirkede, at den økonomiske aktivitet tog til i 2. halvår, og erhvervstillidsindikatorerne viste tegn på synkron forbedring i både USA, Europa, Japan og Kina. Lav inflation, fortsatte pengepolitiske lempelser og overraskende udfald af valg medførte endnu et år med lave renter, hvor den amerikanske centralbank dog hævede styringsrenten mod slutningen af 2016 og signalerede en fortsat, forsigtig normalisering af pengepolitikken.
- Den globale økonomiske vækst skønnes at blive øget i 2017 som følge af stigende aktivitet i USA, men også pga. fremgang i en række emerging markets lande. Erhvervstillidsindikatorerne i andre geografiske områder peger også i opadgående retning. År 2017 forventes imidlertid at blive præget af en række forskellige usikkerhedsfaktorer, hvor især præsident Trumps ageren, Brexit-forhandlingerne samt udfaldet af en række parlaments- og præsidentvalg i Europa kan påvirke den økonomiske udvikling og de finansielle markeder.
- I 2017 forventes centralbankerne igen at agere forskelligt. Den amerikanske centralbank skønnes at fortsætte en forsigtig stramning af pengepolitikken med små forhøjelser af styringsrenten over året. Den Europæiske Centralbank ventes at fastholde en lav rente samt fortsat foretage obligationsopkøb året ud. Renterne skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i Europa, men kan godt stige moderat i 2. halvår af 2017 som en reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget i 2018.
- Med en forventning om moderat vækst i den globale økonomi skønnes virksomhederne at kunne generere indtjeningsvækst i 2017. Selvom det kommende år vurderes at blive vanskeligt med politisk initieret uro, ventes der et positivt afkast i aktiemarkedene i 2017. Skuffelser vedrørende indtjeningsvækst eller højere rentestigninger end ventet kan resultere i negative aktiekursbevægelser, da aktiemarkedene efter flere års stigninger vurderes at være værdiansat i den øvre ende.
- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse et positivt afkast i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier i 2017. Der må imidlertid forventes store kursudsving i løbet af det kommende år, og et negativt afkast kan ikke udelukkes.

## Udviklingen i foreningen i 2016

Foreningen bestod ved udgangen af 2016 af en afdeling - afdeling Danske Small Cap aktier.

### Afkastudviklingen i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 2,6% i 2016. Afdelingens benchmark gav et afkast på 7,0% i samme periode. Afkastet var positivt og på niveau med ledelsens forventning primo året, men lavere end benchmark.

Benchmark steg i 2016 mere end det danske aktiemarked generelt som følge af, at det børsintroducerede selskab Dong Energy indgik fra juni til december, hvorefter den blev overført til C20-indekset. Da foreningen ikke har kunnet holde en andel på over 20% i Dong Energy, har benchmark ikke helt været repræsentativt for foreningens investeringsunivers i 2016. På den baggrund findes årets afkast acceptabelt.

I 2016 blev investeringsstrategien justeret, idet bestyrelsen efter drøftelser med foreningens porteføljeformaler besluttede at øge grænsen for afdeling Danske Small Cap aktiers andel i C20-selskaber fra 20% til 30%.

Investeringsstilen i afdelingen er baseret på aktiv forvaltning og er fokuseret med et begrænset antal positioner i porteføljen. Dette kan angives ved de to risikomål – Active Share og Tracking Error. Risikomålet Active Share, der måler forskel i værdipapirbeholdningens sammensætning i forhold til benchmark, udgjorde 74,8% ultimo 2016. Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. Tracking Error over de sidste tre år udgjorde 7,5% ved udgangen af 2016. De to nøgletal er defineret i afsnittet om nøgletal på side 31.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdeling Danske Small Cap aktier er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2016'.

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2016 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 16,1 mio. kr. mod 190,2 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 562 mio. kr. ved udgangen af året mod 519 mio. kr. ved starten af året.

Stigningen i formuen kan primært tilskrives emissionsaktivitet i afdeling Danske Small Cap aktier i 2016.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdeling Danske Small Cap aktier er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2016'.

### Omkostninger i 2016

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 10,7 mio. kr. mod 7,5 mio. kr. året før. I 2016 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 2,06% mod 2,00% året før.

Afsnittet "Væsentlige aftaler" beskriver de opgaver, som foreningens forskellige samarbejdspartnere udfører, og de omkostninger, foreningen har i den forbindelse.

En oversigt over omkostningsprocenten for foreningens afdeling Danske Small Cap aktier i foreningen er vist i tabellen 'Omkostninger'.

### Navneskift til BIL Danmark

Foreningens generalforsamling den 12. april 2016 besluttede at ændre foreningens navn fra Investeringsforeningen BIL Nordic Invest til Investeringsforeningen BIL Danmark.

### Forbud mod ex-kupon andele

I juni måned blev lovforslag L 123 vedtaget i Folketinget. Loven medførte, at udstedelse af ex-kupon andele i foreningen forbydes. Dette ville hvert år afstedkomme en u hensigtsmæssighed i de første måneder ind til generalforsamlingen, idet nye midler investeret i afdelingen ville blive beskattet af foregående års skattemæssige gevinster, selvom investor ikke har deltaget heri.

For at tilpasse foreningen til den nye skattemæssige lovgivning indkaldte bestyrelsen til en ekstraordinær generalforsamling den 27. september 2016 med henblik på en ændring af foreningens vedtægter.

Med den vedtægtsmæssige ændring kunne bestyrelsen således beslutte at udbetale foreløbig udlodning på 58,90 kr. pr. andel med valør den 19. januar 2017 i stedet for anvendelse af ex-kupon andele.

## Afkastudviklingen i 2016

| Afdeling                | Afkast 2016 | Benchmarkafkast 2016 |
|-------------------------|-------------|----------------------|
| Danske Small Cap aktier | 2,6%        | 7,0%                 |

## Resultat og formue i 2016

| Afdeling                | Resultat i mio. kr. | Formue i mio. kr. | Indre værdi i kr. pr. andel |
|-------------------------|---------------------|-------------------|-----------------------------|
| Danske Small Cap aktier | 16,1                | 562,3             | 330,62                      |

## Omkostningsprocenter

| Afdeling                | Omk.procent 2016 | Omk.procent 2015 | Omk.procent 2014 |
|-------------------------|------------------|------------------|------------------|
| Danske Small Cap aktier | 2,06             | 2,00             | 2,04             |

## ÅOP i årsrapporten

| Afdeling                | ÅOP 2016 | ÅOP 2015 | ÅOP 2014 |
|-------------------------|----------|----------|----------|
| Danske Small Cap aktier | 2,42     | 2,42     | 2,36     |

I henhold til ny standard fra Investeringsfundsbranchen skal ÅOP pr. 31.12 vises i årsrapporterne, hvor de betegnes som "ÅOP i årsrapporten".

## De økonomiske omgivelser i 2016

### Fremgang i den globale økonomi

Den globale økonomi viste i 2016 en gradvis bedring, dog med en pause i 1. halvår, hvor især USA oplevede tilbageholdenhed i investeringerne efter olieprisens fald primo året. Væksten i de udviklende økonomier stabiliserede sig som helhed i 2016, trods det forhold, at prisfaldet på råvarer primo året dæmpede udviklingen i de råstofeksporterende lande.

En vending i olieprisen, fortsat stigning i beskæftigelsen og en lempelig pengepolitik bevirkede, at den økonomiske aktivitet begyndte at stige i 2. halvår. Erhvervstillidsindikatorerne viste allerede over sommeren tegn på synkron forbedring i både USA, Europa, Japan og Kina og lå ved årets udgang på et højere niveau end længe set.

### Politisk usikkerhed og overraskelsernes år

År 2016 vil blive husket for en række overraskende begivenheder. Nogle påvirkede den økonomiske udvikling og de finansielle markeder med det samme, mens effekten af andre måske først bliver mærkbar i de kommende år.

Udviklingen i olieprisen indledte året med at falde kraftigt til ca. 28 USD pr. td. for derefter at stige til ca. 55 USD pr. td. ved årets udgang. De store prisudsving skal ses i lyset af OPECs stigende konkurrence fra de nye skiferolie- og gasproducenter i USA, men også i lyset af manglende produktionsdisciplin blandt OPEC-medlemmerne selv. En ny produktionsaftale i OPEC fik stabiliseret olieprisen mod slutningen af året, selvom mange iagttagere er skeptiske over for holdbarheden af aftalen.

Igennem det meste af 1. halvår 2016 udgjorde afstemningen om Storbritanniens fortsatte medlemskab af EU et usikkerhedsmoment i den europæiske økonomi. I juni valgte englænderne ved en folkeafstemning overraskende at stemme for at forlade EU. Resultatet var uventet, og efterlod administrationen i Storbritannien uforberedt på processen med at træde ud af EU. Forhandlingerne om betingelserne for en "Brexit" udestår og kan give uro i de kommende år.

I november blev Donald Trump valgt til amerikansk præsident, trods meningsmålingernes spådom om et andet udfald op til valget.

Mere ventet stemte den italienske befolkning i december imod en ændring af forfatningen i Italien, hvilket fik den siddende premierminister Matteo Renzi til at træde tilbage.

Selvom forventningen til markedsreaktion på de uventede udfald var store kursfald, reagerede de finansielle markeder overraskende afdæmpet eller positivt på udfaldene af valgene i 2016.

### Dansk økonomi i fortsat bedring

Dansk økonomi viste i 2016 en bedring med moderat fremgang. Understøttet af øget beskæftigelse og stigende huspriser bidrog det private forbrug positivt til den økonomiske vækst.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster viste igen i 2016 et stort overskud, mens underskuddet på den offentlige saldo viste en nedadgående tendens.

Trods begyndende moderate lønstigninger faldt inflationen til et niveau, der ikke er set siden 1950'erne, trods stigende råvarepriser og dollar- og yenkurs.

### Lempelig pengepolitik, men normalisering på vej

De ledende centralbanker verden over agerede forskelligt via deres pengepolitik i 2016.

Den Europæiske Centralbank (ECB) justerede i marts sin pengepolitik. ECB nedsatte styringsrenten fra -0,30% til -0,40%, udvidede beløbet til obligationsopkøb fra 60 mia. EUR til 80 mia. EUR pr. måned samt medtog erhvervsobligationer i opkøbsprogrammet.

I december meddelte såvel ECB som den amerikanske centralbank ændringer i deres pengepolitik. ECB holdt styringsrenten uændret på -0,4% og besluttede at forlænge opkøbsprogrammet fra marts 2017 og året ud, men med et nedsat månedligt opkøbsbeløb på ca. 60 mia. EUR mod de tidligere 80 mia. EUR. Den amerikanske centralbank hævede derimod styringsrenten med ¼ procentpoint og annoncerede, at renten forventedes hævet yderligere to-tre gange af ¼ procentpoint i 2017. Den amerikanske centralbank arbejder således på en langsom normalisering af pengepolitikken i USA.

Danmarks Nationalbank foretog i løbet af 2016 få ændringer i pengepolitikken. Nationalbanken justerede alene indskudsbevisrenten op med 0,10% til -0,65% i januar 2016.

### Volatile obligationsmarkeder

Effekten af førnævnte var, at den 10-årige rente på statsobligationer i USA faldt fra 2,3% til 1,4% medio året, for derefter at stige til 2,4% ultimo 2016. Rente på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt ligeledes fra 0,6% til -0,2% medio året, for så at stige til 0,2% ultimo 2016.

Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation faldt fra lige over 1,0% til 0,6% i 1. halvår 2016, men steg derefter til 1,2% ultimo 2016. Renten på en 2-årig tysk eurostatsobligation faldt fra -0,3% til -0,8% gennem 2016.

Det danske obligationsmarked blev i 2016 påvirket af udviklingen i det internationale renteniveau. Den 2-årige danske statsrente faldt fra lige under -0,3% til -0,5%. Den 10-årige danske statsrente faldt fra 1,0% til 0,3%, men var på 0,0% primo juli, da nervøsiteten for Brexit var på sit højeste.

### **Positive afkast på de globale aktiemarkeder**

År 2016 blev et udsædvanligt, volatilt og vanskeligt år på de globale aktiemarkeder.

Aktiemarkederne blev primo 2016 ramt af chok bl.a. som følge af kraftigt prisfald på olie. Aktiemarkederne oplevede således markante kursfald på ca. 15% i årets første 5-6 uger. Stigende økonomisk fremgang medførte efterfølgende stigende aktiekurser, trods overraskelserne i form af Brexit og udfaldet af det amerikanske præsidentvalg.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 10,7% i 2016, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 13,8%, 2,2% og 5,1% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var ligeledes positiv i 2016, idet MSCI Emerging Markets Free indekset steg med 14,1%.

I 2016 var der stor forskel på afkastudviklingen på sektorniveau. Således steg aktierne i energisektoren og råvaresektoren på globalt plan med henholdsvis 29,9% og 25,7% i gennemsnit, hvorimod aktier i den defensive sektor stabile forbrugsgoder kun steg 4,3%, mens aktierne i sundhedssektoren faldt 4,4%. Markederne blev i 2016 således præget af en efterspørgsel efter aktier, der var faldet i tidligere år, og en gevinsthjemtagning i sektorer, der var steget i de foregående år.

### **Moderat udvikling på det danske aktiemarked**

Efter en årrække med relativt høje afkast på det danske aktiemarked, udviklede markedet sig svagere end de fleste andre aktiemarkeder i 2016. Det danske aktiemarked målt ved OMXCCapGI-indekset steg med 3,2% i 2016, mens OMXC20-indekset faldt med 1,6%. Afkastudviklingen for mindre og mellemstore danske selskaber var højere, idet KFMX-indekset steg 7,0% i samme periode.

Generelt leverede de fleste danske selskaber et fornuftigt resultat i 2016. Markedsafkastet blev imidlertid præget af, at Novo Nordisk måtte nedjustere den forventede indtjeningsvækst i de kommende år som følge af prispres fra indkøberne på det vigtige amerikanske insulinmarked. Med et kursfald på over 36% i 2016 påvirkede Novo Nordisk som største selskab det samlede markedsafkast væsentligt. Omvendt gav de cykliske selskaber som A.P. Møller-Mærsk og FLSmidth & Co. et afkast på over 20% i 2016.

## Risikoforhold i foreningens afdeling

Risikoprofilen i foreningens afdeling er først og fremmest bestemt i foreningens vedtægter og prospekt. I forlængelse heraf fastlægger bestyrelsen desuden en række detaljerede investeringsretningslinjer for direktionen og foreningens investeringsrådgiver.

Dette og det følgende afsnit beskriver de væsentligste risikoforhold i foreningens afdeling, og hvordan foreningens ledelse håndterer spørgsmålet om risici generelt.

### Risiko

Ved enhver investering er der usikkerhed om det fremtidige afkast, og der er samtidig en risiko for at tabe den investerede formue helt eller delvist. Selv ved placering af penge i banken kan der være en risiko for, at banken går konkurs, og indskyderen taber sine penge i det omfang, at beløbet ikke er dækket af en indskydergaranti.

### Standardafvigelse

Risiko kan opfattes på mange måder. I den finansielle verden bliver risiko oftest beskrevet som afvigelser fra det forventede afkast. Jo større afvigelse fra det forventede afkast, man som investor kan opleve, desto større er risikoen.

Et mål for denne risiko er begrebet 'standardafvigelse på afkastet'. Standardafvigelsen på et afkast er et udtryk for afvigelsen i en given periodes afkast i forhold til gennemsnitsafkastet over en længere periode. Jo større afvigelse, desto mere usikker eller risikobetonet er investeringen. Begrænsningen i dette mål er, at beregningen er baseret på historiske afkast, der ikke nødvendigvis siger noget om, hvordan risikoen vil udvikle sig i fremtiden.

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

| Afdeling                | Standardafvigelse | Maks. reg. 12 måneders kursfald | Maksimalt registreret kursfald | CI-risikoskala (1-7) | Risikovurdering |
|-------------------------|-------------------|---------------------------------|--------------------------------|----------------------|-----------------|
| Danske Small Cap aktier | 15,3%             | 58,4%                           | 68,6%                          | 6                    | Høj             |

## Maksimalt registreret kursfald

Mange investorer tænker mest på risiko som risikoen for store tab på deres investeringer. Dette kan opgøres på flere måder. Tabellen sidst i dette afsnit viser det maksimale fald i indre værdi registreret over løbende 12 måneder samt det maksimalt registrerede fald i indre værdi uanset tidsperiode – opgjort for hver enkelt afdeling i foreningen. For afdelinger, der kun har eksisteret i kort tid, er beregningerne suppleret med maksimalt kursfald for benchmark.

Også disse mål er afhængige af historiske data, og fremtidige tab kan derfor risikere at blive større.

## Risikoskalaen i Central Investorinformation

Risikoskalaen i Central Investorinformation (CI) angiver en risikovurdering af en afdeling. Skalaen går fra 1 til 7, hvor 7 angiver den mest risikobetonede investering.

Tabellen sidst i afsnittet viser indplaceringen af foreningens afdelinger på risikoskalaen ultimo 2016. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

## Risikovurdering

Baseret på disse tal og på historiske erfaringer med de enkelte aktivklasser har foreningen desuden angivet en risikovurdering af afdeling Danske Small Cap aktier ud fra foreningens egen risikoskala med kategorierne lav, middel og høj risiko

## Risikofaktorer og risikostyring

Risikoen for afkastudsving i foreningens afdelinger afhænger af en række forskellige risikofaktorer samt af de foranstaltninger, foreningens ledelse har besluttet for at styre risikoen. Risikofaktorerne varierer fra aktivklasse til aktivklasse og fra afdeling til afdeling.

For afdeling Danske Small Cap aktier er følgende risikofaktorer relevante.

### Aktiemarkedsrisiko

Kursudviklingen på aktiemarkedene kan til tider svinge voldsomt, og kursværdien på aktier kan falde meget og hurtigt. Aktiemarkedene kan blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings aktieinvesteringer. Desuden vil markedsmæssige, sektormæssige, nationale, regionale eller generelle økonomiske forhold kunne påvirke værdien af en afdelings investering både positivt og negativt.

Afdeling Danske Small Cap aktier investerer primært i mindre og mellemstore selskaber, der må anses for at udvise større kursudsving end aktier i store danske selskaber.

### Geografisk risiko

Investering i værdipapirer i et begrænset geografisk område eller ét enkelt land giver en særlig risiko. Fx kan de finansielle markeder i det pågældende område eller land blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings investering. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i det enkelte område eller land, fx valuta og renteniveau, påvirke investeringens værdi.

Da investeringsuniverset for afdeling Danske Small Cap Aktier er begrænset til Danmark, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked, idet samme spredning af risikoen på selskaber og brancher ikke kan opnås.

### Likviditetsrisiko

I særlige tilfælde kan lokale, nationale eller globale forhold betyde, at nogle værdipapirer og valutaer kan være svære at købe og/eller sælge. Det kan fx være, fordi der kun er udstedt få værdipapirer af den pågældende slags, så større køb eller salg kan presse markedsprisen på værdipapirer meget enten op eller ned. Det kan i sig selv påvirke værdien af afdelingens investeringer. Det kan i sjældne tilfælde betyde, at afde-

lingen må suspendere indløsning og salg af nye investeringsbeviser i en kortere eller længere periode.

Da afdeling Danske Small Cap aktier investerer i små og mellemstore danske selskaber, må der forventes at være likviditetsrisiko, hvor kurserne kan presses ned ved store indløsninger.

### Modpartsrisiko

Når en afdeling investerer i afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som fx ADR's og GDR's, eller foretager udlån af værdipapirer kan der være en risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser. Det kan betyde et tab for afdelingen.

### Risiko ved investeringsstil

En afdeling, der er afgrænset til at investere i en særlig del af aktie- eller obligationsmarkedet, har en risiko for, at efterspørgslen på de finansielle markeder i perioder flytter væk fra denne særlige del af markedet. I disse perioder kan værdien af afdelingens investeringer falde eller give et lavere afkast end markedet.

Afdeling Danske Small Cap aktier investerer i små og mellemstore selskaber, hvis afkastudvikling kan afvige væsentligt fra afkastudviklingen i aktier for de store, toneangivende selskaber på det danske aktiemarked.

### Risiko på kontantindestående

En afdeling kan have en større eller mindre del af sin formue som kontantindestående eller aftaleindsud i et pengeinstitut, bl.a. i foreningens depotselskab. Det giver afdelingen en risiko for tab, hvis pengeinstituttet går konkurs.

### Udstederspecifik risiko

Et enkelt værdipapir vil kunne svinge mere i værdi end det samlede marked og vil dermed kunne give et afkast, der er meget forskelligt fra markedets. Værdien af det enkelte værdipapir vil bl.a. afhænge af indtjeningen hos udstederen, fx selskabet bag en aktie eller en virksomhedsobligation, som igen kan være påvirket af fx lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige og likviditetsmæssige forhold. Hvis en afdeling investerer en stor procentdel af sin formue i ét enkelt værdipapir, bliver den mere følsom overfor udviklingen hos denne udsteder, og værdien af afdelingen kan variere meget. Hvis udsteder går konkurs, kan afdelingen få et tab.



Udstederspecifik risiko søges i afdeling Danske Small Cap aktier begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på en række selskaber fordelt på mange brancher. Porteføljen i afdelingen er koncentreret, hvorved afdelingen er eksponeret til udviklingen i enkelte selskaber.

Spredningen sker efter de regler, som er påkrævet i lov om investeringsforeninger m.v., dvs. normalt 5% af en afdelings formue i et enkelt selskab, men med undtagelser op til 10%. Overholdelse af placeringsreglerne overvåges løbende af foreningens ledelse.

## Fund Governance

### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsforeninger mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Der er detaljerede myndighedsregler for ledelsen af foreningen. De grundlæggende rammer er fastlagt i lov om investeringsforeninger m.v. Hertil kommer konkrete anvisninger i bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af investeringsforeninger samt vejledninger og anbefalinger fra Finanstilsynet.

Foreningens øverste myndighed er generalforsamlingen, der bl.a. skal vælge en bestyrelse og en revisor for foreningen.

Bestyrelsen har udpeget et investeringsforvaltningsselskab, Nykredit Portefølje Administration A/S, der skal fungere som direktion og lede foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt et depotselskab, Ringkjøbing Landbobank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parters funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

Investeringsfundsbranchen (IFB), der er investeringsfondenes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefalinger til sine medlemmer om Fund Governance samt Best Practice for bestyrelser. Samtidig har Nasdaq Copenhagen A/S besluttet, at de offentligt handlede selskaber skal forholde sig til reglerne for god selskabsledelse på "følg-eller-forklar"-basis. Det er bestyrelsens holdning, at foreningen som udgangspunkt følger IFB's anbefalinger, og at foreningen herudover bør være opmærksom på de til enhver tid gældende Corporate Governance regler for offentligt handlede selskaber.

### Generalforsamling og investorforhold

Foreningens vedtægtsmæssige bindeled til investorerne er generalforsamlingen, som hvert år holder sit ordinære møde inden udgangen af april. Indkaldelse til generalforsamling bliver udsendt i god tid og udformet på en måde, som giver investorerne mulighed for at få indblik i de spørgsmål, der er til behandling på mødet. Materialet vil desuden ligge på foreningens hjemmeside.

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne udover generalforsamlingen er foreningens hjemmeside [bildanmark.dk](http://bildanmark.dk).

## Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af tre medlemmer, der er nærmere beskrevet i afsnittet 'Foreningens bestyrelse'.

Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden. Bestyrelsen lægger især vægt på

- at kontrollere, at foreningens samarbejdspartnere overholder myndighedskrav, aftaler og bestyrelsens beslutninger
- at sikre, at aftaler med foreningens samarbejdspartnere udformes således, at de giver foreningen det bedst mulige forhold mellem ydelse og pris sammenlignet med andre mulige samarbejdspartnere
- at udforme en investeringsstrategi, der er i overensstemmelse med vedtægter og prospekt, og løbende justere den
- at sikre, at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorernes investeringsbehov
- at sikre, at hver afdeling leverer det bedst mulige afkast givet afdelingens investeringsstil og risiko-profil.

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, foreningens depotselskab samt foreningens porteføljeforvalter og distributør.

Bestyrelsen er opmærksom på, at der kan være interessekonflikter mellem foreningen og de selskaber, som foreningen samarbejder med. Foreningen og Nykredit Portefølje Administration A/S har udarbejdet en politik omkring håndtering af interessekonflikter.

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

Hvert år afgår de to bestyrelsesmedlemmer, der har siddet længst i bestyrelsen - regnet fra de pågældendes seneste valg. Bestyrelsen lægger vægt på erfaring ved udførelse af sine kontrolopgaver. Den har derfor ikke fastsat en øvre grænse for, hvor mange valgperioder et bestyrelsesmedlem kan opnå. Foreningens vedtægter har dog sat en aldersgrænse for bestyrelsens medlemmer på 75 år.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af egne kompetencer og samarbejdet i bestyrelsen. Bestyrelsens størrelse og sammensætning i relation til bl.a. erfaring, køn og alder er en del af overvejelserne i denne evaluering.

I stedet for en egentlig direktion har foreningen ansat Nykredit Portefølje Administration A/S som investeringsforvaltningsselskab. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsafkløning i investeringsforvaltningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administrations bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner investeringsforvaltningsselskabet i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens prospekt.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet samt med direktionen heri.

### Forretningsgange

Der er lavet skriftlige forretningsgange på alle områder, der er vigtige for foreningen. Samtidig er der funktionsadskillelse i den daglige drift i investeringsforvaltningsselskabet samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabets direktion.

Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet har udpeget en klageansvarlig for at sikre en hurtig og effektiv behandling af eventuelle klager. Proceduren for en eventuel klage er beskrevet på foreningens hjemmeside bildanmark.dk.

### Delegering og eksterne leverandører af servicenydelser

Foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Porteføljeforvaltning, market maker, investorrådgivning, markedsføring og distribution.

Aftaler om delegering af opgaver er indgået i overensstemmelse med reglerne i §§ 64-66 i lov om investeringsforeninger m.v.

De delegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen i investeringsforvaltningsselskabet. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de uddelegerede opgaver.

### Handel med investeringsbeviser

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og prospekt, der kan hentes via hjemmesiden bildanmark.dk.

Foreningen har via BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. indgået aftaler om betaling af tegningsprovision og markedsføringsbidrag til udvalgte distributører. Se mere om disse aftaler i afsnittet "Væsentlige aftaler". Aftalerne er bl.a. indgået for at sikre en kompetent rådgivning og servicering af investorerne. Aftalerne er desuden indgået, for at foreningen kan være konkurrencedygtig i forhold til at tiltrække nye investorer og dermed øge foreningens størrelse.

Bestyrelsen sikrer gennem aftaler og rapportering fra investeringsforvaltningsselskabet, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringssskik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbeskyttelse og god skik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

### Handel med underliggende værdipapirer

Foreningen har i sin aftale med porteføljeforvalter betinget sig de bedst mulige handelsvilkår for de enkelte handler, såkaldt "best execution". Det betyder, at rådgiver skal sikre de bedst mulige handler med hensyn til bl.a. samtlige omkostninger, afviklingshastighed og sandsynligheden for gennemførelse af handlen.

### Risikostyring og regnskabsafslutning

Foreningens finansielle risici styres inden for rammerne af vedtægter, prospekt og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med investeringsforvaltningsselskab, porteføljeforvalter og depotselskab. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for foreningens afdeling. Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte compliance-oversigter.

Bestyrelsen fører tilsyn med, at investeringsforvaltningsselskabet har den nødvendige it-sikkerhed. Dette sker ved rapporteringer og ved at indhente erklæringer fra revisionen.

Foreningens risikostyring evalueres mindst en gang årligt i forbindelse med forberedelsen af årsrapporten.

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

### **Foreningens aktionærrettigheder**

Gennem investering direkte i aktier eller i andre investeringsforeninger, har foreningen aktionær- eller investorerrettigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller investeringsforeningernes generalforsamlinger. Læs mere om bestyrelsens politik for udøvelse af stemmerettigheder i afsnittet 'Øvrige forhold'.

### **Revisionen**

Hvert år vælger foreningens generalforsamling en revision. Bestyrelsen mødes med revisionen i forbindelse med behandlingen af årsrapporten og den tilhørende revisionserklæring. Derudover tager bestyrelsens formand kontakt til revisionen efter behov. Hidtil har behovet for ikke-revisionsydelser fra revisor været af et så beskedent omfang, at bestyrelsen ikke har fastlagt en overordnet ramme for disse.

## Væsentlige aftaler

Foreningen har indgået aftaler om bl.a. administration, depot og porteføljevaltning.

### Depotselskabsaftale

Foreningen har en depotselskabsaftale med Ringkjøbing Landbobank A/S. Ifølge aftalen skal depotselskabet opbevare og forvalte værdipapirer og likvide midler for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depotselskabet påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling samt et gebyr pr. transaktion. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 0,3 mio. kr. mod 0,1 mio. kr. året før.

### Administrationsaftale

Foreningen har en administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S. Ifølge aftalen skal Nykredit Portefølje Administration A/S varetage de administrative opgaver og den daglige ledelse i foreningen i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., Finanstilsynets bestemmelser, foreningens vedtægter, bestyrelsens anvisninger og de aftaler, foreningen har indgået.

Som led i aftalen betaler foreningen et gebyr, der afhænger af formuen i den enkelte afdeling. Herudover betaler foreningen et gebyr pr. transaktion samt et gebyr ved salg og indløsning. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på hjemmesiden.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til administration 1,3 mio. kr. mod 0,9 mio. kr. året før.

### Aftale om porteføljevaltning

Foreningen har en porteføljevaltningsaftale med BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A.. Ifølge aftalen skal porteføljevalter levere rådgivning, der kan danne grundlag for, at investeringsforvaltningsselskabet kan træffe beslutninger om placering af investorenes midler. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for den enkelte afdeling.

Som led i aftalen betaler foreningen et gebyr, der afhænger af formuen i afdelingen. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til porteføljevalter 5,2 mio. kr. mod 3,8 mio. kr. året før.

### Samarbejdsaftale

Foreningen har en markedsføringsaftale med BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A.. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen og rådgivningen af investorerne samt at servicere både potentielle og eksisterende investorer i foreningen.

Som led i denne aftale betaler foreningen et markedsføringsbidrag og en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele. Se mere om de aktuelle gebyr- satser i foreningens gældende prospekter på foreningens hjemmeside.

Samarbejdsaftalen indeholder en beskrivelse af BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. lovgivningsmæssige forpligtelser i forbindelse med investeringsrådgivning af investorer om foreningens andele.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring 3,2 mio. kr. mod 2,2 mio. kr. året før.

### Revision

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 29 t.kr. mod 30 t.kr. året før.

I 2016 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor udover det, der vedrører den lovpligtige revision.

## Generalforsamling 2017

Foreningens generalforsamling afholdes onsdag den 29. marts 2017.

## Udlodning

For 2016 indstiller indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse den foreløbige udlodning, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2017. Udlodningen i kr. pr. andel for foreningens afdeling Danske Small Cap aktier er angivet i nedenstående tabel.

## Bestyrelsens forslag til udlodning for 2016

| Afdeling                | Udlodning* |
|-------------------------|------------|
| Danske Small Cap aktier | 58,90 kr.  |

\* Udbyttet er udbetalt via VP Securities A/S i januar 2017 som foreløbig udlodning.

Udlodningen er bestemt af skatteregler. Udlodningen er således opgjort på baggrund af realiserede skattemæssige avancer og ikke af årets afkast. For 2016 er der således udloddet et væsentligt større beløb, end hvad årets afkast betinger. Dette skyldtes, at det i 2016 har været nødvendigt at realisere skattemæssige aktieavancer, som har været optjent i tidligere år, men som ikke har været realiseret og udbetalt til foreningens investorer.

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar

Da foreningens investeringsområde er begrænset til investeringer i danske aktier, har foreningens ledelse vurderet, at der i foreningen indtil videre ikke er et behov for en politik vedrørende samfundsansvar.

## Politik vedrørende det underrepræsenterede køn

Foreningens politik er, at begge køn skal være repræsenteret i bestyrelsen med et måltal på 25% for det underrepræsenterede køn. Ved valg af kandidater til bestyrelsen skal der først og fremmest ses på kvalifikationer og derefter køn.

Foreningens politik på området har i 2016 været opfyldt.

## Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Foreningens opgave er at sikre et optimalt afkast af foreningens investeringer. Det er bestyrelsens holdning, at foreningen, i det omfang foreningens stemmeret på en generalforsamling kan være med til at sikre opfyldelsen af dette mål, skal anvende sin mulighed for udøvelse af stemmerettigheder.

I hvilket omfang foreningen vil gøre brug af sine stemmerettigheder, afgøres ud fra en konkret vurdering af, hvorvidt den nødvendige indsats vil kunne bibringe den forventede virkning på afkastet i investeringer.

Foreningen vil i sin stemmeafgivelse støtte virksomheder, som ledes med et formål om at tjene aktionærernes langsigtede interesser.

Foreningen har ikke benyttet stemmeafgivning i 2016.

## Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke er væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier.

## Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier, der kan have påvirket indregningen eller målingen heraf.

## Begivenheder efter regnskabsårets udløb

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

## Øversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

### Bestyrelse

#### Jacob Saxild

Bestyrelsesformand

---

Development Manager

Født 1955, indvalgt i bestyrelsen 2003

---

#### Niels Pram Nielsen

Medlem

---

Fhv. direktør

Født 1946, indvalgt i bestyrelsen 2002

---

Medlem af bestyrelsen for:

A/S De forenede Kaffesurrogat- og Cichoriefabrikker

C.F. Rich & Sønner A/S

---

#### Jette Hassing Ronøe

Medlem

---

Advokat

Født 1949, indvalgt i bestyrelsen 2011

---

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2016 afholdt 7 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2016 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 230 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 110 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 60 t.kr.

Der har i 2016 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

### Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

#### Martin Udbye Madsen

Adm. direktør

---

Medlem af bestyrelsen for InvestIn SICAV

---

#### Tage Fabrin-Brasted

Direktør

---

Medlem af bestyrelsen for Investeringsfondsbranchen

## Forventninger til 2017

Primo 2017 vurderes den globale økonomi at være i bedre stand end længe set. Gennem de seneste måneder af 2016 blev der opbygget et moderat, men synkront opsving i såvel USA, Europa, Japan som Kina hjulpet af en meget lempelig pengepolitik, øget beskæftigelse og stigende råvarepriser.

Den globale økonomiske vækst skønnes at blive øget i 2017 som følge af stigende aktivitet i USA, men også pga. fremgang i en række emerging markets lande. Erhvervstillidsindikatorerne i andre områder peger også i opadgående retning.

År 2017 forventes imidlertid at blive præget af en række forskellige usikkerhedsfaktorer, hvor især politiske forhold vurderes væsentlige for den økonomiske udvikling og for de finansielle markeder.

Det kommende år vil vise, hvilke tiltag den nye amerikanske præsident, Donald Trump, og hans administration vil og kan igangsætte. Under valgkampen blev der luftet adskillige og i nogle tilfælde kontroversielle forslag, der ikke nødvendigvis vil blive fremsat ensidigt på Kongressen i USA.

Trump forventes at igangsætte en ekspansiv finanspolitik med bl.a. skattelettelser. Endvidere ventes igangsæt øgede investeringer i amerikansk infrastruktur med renovering og bygning af veje og broer.

Frygten er imidlertid en eventuel indførelse af en mere restriktiv importpolitik vedrørende varer fra især Kina og Latinamerika. Dette kan igangsætte en besværliggørelse af verdenshandlen og i værste tilfælde eskalere til en egentlig global handelskrig. En sådan udvikling kan skabe megen uro på de globale finansielle markeder det kommende år.

Udover Brexit-forhandlingerne står Europa i 2017 over for parlamentsvalg i Holland og Tyskland samt et præsidentvalg i Frankrig. Derudover kan det ikke udelukkes, at der bliver udskrevet parlamentsvalg i Italien i 1. halvår af 2017 i kølvandet på befolkningens nej til forfatningsændringer ved folkeafstemningen i december 2016. Udfaldet af disse valg kan blive påvirket af den populistiske bølge, der strømmer ind over Europa, med bl.a. øget modstand mod globalisering eller EU som konsekvens. Valgene kan således skabe usikkerhed om den politiske og økonomiske retning, som Europa og de enkelte europæiske lande fremover vil bevæge sig i.

Den økonomiske vækst i Europa skønnes at blive moderat i 2017, hjulpet af lav rente og stigende beskæftigelse. Væksten vurderes at blive hæmmet af fortsat høj statsgæld i Sydeuropa, hvilket vil begrænse mulighederne for øgede finanspolitiske lempelser. Samtidig må der forventes en vis tilbageholdenhed i Storbritannien pga. usikkerheden om resultatet af forhandlingerne om betingelser og vilkår ved Storbritanniens forventede udtræden af EU.

Den økonomiske udvikling i Danmark ventes at vise moderat, men højere vækst end set i 2016. Beskæftigelsen ventes fortsat at stige, hvilket sammen med det positive ejendomsmarked vil øge forbruget yderligere. Dernæst skønnes investeringerne at stige efter at have ligget på et lavt niveau siden finanskrisen. Med et fortsat stort overskud på betalingsbalancens løbende poster og et offentligt budgetunderskud under kontrol ventes bevægelserne på de danske finansielle markeder primært at blive reaktioner på udenlandske forhold og begivenheder.

De stigende priser på olie og andre råstoffer forventes sammen med øget beskæftigelse at hæve stignings-takten for inflation og løn i USA og i mindre grad i Europa, dog uden at blive kritisk. Den amerikanske centralbank forventes som annonceret at hæve styringsrenten minimum to gange i 2017. Risikoen er yderligere stramninger i pengepolitikken, såfremt Trumps finansielle tiltag vurderes for lempelige.

Den Europæiske Centralbank ventes at fastholde sin lempelige pengepolitik med negative rentesatser og obligationstilbagekøb året ud. Vurderingen er, at centralbanken hellere vil risikere inflation end at kvæle det spirende opsving.

I 2017 vurderes de korte markedsrenter i Europa at blive holdt nede af Den Europæiske Centralbanks lave styringsrenter og forlænget opkøbsprogram. I 2. halvår skønnes en moderat rentestigning som reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget efter marts 2018, ligesom de amerikanske renter forventes at stige.

De globale aktiemarkeder ventes i det kommende år at nyde godt af den stigende makroøkonomiske aktivitet, hvor selskaberne efter års indtjeningsstilstand forventes at opnå vækst i 2017 og 2018. De senere års kursstigninger på de globale aktiemarkeder er primært opstået ved højere prisfastsættelse. Værdiansættelsen vurderes nu som værende i den øvre ende, så skuffel-



ser vedrørende indtjeningsvækst eller højere end ventet rentestigninger kan resultere i negative aktiekursbevægelser.

Foreningens ledelse vurderer, at de finansielle markeder i 2017 vil blive præget af fortsat urolige kursbevægelser skabt af forventningsskift, politisk usikkerhed og geopolitiske spændinger. Med en forventning om svagt stigende renter i løbet af året, skønner foreningens ledelse imidlertid, at risikobetonede aktiver som aktier vil frembyde bedre afkastmuligheder end stats- og real-kreditobligationer i 2017.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse et positivt afkast i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier i 2017. Der må imidlertid forventes store kursudsving i løbet af det kommende år.

## Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning skal læses i sammenhæng med årsrapportens øvrige afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen i afdelingen.

### Investeringsområde og profil

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med fokus på udvælgelse af 30-40 aktier. Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for små og mellemstore danske selskaber målt ved afdelingens benchmark, KFMX-indekset.

Afdelingen investerer primært i små og mellemstore danske selskaber, men kan også indtil 30% af formuen investere i selskaber, der indgår i OMXC20-indekset.

Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj. Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 2,64%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 7,02% i samme periode. Afkastet var positivt på niveau med ledelsens forventning primo året, men lavere end benchmark.

Afdelingens afkast relativt til benchmark blev i 2016 påvirket negativt af et særegnet forhold med børsintroduktionen af Dong Energy i juni måned. Aktien kom ind i benchmark med en vægt på over 20%, som afdelingen lovgivningsmæssigt ikke kan have i et enkelt selskab. Afdelingens benchmark har således ikke været repræsentativt for foreningens investeringsunivers i 2016. På den baggrund findes årets afkast acceptabelt.

Investeringsstrategien i afdelingen med køb af udvalgte, undervurderede selskaber har været uændret i 2016. Investeringsretningslinjerne for afdelingen blev justeret i juni, idet bestyrelsen besluttede at øge grænsen for andelen investeret i OMXC20-aktier fra 20% til 30%.

Afdelingen har i 2016 nydt godt af afkastudviklingen i BoConcept, Genmab, NKT og A.P. Møller-Mærsk, mens D/S Norden, IC Group, H+H International og Solar derimod har trukket afkastet ned.

Der har gennem 2016 været lavet flere omlægninger i afdelingens portefølje samt foretaget placering af nye midler i afdelingen. I forbindelse med overtagelsestilbuddet på BoConcept solgtes positionen med stor fortjeneste. I foråret blev der investeret i A.P. Møller-Mærsk og Topdanmark, efter at sidstnævnte aktie var faldet med ca. 25% over tre måneder forinden.

I 1. halvår 2016 blev der frasolgt i en række positioner i den farmaceutiske industri og sundhedssektoren, hvor aktierne i flere af selskaberne havde opnået store kursstigninger over en årrække. Således blev der i afdelingen frasolgt aktier i Genmab, Bavarian Nordic, Zealand Pharma og Össur i 1. halvår. Endvidere blev positionerne i Bang & Olufsen og TDC frasolgt.

Afdelingen deltog i juni ved børsnoteringen af Dong Energy, ligesom afdelingen efter Brexit-afstemningen købte op i Jyske Bank og Sydbank.

Mod slutningen af 2016 blev positionen i Bavarian Nordic øget igen efter et kursfald på ca. 35%. Endvidere blev positionen i Vestas fordoblet efter kursfald i kølvandet på det amerikanske præsidentvalg.

Afdelingens nettoresultat blev på 16,1 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 562,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 330,62 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 58,90 kr. pr. andel svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 15,3% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko samt udstederspecifik risiko. Aktiemarkedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på 30-40 danske selskaber fordelt på flere brancher.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Foreningens ledelse forventer en fremgang i den globale økonomi i 2017. Den Europæiske Centralbank ventes at fastholde en lempelig pengepolitik med lav rente, men der kan komme en stigning i anden halvdel af året.

Aktier skønnes at give positive afkast som følge af en forventning om indtjeningsvækst.

På den baggrund forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive positiv i 2017.

Der vurderes imidlertid at være en række usikkerhedsmomenter, der kan skabe turbulens på de finansielle markeder i det kommende år, hvorfor store kursudsving må forventes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2017" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Nøgletal

|   | 2016    | 2015    | 2014    | 2013    | 2012   |
|---|---------|---------|---------|---------|--------|
| Årets afkast i procent                    | 2,64    | 64,28   | 6,64    | 68,16   | 14,88  |
| Indre værdi pr. andel (i kr.)             | 330,62  | 361,34  | 237,05  | 222,29  | 132,19 |
| Udlodning pr. andel (i kr.)               | 58,90   | 36,50   | 22,00   | 0,00    | 0,00   |
| Omkostningsprocent                        | 2,06    | 2,00    | 2,04    | 2,31    | 2,24   |
| Sharpe ratio                              | 1,67    | 1,37    | 1,08    | 0,40    | -0,19  |
| Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)         | 16.101  | 190.195 | 12.971  | 81.435  | 14.299 |
| Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.) | 562.281 | 518.778 | 297.565 | 243.559 | 95.216 |
| Andele ultimo (i 1.000 stk.)              | 1.701   | 1.435   | 1.256   | 1.095   | 720    |
| Omsætningshastighed                       | 0,43    | 0,33    | 0,29    | 0,41    | 0,16   |
| Tracking error                            | 7,46    | 7,79    | 6,25    | 6,14    | 7,82   |
| Active share                              | 74,80   | 68,83   | -       | -       | -      |

| <b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b> |   | <b>2016</b>    | <b>2015</b>    |
|--------------------------------------|---|----------------|----------------|
| Note                                 | <b>Renter og udbytter</b>                           |                |                |
| 1                                    | Renteudgifter                                       | -121           | -135           |
| 2                                    | Udbytter  | 9.745          | 4.232          |
|                                      | <b>I alt renter og udbytter</b>                     | <b>9.624</b>   | <b>4.097</b>   |
|                                      | <b>Kursgevinster og -tab</b>                        |                |                |
| 3                                    | Kapitalandele                                       | 18.112         | 194.311        |
|                                      | Øvrige aktiver/passiver                             | -              | 1              |
| 4                                    | Handelsomkostninger                                 | -889           | -690           |
|                                      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>                  | <b>17.223</b>  | <b>193.622</b> |
|                                      | <b>I alt indtægter</b>                              | <b>26.847</b>  | <b>197.719</b> |
| 5                                    | <b>Administrationsomkostninger</b>                  | <b>10.656</b>  | <b>7.472</b>   |
|                                      | <b>Resultat før skat</b>                            | <b>16.191</b>  | <b>190.247</b> |
|                                      | <b>Skat</b>   | <b>90</b>      | <b>52</b>      |
|                                      | <b>Årets nettoresultat</b>                          | <b>16.101</b>  | <b>190.195</b> |
|                                      | <b>Overskudsdisponering</b>                         |                |                |
| 6                                    | <i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i> |                |                |
|                                      | Foreslået udlodning til cirkulerende andele         | 100.170        | 52.403         |
|                                      | Overført til udlodning næste år                     | 89             | 77             |
|                                      | <b>Overført til formuen</b>                         | <b>-84.158</b> | <b>137.715</b> |

## Balance i 1.000 kr.

| Note | AKTIVER                                    | 2016           | 2015           |
|------|--|----------------|----------------|
|      | <b>Likvide midler</b>                      |                |                |
|      | Indestående i depotselskab                 | 1.212          | 16.134         |
|      | <b>I alt likvide midler</b>                | <b>1.212</b>   | <b>16.134</b>  |
| 7    | <b>Kapitalandele</b>                       |                |                |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber       | 524.812        | 463.556        |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber  | 40.232         | 34.569         |
|      | <b>I alt kapitalandele</b>                 | <b>565.044</b> | <b>498.125</b> |
|      | <b>Andre aktiver</b>                       |                |                |
|      | Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling | 5.490          | 14.166         |
|      | Aktuelle skatteaktiver                     | 1              | 1              |
|      | <b>I alt andre aktiver</b>                 | <b>5.491</b>   | <b>14.167</b>  |
|      | <b>Aktiver i alt</b>                       | <b>571.747</b> | <b>528.426</b> |
|      | <br><b>PASSIVER</b>                        |                |                |
| 8,9  | <b>Investorerens formue</b>                | <b>562.281</b> | <b>518.778</b> |
|      | <b>Anden gæld</b>                          |                |                |
|      | Skyldige omkostninger                      | 3.226          | 2.474          |
|      | Gæld vedrørende handelsafvikling           | 6.240          | 7.174          |
|      | <b>I alt anden gæld</b>                    | <b>9.466</b>   | <b>9.648</b>   |
|      | <b>Passiver i alt</b>                      | <b>571.747</b> | <b>528.426</b> |
| 10   | <i>Finansielle instrumenter i procent</i>  |                |                |

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 19.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 21.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes under afsnittet "Anvendt regnskabspraksis".

|          |  |                |                |
|----------|--|----------------|----------------|
| <b>1</b> | <b>Renteudgifter</b>   |                |                |
|          | Øvrige renteudgifter   | 121            | 135            |
|          | <b>I alt renteudgifter</b>                                       | <b>121</b>     | <b>135</b>     |
| <b>2</b> | <b>Udbytter</b>  |                |                |
|          | Noterede aktier fra danske selskaber                             | 8.489          | 3.376          |
|          | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                        | 1.256          | 856            |
|          | <b>I alt udbytter</b>  | <b>9.745</b>   | <b>4.232</b>   |
| <b>3</b> | <b>Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>                      |                |                |
|          | Noterede aktier fra danske selskaber                             | 24.351         | 192.757        |
|          | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                        | -6.239         | 1.554          |
|          | <b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>                | <b>18.112</b>  | <b>194.311</b> |
| <b>4</b> | <b>Handelsomkostninger</b>                                       |                |                |
|          | Bruttohandelsomkostninger  | -1.624         | -1.101         |
|          | Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter | 735            | 411            |
|          | <b>I alt handelsomkostninger</b>                                 | <b>-889</b>    | <b>-690</b>    |
| <b>5</b> | <b>Administrationsomkostninger</b>                               |                |                |
|          | Honorar til bestyrelse mv.                                       | 230            | 189            |
|          | Revisionshonorar til revisorer                                   | 29             | 30             |
|          | Markedsføringsomkostninger                                       | 3.197          | 2.224          |
|          | Gebyrer til depotselskab   | 320            | 87             |
|          | Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen                | 5.228          | 3.830          |
|          | Fast administrationshonorar                                      | 1.268          | 945            |
|          | Øvrige omkostninger  | 384            | 167            |
|          | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                         | <b>10.656</b>  | <b>7.472</b>   |
|          |  | <b>2016</b>    | <b>2015</b>    |
| <b>6</b> | <b>Til rådighed for udlodning</b>                                |                |                |
|          | Renter og udbytter   | 9.745          | 4.231          |
|          | Ikke refunderbare udbytteskatter                                 | -90            | -43            |
|          | Kursgevinster og -tab til udlodning                              | 96.496         | 51.821         |
|          | Udlodningsregulering   | 4.688          | 3.830          |
|          | Udlodning overført fra sidste år                                 | 77             | 113            |
|          | <b>Minimumsindkomst</b>  | <b>110.916</b> | <b>59.952</b>  |
|          | Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst       | -10.656        | -7.472         |
|          | <b>I alt til rådighed for udlodning</b>                          | <b>100.260</b> | <b>52.480</b>  |

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

| 7 Kapitalandele  | %             |                |                |
|--|---------------|----------------|----------------|
| Sektorfordeling  |               |                |                |
| Industri   | 56,12         |                |                |
| Sundhedspleje  | 13,64         |                |                |
| Finans   | 10,28         |                |                |
| Konsumentvarer   | 6,85          |                |                |
| Varige forbrugsgoder   | 4,18          |                |                |
| Telekommunikation  | 3,92          |                |                |
| Råvarer  | 3,28          |                |                |
| Energi   | 1,68          |                |                |
| Informationsteknologi  | 0,05          |                |                |
|  | <b>100,00</b> |                |                |
| <p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 og pr. 31.12.2015 kan findes på hjemmesiden bildanmark.dk.<br/>           Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p> |               |                |                |
|  |               | <b>2016</b>    | <b>2015</b>    |
| <b>8 Investorerens formue</b>  |               |                |                |
| Investorerens formue primo   |               | 518.778        | 297.566        |
| Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12  |               | -30.855        | -27.616        |
| Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger   |               | -14.978        | 2.634          |
| Emissioner i året  |               | 260.031        | 139.390        |
| Indløsninger i året  |               | -186.796       | -83.391        |
| Foreslået udlodning til cirkulerende andele  |               | 100.170        | 52.403         |
| Overført til udlodning næste år  |               | 89             | 77             |
| Overført fra resultatopgørelsen  |               | -84.158        | 137.715        |
| <b>I alt investorerens formue</b>  |               | <b>562.281</b> | <b>518.778</b> |
| <b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>  |               |                |                |
| Cirkulerende andele primo  |               | 1.435          | 1.256          |
| Emissioner i året  |               | 649            | 393            |
| Indløsninger i året  |               | -383           | -214           |
| <b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>  |               | <b>1.701</b>   | <b>1.435</b>   |
| <b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>   |               |                |                |
| Børsnoterede finansielle instrumenter  |               | 97,22          | 92,57          |
| Øvrige finansielle instrumenter  |               | 0,21           | 3,00           |
| <b>I alt</b>   |               | <b>97,43</b>   | <b>95,57</b>   |
| Andre aktiver/Anden gæld   |               | 2,57           | 4,43           |
| <b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>  |               | <b>100,00</b>  | <b>100,00</b>  |

## Generelt

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

## Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal med totaler, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren.

## Resultatopgørelsen

### Renter

Renteindtægter omfatter renter på og kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter.

### Udbytter

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

### Udbytteskat

Tilbageholdt udbytteskat, som ikke kan refunderes, fratrækkes i posten "Skat".

### Kursgevinster og -tab

Såvel realiserede som urealiserede kursavancer og -tab indgår i resultatopgørelsen. Realiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt aktivet er erhvervet i regnskabsåret. Urealiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt aktivet er erhvervet i regnskabsåret.

### Handelsomkostninger

De samlede direkte handelsomkostninger består af kurtago og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread. Opgørelsen sker ved at summere kurtago og omkostninger, der sammentælles ifølge de enkelte handelsnotaer.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres til medlemmernes formue.

### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger indregnes i takt med, at de afholdes.

### Udlodning

I udloddende afdelinger udloddes de for regnskabsåret udlodningspligtige beløb efter fradrag af omkostninger i henhold til skattelovgivningen. I hovedtræk består det udlodningspligtige beløb dels af rente- og udbytteindtægter, dels af realiserede kursgevinster på værdipapirer mv. og valutakonti med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive afdelingers resultat til udlodning, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner/indløsninger.

### Balancen

Kapitalandele måles ved første indregning til dagsværdi på handelsdagen og herefter løbende til dagsværdi. Likvide midler opgøres til den nominelle værdi.

### Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af aktuelle skatteaktiver bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet samt tilgodehavender vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede salg af finansielle instrumenter samt emissioner før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorerne formue.

### Netto emissions- og indløsningsindtægter

Nettoemissionsindtægter består af tillæg til emissionskursen med fradrag af udgifter i forbindelse med emissionen. Nettoindløsningsindtægter består af fradrag i indløsningskursen efter modregning af udgifter i forbindelse med indløsningen. Nettoemissions- og indløsningsindtægter er overført til investorerne formue ultimo regnskabsåret.



### Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi og består af skyldige omkostninger og gæld vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede køb af finansielle instrumenter samt indløsninger før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

### Omregning af fremmed valuta

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler, andre aktiver og anden gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som 16.00 GMT valutakursen. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

### Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v. samt retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen. I årsrapporten indgår følgende nøgletal:

#### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året med korrektion for evt. udlodning til investorerne i året.

#### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorerne formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

#### Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

#### Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i året.

### Sharpe ratio

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

### Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden opgøres som gennemsnittet af de i regnskabsåret foretagne køb og salg af værdipapirer justeret for emissioner, indløsninger og udbetalte udlodninger, sat i forhold til den gennemsnitlige formue, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i året.

### Tracking Error

Tracking Error er et mål for variation i forskellen på afkastet mellem afdelingen og dens benchmark. Nøgletallet beregnes for en periode på de seneste 3 år, dog kun hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder.

### Active Share

Active Share er et udtryk for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark på et bestemt tidspunkt, som her er pr. statusdagen.

Investeringsforeningen BIL Danmark  
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Telefon 44 55 92 00  
Fax 44 55 91 40

CVR nr. 21 35 35 31

[bildanmark.dk](http://bildanmark.dk)

**Investeringsforeningen BIL Danmark**  
**Danske Small Cap aktier**

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2016

| Papirnavn  | Kurs<br>31-12-2016 | Markedsværdi (1000 DKK)<br>31-12-2016 | Kurs<br>31-12-2015 | Markedsværdi (1000 DKK)<br>31-12-2015 |
|--|--------------------|---------------------------------------|--------------------|---------------------------------------|
| <b>Kapitalandele</b>                                     |                    |                                       |                    |                                       |
| <b>DKK 100,00 pr. 31-12-2016 (100,00 pr. 31-12-2015)</b> |                    |                                       |                    |                                       |
| ALK-ABELLO A/S   | 920,00             | 23.288                                | 876,00             | 6.713                                 |
| ALM. BRAND A/S   | 54,00              | 26.370                                | 48,40              | 23.635                                |
| AP MOLLER-MAERSK A/S-B                                   | 11.270,00          | 46.320                                |                    |                                       |
| BANG & OLUFSEN A/S                                       | 80,00              | 5.609                                 | 82,50              | 38.195                                |
| BANKNORDIK P/F   | 135,50             | 16.952                                | 127,50             | 15.951                                |
| BAVARIAN NORDIC A/S                                      | 249,00             | 46.936                                | 357,50             | 19.880                                |
| BOCONCEPT HOLDING A/S-B                                  |                    |                                       | 447,00             | 50.840                                |
| BRODRENE HARTMANN A/S                                    |                    |                                       | 271,00             | 101                                   |
| CARLSBERG AS-B   | 609,50             | 1.829                                 |                    |                                       |
| CEMAT A/S  | 0,32               | 263                                   |                    |                                       |
| D/S NORDEN   | 110,50             | 26.520                                | 122,10             | 12.210                                |
| DFDS A/S   | 322,60             | 20.045                                | 267,00             | 18.726                                |
| FLSMIDTH & CO A/S  | 293,00             | 5.860                                 |                    |                                       |
| G4S PLC  | 20,31              | 13.967                                | 23,24              | 15.982                                |
| GENMAB A/S   | 1.173,00           | 4.692                                 | 917,50             | 27.525                                |
| GN STORE NORD A/S  | 146,30             | 751                                   | 125,30             | 17                                    |
| H+H INTERNATIONAL A/S-B                                  | 75,50              | 17.993                                | 86,50              | 21.711                                |
| HARBOES BRYGGERI AS-B                                    | 139,00             | 20.850                                | 112,50             | 17.498                                |
| HOJGAARD HLDG 'A'  |                    |                                       | 385,00             | 13.475                                |
| HOJGAARD HLDG-B SHARES                                   | 224,00             | 17.383                                |                    |                                       |
| IC GROUP A/S   | 148,00             | 13.485                                | 252,00             | 22.961                                |
| JYSKE BANK-REG   | 336,70             | 7.744                                 |                    |                                       |
| MONBERG & THORSEN A/S-B SHS                              | 230,00             | 7.102                                 | 440,00             | 15.905                                |
| NKT HOLDING A/S  | 498,90             | 40.411                                | 356,90             | 22.737                                |
| NORTH MEDIA AS   | 13,20              | 4.073                                 | 14,10              | 4.351                                 |
| OSSUR HF   |                    |                                       | 23,70              | 2.637                                 |
| PER AARSLEFF HOLDING A/S                                 | 176,00             | 27.896                                |                    |                                       |
| RIAS A/S- B SHARES                                       | 423,00             | 2.206                                 | 425,00             | 2.216                                 |
| ROCKWOOL INTL A/S-A SHS                                  |                    |                                       | 948,50             | 3.130                                 |
| ROCKWOOL INTL A/S-B SHS                                  | 1.246,00           | 24.172                                | 969,00             | 8.333                                 |
| ROYAL UNIBREW  | 272,60             | 14.374                                | 280,10             | 3.566                                 |
| SANTA FE GROUP A/S                                       | 56,00              | 17.742                                | 65,50              | 17.210                                |
| SOLAR A/S-B SHS  | 361,00             | 18.736                                | 434,00             | 22.525                                |
| SP GROUP A/S   |                    |                                       | 373,50             | 365                                   |
| SPAR NORD BANK A/S                                       |                    |                                       | 61,00              | 6.100                                 |
| SYDBANK A/S  | 219,20             | 8.191                                 | 221,80             | 14.499                                |
| TDC A/S  | 36,26              | 21.756                                | 34,39              | 12.690                                |
| TK DEVELOPMENT   | 9,45               | 9.530                                 | 7,95               | 2.949                                 |
| TOPSIL SEMICONDUCTOR MATERIA                             |                    |                                       | 0,28               | 172                                   |
| TORM A/S   |                    |                                       | 97,50              | 14.300                                |
| TORM PLC   | 63,50              | 9.313                                 |                    |                                       |
| VESTAS WIND SYSTEMS A/S                                  | 459,00             | 42.687                                | 483,80             | 31.447                                |
| ZEALAND PHARMA A/S                                       |                    |                                       | 151,50             | 7.575                                 |
| <b>Kapitalandele i alt</b>                               |                    | <b>565.044</b>                        |                    | <b>498.125</b>                        |