

**Investeringsforeningen
BIL Nordic Invest**

Årsrapport
2015

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	6
<i>Årsrapporten 2015 i hovedtræk.....</i>	<i>6</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2015.....</i>	<i>7</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2015.....</i>	<i>10</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdeling.....</i>	<i>13</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>16</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>19</i>
<i>Generalforsamling 2016.....</i>	<i>20</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>20</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>21</i>
<i>Forventninger til 2016.....</i>	<i>22</i>
Årsregnskab.....	23
<i>Danske Small Cap aktier.....</i>	<i>23</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>27</i>

Nærværende årsrapport for 2015 for Investeringsforeningen BIL Nordic Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio februar 2016. 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 Nordic Invest blev stiftet den 7. oktober 1998. Ultimo 2015 omfattede foreningen en afdeling:

Danske Small Cap aktier

Investeringsforeningen BIL Nordic Invest
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00
Fax: 44 55 91 70
CVR nr: 21 35 35 31
Finanstilsynets reg.nr.: 11.108
Hjemmeside: bilnordicinvest.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 International à Luxembourg S.A.

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen BIL Nordic Invest.

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 2015.

Foreningens ledelsesberetning 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 11. februar 2016

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Jim Isager Larsen

Tage Fabrin-Brasted

Bestyrelse

Jacob Saxild
Formand

Niels Pram Nielsen

Jette Hassing Ronøe

Til investorerne i Investeringsforeningen BIL Nordic Invest

Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen BIL Nordic Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015, der omfatter resultatopgørelse, balance, noter og anvendt regnskabspraksis for 1 afdeling. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, som er relevant for foreningens udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst ledelsesberetningen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet.

Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København, den 11. februar 2016

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk
Statsautoriseret revisor

Årsrapporten 2015 i hovedtræk

- Foreningen havde med det positive danske aktiemarked og den rette portefølje et meget godt år i 2015. Foreningens afdeling Danske Small Cap aktier leverede et afkast på 64,3% i 2015, hvilket var væsentligt højere end ledelsens forventning primo året og næsten 23 procentpoint bedre end afdelingens benchmark. Foreningens ledelse finder afkastet meget tilfredsstillende.
- Foreningens porteføljeforvalter, Peter Nyborg Moltke, blev af Jyllands-Posten/Dansk Aktie Analyse kåret som årets porteføljemanager 2015 på baggrund af det enestående afkast i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier.
- Foreningens formue var 519 mio. kr. ultimo 2015 mod 298 mio. kr. ultimo 2014.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 190,2 mio. kr. i 2015 mod 13,0 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 7,5 mio. kr. i 2015 mod 6,5 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 2,00% i 2015 mod 2,04% året før.
- Foreningens økonomiske omgivelser i 2015 blev atter præget af en skuffende udvikling i den globale økonomiske vækst. USA og Europa leverede moderat fremgang, mens der var stilstand i Japan. Kina og de øvrige emerging markets lande oplevede en nedgang i vækstraten forårsaget af omstillingen i den kinesiske økonomi, hvor efterspørgslen efter råvarer blev reduceret. Lav inflation og fortsatte pengepolitiske lempelser medførte endnu et år med lave renter, selvom den amerikanske centralbank hævede styringsrenten mod slutningen af 2015.
- Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2016, om end bedre end i 2015. Væksten forventes primært drevet af USA og Europa, hvorimod Japan, Kina og udviklingslandene fortsat ventes at skulle kæmpe med økonomiske udfordringer i 2016.
- I 2016 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 derimod at fastholde en lav rente samt fortsat foretage kvantitative lempelser for at sikre fremgang i beskæftigelsen og den økonomiske vækst samt for at undgå deflation.
- Med en forventning om moderat vækst i den globale økonomi, lavt rente- og inflationsniveau samt en konkurrencedygtig kronekurs skønnes danske virksomheder at kunne generere indtjeningsvækst i 2016. Det kommende år vurderes imidlertid at blive vanskeligt på det danske aktiemarked. Nervøsiteten for væksten i Kina og yderligere olieprisfald har primo 2016 skabt store kursfald, hvorfor negative afkast på danske aktier ikke kan udelukkes for hele året.
- På den baggrund, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse i bedste fald et beskedent afkast i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier i 2016. Væsentlige afkastudsving må forventes i afdelingen, og negativt afkast for året kan ikke udelukkes.

Udviklingen i foreningen i 2015

Afdeling Danske Small Cap aktier

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 investere indtil 20% af formuen 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.

Afkastudviklingen i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 64,28%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 41,46% i samme periode. Afkastet er væsentligt højere end ledelsens forventning primo året og næsten 23 procentpoint bedre end benchmark. Afkastet findes meget tilfredsstillende, især set i lyset af de placeringsgrænser der gælder for investeringsforeninger.

Afkastudviklingen i 2015 placerede afdelingen som bedste afdeling med danske aktier og samtidig som bedste afdeling i Morningstars univers af samtlige afdelinger i alle aktivklasser i 2015.

Med dette enestående resultat blev foreningens porteføljeforvalter, Peter Nyborg Moltke, kåret som årets porteføljemanager 2015 af Jyllands-Posten/Dansk Aktie Analyse A/S ultimo december 2015.

Årets afkast i afdelingen kan tilskrives den generelt positive kursudvikling for selskaberne på det danske aktiemarked samt en særlig solid udvikling i en række selskaber, som indgår med en betydende andel i afdelingen. Især aktiekursen i Genmab, Vestas, BoConcept Holding, DFDS, H+H International, Bang & Olufsen, IC Group udviklede sig særligt positivt i 2015, hvor flere af dem mere end fordobledes.

Gennem 2015 blev der foretaget lidt flere omlægninger end normalt. Den kraftige kursstigning i Genmab og Vestas bevirkede, at foreningens porteføljeforvalter valgte at tage noget af gevinsten hjem og samtidig reducere risikoen mod disse selskaber. I stedet blev eksponeringen i BoConcept Holding og Bang & Olufsen øget, ligesom der blev suppleret i Bavarian Nordic, Solar Holding og IC Group gennem året.

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 69% ultimo 2015. Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. Tracking Error over de sidste tre år udgjorde 7,8% ved udgangen af 2015. De to nøgletal er defineret i afsnittet om nøgletal på side 28.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdeling Danske Small Cap aktier er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2015'.

Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2015 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 190,2 mio. kr. mod 13,0 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 519 mio. kr. ved udgangen af året mod 298 mio. kr. ved starten af året.

Stigningen i formuen kan tilskrives såvel kursstigning som emissionsaktivitet i afdeling Danske Small Cap aktier i 2015.

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 2015'.

Omkostninger i 2015

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 7,5 mio. kr. mod 6,5 mio. kr. året før. I 2015 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 2,00% mod 2,04% 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 er vist i tabellen 'Omkostninger'.

Ledelsens afkastfokus

Foreningens ledelse arbejder løbende med afkastmål i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier og opfølgning herpå. Der er opstillet mål for afkastudviklingen relativt til benchmark samt relativt til konkurrerende investeringsfonde i markedet.

Konklusionen af dette arbejde i 2015 var, at afkastudviklingen i foreningens afdeling fandtes meget tilfredsstillende.

Fokus på volumen

Ledelsens andet fokuspunkt i året var tiltag, der kunne øge foreningens volumen. Samarbejder og markedsføringstiltag har været drøftet og søgt gennemført, foreløbigt med en vis succes sidst på året. Den samlede emissionsaktivitet udgjorde 56 mio. kr. i 2015, hvilket imidlertid var lavere end ledelsens forventning for året.

Foreningens ledelse og samarbejdspartnere vil fortsætte arbejdet med at øge foreningens volumen i 2016.

Afkastudviklingen i 2015

Afdeling	Afkast 2015	Benchmarkafkast 2015
Danske Small Cap aktier	64,3%	41,5%

Resultat og formue i 2015

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Danske Small Cap aktier	190,2	518,8	361,34

Omkostninger

Afdeling	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014	Omk.procent 2013
Danske Small Cap aktier	2,00	2,04	2,31

ÅOP

Afdeling	ÅOP 2015	ÅOP 2014	ÅOP 2013
Danske Small Cap aktier	2,42	2,36	2,80

De økonomiske omgivelser i 2015

Skuffende fremgang i den globale økonomi

Den globale økonomi fortsatte i 2015 den gradvise bedring, men væksten blev lavere end ventet. Væksten i de udviklede økonomier har som helhed skuffet i perioden siden den finansielle krise i 2008, idet høj gæld og oprydning i den finansielle sektor har hæmmet den økonomiske aktivitet. Dette gjorde sig til dels også gældende i 2015.

Behovet for tilpasning ramte emerging markets landene inklusive Kina i 2015, hvilket dæmpede verdenshandlen, råvarepriserne samt ikke mindst vækstraterne i disse økonomier. Med den lave oliepris endte Rusland og Brasilien i recession i det forgangne år.

Moderat opsving i USA

Den amerikanske økonomi fik en overraskende svag start på 2015, hvor både en kold vinter og de lave oliepriser bidrog til, at den økonomiske vækst blev lavere end ventet. De negative effekter af den lave oliepris på investeringerne overskyggede de positive effekter af olieprisfaldet på forbruget.

Den amerikanske økonomi viste derefter bedre takter. Beskæftigelsen og reallønnen viste solid fremgang, og detailsalget steg som følge heraf, ligesom aktiviteten på det amerikanske boligmarked voksede sammen med de stigende boligpriser.

Trods underliggende god fremgang i den amerikanske økonomi oplevedes en vis opbremsning i 2. halvår. Den stærke dollar samt svage afsætningsmuligheder i udviklingslandene skabte sammen med faldende investeringer i olieindustrien lidt modvind i den amerikanske industrisektor. Denne opbremsning mod slutningen af året bevirkede, at der opstod usikkerhed om styrken af opsvinget i USA.

Fremgang i Euroområdet

Euroområdets opsving fik i 2015 stadig mere bredde og tyngde, hvor der var økonomisk fremgang i næsten alle lande. Fremgangen kunne bl.a. tilskrives faldet i oliepriserne, Den Europæiske Centralbanks pengepolitiske lempelser samt svækkelsen af euroen. Den primære kilde til væksten var privatforbruget drevet af stigende beskæftigelse og et opsparet behov for forbrug efter mange år med smalhals. Forbrugerne er således blevet omdrejningspunktet i det spæde europæiske opsving, men holdbarheden heraf vil afhænge af, om virksomhederne for alvor begynder at investere.

De finansielle og monetære forhold i Europa blev gennem 2015 forbedret. Faldet i udlånet til virksomhederne ophørte, og såvel bankernes udlånsforventninger som virksomhedernes vurderinger af kreditmulighederne blev mere optimistiske.

Stigende antal flygtninge fra Mellemøsten og terroraktioner i Europa afstedkom beslutninger om forøgelsen af de offentlige udgifter i en række centrale europæiske lande, hvilket bidrog til den økonomiske vækst i 2015. Især Tyskland og Frankrig øgede udgifterne, som for alvor forventes at stige i 2016.

Faldende vækstrate i kinesisk økonomi

Omstillingen af den kinesiske økonomi fra eksport og investeringer til øget indenlandsk privatforbrug viste i 2015 svaghedstegn. Investeringsvæksten aftog mærkbart, og fremgangen i det private forbrug kunne ikke fuldt opveje det. Den økonomiske vækst i Kina forventes at kunne holde sig på 6-7% i 2015, hvilket afspejler et lavere niveau i forhold til de foregående år. Den økonomiske vækst blev hjulpet med pengepolitisk indgriben ad flere omgange gennem året, hvor den kinesiske centralbank sænkede styringsrenten og selektivt reducerede bankernes reservekrav.

Kinesisk industri var præget af betydelig overkapacitet i en række sektorer, og manglende indenlandsk efterspørgsel betød, at producentpriserne faldt gennem året. Selv i sektorer, hvor kinesiske producenter er globalt ledende, øgedes priskonkurrencen med prisfald til følge. Denne eksport af deflation forventes at være med til globalt at holde inflationen nede.

Faldet i Kinas vækst vurderes kun at have begrænset betydning for de avancerede økonomier via direkte handelsrelationer, men effekten kan blive mærkbar, hvis nedgangen medfører global uro på de finansielle markeder.

Behersket fremgang i Danmark

Dansk økonomi viste i 2015 en behersket fremgang, som blev lavere end ventet tidligere på året. En opbremsning i 2. halvår bevirkede, at vækstraten forventes at blive under 1½%, hvilket er på niveau med 2014. Årsagen til den lidt skuffende udvikling var en tydelig nedgang i nettoeksporten, samt at fremgangen i investeringerne aftog.

Væksten i dansk økonomi blev drevet af fremgangen i det danske privatforbrug. En af drivkræfterne bag det øgede privatforbrug har været stigningen i beskæfti-

gelsen i alle landsdele, herunder især hovedstadsområdet.

Det økonomiske opsving tegner til at blive forholdsvis svagt, da der fortsat er mange danskere, der har stor gæld i forhold til deres formue. Samtidig har der over de seneste år været en tendens til, at virksomhederne har øget de direkte investeringer i udlandet frem for i Danmark. Dette har bevirket, at investeringerne kun bidrog begrænset til den økonomiske vækst i Danmark i 2015.

Faldende råvarepriser

Omstillingen i den kinesiske økonomi betød i 2015 en reduceret stigning af Kinas import af råstoffer. Dette reducerede væksten i den globale efterspørgsel efter råstoffer og lagde et nedadgående pres på råvarepriserne og dermed inflationen.

Fortsat lempelig pengepolitik

De ledende centralbanker verden over agerede forskelligt via deres pengepolitik i 2015.

Den Europæiske Centralbank (ECB) påbegyndte i 1. kvartal et opkøbsprogram. Med et månedligt opkøb af obligationer for 60 mia. euro frem til september 2016 er det et program af hidtil uset størrelse. Hensigten med programmet er at sætte gang i den økonomiske vækst i EU, modvirke de deflationære tendenser og nå den langsigtede inflationsmålsætning på 2% p.a.

Igangsættelsen af obligationsopkøbene pressede renterne ned i Europa i 1. kvartal, hvilket samtidig medførte en svækkelse af euroen i 2015.

En afledt effekt af ECBs kvantitative lempelse blev en tilstrømning af likviditet til sikre økonomier med valuta bundet til euroen, i første omgang Schweiz. Dette igangsatte en spekulation om revaluering af den schweiziske franc. Da presset blev for stort, valgte den schweiziske nationalbank at opgive fastkurspolitikken overfor euroen og lod schweizerfrancen stige med over 20% indenfor få timer i januar 2015.

Efter denne styrkelse af den schweiziske franc rettede interessen sig mod den danske krone. Internationale spekulanter håbede på og danske pensionskasser m.v. frygtede en tilsvarende opskrivning af den danske krone med det resultat, at valutareserverne voksede u hensigtsmæssigt meget. Danmarks Nationalbank reagerede ved at sænke renten på indskudsbeviser ad flere gange til -0,75%. Selvom Danmarks Nationalbank har haft et ønske om at normalisere den danske pen-

gepolitik, holdt den negative rente på 0,75% året ud. Efter årsskiftet har Danmarks Nationalbank hævet renten på indskudsbeviser til -0,65%.

Primo december nedsatte Den Europæiske Centralbank styringsrenten fra -0,20% til -0,30% samt meddelte, at opkøbsprogrammet blev forlænget et halvt år til marts 2017 med uændret opkøbsbeløb pr. måned.

Den amerikanske centralbank afventede udviklingen i den amerikanske økonomi, og den foretog ingen justeringer i den førte pengepolitik frem til medio december. Her ændredes styringsrenten for første gang siden ultimo 2008 med et signal om, at yderligere små og forsigtige renteforhøjelser skulle ventes i det kommende år.

Styrkelse af dollaren

Forskellen i den økonomiske udvikling i USA og Europa betød på valutamarkedet en styrkelse af den amerikanske dollar overfor euroen og den danske krone i 2015. Således steg dollaren med 12% i løbet af 2015 efter at være steget med 13% i 2014.

Lave afkast på obligationsmarkederne

Ved indgangen til 2015 var forventningen, at renterne på de internationale obligationsmarkeder havde nået bundniveauet og langsomt var på vej op som følge af det forventede opsving i USA.

I 1. halvår 2015 kom der store udsving i obligationsrenterne. Den Europæiske Centralbanks kvantitative lempelser medførte sammen med deflationsfrygt uventet faldende renter på de globale obligationsmarkeder, og renten på korte og mellemlange statsobligationer blev negativ i mange nordeuropæiske lande. Tro på økonomisk opsving og øget inflation i Europa fik renten på statsobligationer til at stige kraftigt i perioden ultimo april til juli, hvorefter renterne stabiliserede sig i 2. halvår af 2015. De korte amerikanske renter steg i 4. kvartal i forventning om en forhøjelse af den amerikanske centralbanks styringsrente.

Over året steg den 10-årige rente på statsobligationer i USA begrænset fra 2,2% til 2,3%. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer steg ligeledes behersket fra 0,5% til 0,6% ultimo året, men havde været lavere end 0,1% i april måned. Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation steg fra 0,6% til lige over 1,0% i 2015, mens renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation faldt fra -0,1% til -0,4%.

Det danske obligationsmarked blev i 2015 påvirket af spekulatjonen mod den danske krone samt af udviklingen i det internationale renteniveau. I 2015 faldt den 2-årige danske statsrente fra lige under 0,0% til -0,3%, men havde været nede i -1,0% i februar måned. Den 10-årige danske statsrente steg fra 0,8% til 1,0%, men var på 0,1% i februar, da spekulatjonen mod den danske krone var på sit højeste.

Positive afkast på de globale aktiemarkeder

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 10,7% i 2015, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 12,4%, 8,5% og 22,3% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var derimod negativ i 2015, idet MSCI Emerging Markets Free indekset faldt med 5,0%.

For danske investorer så afkastudviklingen på globale aktier således positiv ud. Men de globale aktiemarkeder gav alene begrænsede afkast i 2015, hvis man som dansk investor ser bort fra valutakurseffekterne. Svækkelsen af euro og dermed også danske kroner i 2015 overfor amerikanske dollar, japanske yen og engelske pund bidrog positivt til afkastet af globale aktier med over 10 procentpoint målt i danske kroner. Målt i lokalvaluta gav MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan således et afkast på henholdsvis 0,7%, 8,2% og 9,9%.

Markedsudviklingen var således pauvert i USA, mens markederne i Europa og Japan udviklede sig mere positivt. Udviklingen afspejlede, at indtjeningen blandt amerikanske selskaber blev presset af den stigende dollar i 2014 og 2015.

Positiv udvikling på det danske aktiemarked

Det danske aktiemarked udviklede sig i 2015 endnu en gang mere positivt end de fleste andre aktiemarkeder. Det danske aktiemarked målt ved OMXCCapGI-indekset steg med 30,8% i 2015. Afkastudviklingen for mindre og mellemstore danske selskaber var højere, idet KFMX-indekset steg 41,5% i samme periode.

Udover lav rente sikrede stærk markedsposition og indtjeningsvækst i en række børsnoterede danske selskaber, at det danske aktiemarked gav et højt afkast i 2015. Især selskaber indenfor sundhedssektoren som Genmab, Lundbeck og Novo Nordisk steg markant i 2015, men også selskaber som Simcorp, Vestas og Pandora bidrog til den positive kursudvikling på det danske aktiemarked. Omvendt faldt TDC, A.P. Møller – Mærsk og FLSmidth & Co. væsentligt i 2015. De to sidstnævnte selskaber blev bl.a. ramt af nedgangen i verdenshandlen samt af de faldende råvarepriser.

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 afkastet 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	15,1%	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 2015. 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 afdeling 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.

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 markeds- eller 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 markeds- 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 afdelingen 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 GRD'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 aftaleindskud 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 investeringsforvaltningselskab, 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 OMX 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 bilnordicinvest.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 prospekter, og løbende justere den
- at sikre, at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorernes investeringsbehov
- at sikre, at foreningens afdeling leverer det bedst mulige afkast givet afdelingens investeringsstil og risikoprofil.

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, foreningens depotselskab samt foreningens porteføljeformaler 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 Administration A/S's 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 bilnordicinvest.dk.

Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

Foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: porteføljeforvaltning, market maker, investorrådgivning og 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 bilnordicinvest.dk.

Foreningen har via BIL Danmark, filial af Banque International à Luxembourg S.A. indgået aftaler om betaling af tegningsprovision og løbende 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 markedsføringsskik, 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 depot-selskab. 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 investorrättigheder. 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 porteføljeforvaltning.

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 2015 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 0,1 mio. kr. mod 0,3 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 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration 0,9 mio. kr. mod 0,8 mio. kr. året før.

Aftale om porteføljeforvaltning

Foreningen har en aftale om investeringsrådgivning med BIL Danmark, filial af Banque International à Luxembourg S.A. Ifølge aftalen skal rådgiver levere rådgivning, der kan danne grundlag for, at investeringsforvaltningsselskabet kan træffe beslutninger om placering af investorernes 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 den enkelte afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til porteføljeforvalter 3,8 mio. kr. mod 3,2 mio. kr. året før.

Samarbejdsaftale

Foreningen har en markedsføringsaftale med Nykredit Bank A/S. 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 gebyrsatser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring 2,2 mio. kr. mod 1,8 mio. kr. året før.

Revision

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 30 t.kr. mod 65 t.kr. året før.

I 2015 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor udover det, der vedrører den lovpligtige revision.

Generalforsamling 2016

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 12. april 2016.

Udlodning

For 2015 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse, at udlodningen i kr. pr. andel for afdeling Danske Small Cap aktier bliver som vist i tabellen herunder.

Bestyrelsens forslag til udlodning for 2015

Afdeling	Udlodning*
Danske Small Cap aktier	36,50 kr.

* Udbytte bliver udbetalt via VP Securities A/S efter generalforsamlingen.

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 2015 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 bringe den forventede virkning på afkastet i investeringen.

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

Foreningen har ikke benyttet stemmeafgivning i 2015.

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

Primo 2016 har det danske aktiemarked været præget af megen uro med kraftige kursfald til følge. Dette har negativt påvirket afkastet i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier.

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

Forhold vedrørende ledelsen

Direktionen

Nykredit Portefølje Administration A/S
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

Adm. direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige ledelseshverv:
Ingen.

Direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige ledelseshverv:
Bestyrelsesformand i Investeringsfundsbranchen

Foreningens bestyrelse

Jacob Saxild, formand
Kratmosevej 51A, 2950 Vedbæk

Født: 1955
Indvalgt i bestyrelsen: 2003

Øvrige ledelseshverv: Ingen.

Niels Pram Nielsen
Slagelsevej 85, 4450 Jyderup

Født: 1946
Indvalgt i bestyrelsen: 2002

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i A/S De forenede Kaffesurrogat- og Cichoriefabrikker og C.F. Rich & Sønner A/S.

Jette Hassing Ronøe
Carl Th. Zahlesgade 10, 2300 København S

Født: 1949
Indvalgt i bestyrelsen: 2011

Øvrige ledelseshverv: Ingen.

Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2015 afholdt 7 ordinære møder.

Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2015 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 190 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 90 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 50 t.kr.

Der har i 2015 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

Forventninger til 2016

Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2016. USA og euroområdet vurderes til at gå en moderat vækst i møde, hvorimod Kina og emerging markets landene i øvrigt forventes at skulle kæmpe med en afdæmpning af de økonomiske vækstrater i 2016.

USA forventes fortsat at trække den økonomiske vækst i verden i 2016. Fremgangen i økonomien skønnes at være kommet ind i et mere modent stadie og vurderes at blive på niveau med de foregående to år.

I Europa ventes forøgede økonomiske vækstrater i 2016. Flere lande vurderes at kunne høste gevinster fra de gennemførte strukturreformer, ligesom den lave oliepris og den lempelige pengepolitik ventes at hjælpe til. Det vurderes tillige, at privatforbruget bliver en drivkraft som følge af stigende beskæftigelse og reallønsfremgang. Tilstrømningen af flygtninge til Europa skønnes at øge boliginvesteringerne og de offentlige udgifter, ligesom øgede franske udgifter til militær og national sikkerhed vil gavne den økonomiske vækst i 2016.

I Danmark ventes den økonomiske vækst at blive moderat i 2016. Privatforbruget vil blive den primære årsag til væksten, hvilket skal ses i sammenhæng med en fornuftig reallønsfremgang, en stigning i beskæftigelsen samt det meget lave renteniveau. Samtidig er der ikke tegn på, at husholdningernes stigende friværddi vil blive omsat til forbrug, da der fortsat er fokus på gældsnedbringelse og opsparing. Derudover vurderes kronens svækkelse at bidrage positivt til væksten, da det forventes at gavne eksportmulighederne udenfor euroområdet – herunder særligt USA.

Omstillingen af den kinesiske økonomi fra eksport og investeringer til øget indenlandsk privatforbrug ventes at fortsætte i 2016 og årene derefter. Omstillingen kan imidlertid vise sig vanskelig.

Den moderate økonomiske vækst på globalt plan ventes ikke at skabe et løn- eller prispres. Tværtimod forventes de lave råvarepriser og herunder især den lave oliepris at skabe perioder med fortsat lav inflation eller direkte faldende priser i 2016.

Den økonomiske udvikling og de finansielle markeder vil i 2016 være omgærdet af geopolitiske risici. Situationen mellem Rusland og Ukraine, konflikten i Syrien

og konflikten mellem Saudi Arabien og Iran kan give spændinger og nervøsitet i 2016.

Den amerikanske centralbank forventes at fortsætte med den moderate stramning af pengepolitikken, som blev indledt i december 2015. Den amerikanske centralbank forventes at forhøje styringsrenten ad tre gange af et kvart procentpoint i løbet af 2016. Stramningen skal ses som et skridt i normaliseringen af den amerikanske pengepolitik. Den Europæiske Centralbanks pengepolitik vil derimod forblive lempelig i 2016. Efter den seneste rentenedsættelse primo december 2015 forventes ikke yderligere rentenedsættelser eller forøgelse af opkøbsprogrammet i det kommende år. Danmarks Nationalbank vurderes selvstændigt at ville hæve styringsrenten i 2016.

I 2016 vurderes de korte markedsrenter i Europa at blive holdt nede af den lave styringsrente og den Europæiske Centralbanks forlængede opkøbsprogram. Mod slutningen af året forventes der en moderat rentestigning som reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget efter marts 2017. Den korte rente vil dog stadig vurderes til at være lav. De lange renter kan derimod udvise en svag stigning som følge af opsvinget i USA.

Afkastpotentialet i aktier afhænger af udviklingen i prisfastsættelsen på aktiemarkedene og af selskabernes evne til at skabe indtjeningsvækst. De seneste par år har de globale aktier oplevet kraftige kursstigninger, uden at indtjeningen har fulgt med i samme grad.

Med udsigt til moderat makroøkonomisk vækst, lavt rente- og inflationsniveau samt en konkurrencedygtig kronkurs skønnes danske virksomheder at kunne generere indtjeningsvækst i 2016. Aktiemarkedet ventes imidlertid at blive vanskeligt og med store kursudsving i 2016. Nervøsitet for væksten i Kina og yderligere olieprisfald har skabt store kursfald primo 2016, hvorfor negative afkast på danske aktier ikke kan udelukkes for hele året.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse i bedste fald et beskedent afkast i foreningens afdeling Danske Small Cap aktier i 2016. Dette skal ses i lyset af de markante stigninger, som det danske aktiemarked har oplevet i de senere år. Væsentlige afkastudsving må forventes i afdelingen, og negativt afkast i 2016 kan ikke udelukkes.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	-	2
	Renteudgifter	-135	-
2	Udbytter	4.232	5.002
	I alt renter og udbytter	4.097	5.004
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	194.311	15.015
	Øvrige aktiver/passiver	1	-1
4	Handelsomkostninger	-690	-446
	I alt kursgevinster og -tab	193.622	14.568
	I alt indtægter	197.719	19.572
5	Administrationsomkostninger	7.472	6.495
	Resultat før skat	190.247	13.077
	Skat	52	106
	Årets nettoresultat	190.195	12.971
	Overskudsdisponering		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	52.403	27.616
	Overført til udlodning næste år	77	113
	Overført til formuen	137.715	-14.758

Balance pr. 31. december i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	16.134	8.496
	I alt likvide midler	16.134	8.496
7	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	463.556	253.063
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	34.569	38.238
	I alt kapitalandele	498.125	291.301
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	14.166	-
	Aktuelle skatteaktiver	1	4
	I alt andre aktiver	14.167	4
	Aktiver i alt	528.426	299.801
	 PASSIVER		
8,9	Medlemmernes formue	518.778	297.566
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	2.474	1.764
	Gæld vedrørende handelsafvikling	7.174	471
	I alt anden gæld	9.648	2.235
	Passiver i alt	528.426	299.801
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Nøgletal

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	64,28	6,64	68,16	14,88	-21,08
Indre værdi pr. andel	361,34	237,05	222,29	132,19	115,07
Udlodning pr. andel	36,50	22,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	2,00	2,04	2,31	2,24	2,27
Sharpe ratio	1,37	1,08	0,40	-0,19	-0,35
Årets nettoresultat	190.195	12.971	81.435	14.299	-28.555
Medlemmernes formue ultimo	518.778	297.566	243.559	95.216	100.294
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.435	1.256	1.095	720	872
Omsætningshastighed	0,33	0,29	0,41	0,16	0,27
Tracking Error	7,79	6,25	6,14	7,82	10,19
Active Share	68,83	-	-	-	-

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".

	2015	2014
1 Renteindtægter		
Indestående i depotselskab	-	2
I alt renteindtægter	-	2
2 Udbytter		
Noterede aktier fra danske selskaber	3.376	4.410
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	856	592
I alt udbytter	4.232	5.002
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele		
Noterede aktier fra danske selskaber	192.757	22.669
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.554	-2.106
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	-	-5.548
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	194.311	15.015
4 Handelsomkostninger		
Bruttohandelsomkostninger	-1.101	-797
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	411	351
I alt handelsomkostninger	-690	-446
5 Administrationsomkostninger		
Honorar til bestyrelse mv.	189	191
Revisionshonorar til revisorer	30	65
Markedsføringsomkostninger	2.224	1.750
Gebyrer til depotselskab	87	275
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.830	3.224
Fast administrationshonorar	945	825
Øvrige omkostninger	167	165
I alt administrationsomkostninger	7.472	6.495

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2015	2014
6 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	4.231	5.003
Ikke refunderbare udbytteskatter	-43	-20
Kursgevinster og -tab til udlodning	51.821	29.967
Udlodningsregulering	3.830	-726
Udlodning overført fra sidste år	113	-
Minimumsindkomst	59.952	34.224
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-7.472	-6.494
I alt til rådighed for udlodning	52.480	27.730
7 Kapitalandele	%	
Sektorfordeling		
Industri	34,99	
Varige forbrugsgoder	24,21	
Finans	13,93	
Sundhedspleje	12,73	
Råvarer	4,59	
Konsumentvarer	4,17	
Energi	2,83	
Telekommunikation	2,51	
Informationsteknologi	0,04	
	100,00	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden bilnordicinvest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
8 Medlemmernes formue	2015	2014
Medlemmernes formue primo	297.566	243.559
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-27.616	-
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	2.634	-
Emissioner i året	139.390	90.610
Indløsninger i året	-83.391	-49.789
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	-	215
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	52.403	27.616
Overført til udlodning næste år	77	113
Overført fra resultatopgørelsen	137.715	-14.758
I alt medlemmernes formue	518.778	297.566
9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	1.256	1.095
Emissioner i året	393	372
Indløsninger i året	-214	-211
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	1.435	1.256
10 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92,57	96,45
Øvrige finansielle instrumenter	3,00	2,81
I alt	95,57	99,26
Andre aktiver/Anden gæld	4,43	0,74
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

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

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

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

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

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.

De samlede direkte handelsomkostninger består af kurtage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread. Opgørelsen sker ved at summere kurtager 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 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 måles til dagsværdi og består af aktuelle skatteaktiver bestående af refunderbar udbytte-skat 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 investorenes formue.

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 investorenes formue ultimo regnskabsåret.

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 Investeringsfundsbranchen. 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.

Værdipapiromsætning

I værdipapiromsætningen indgår handel i forbindelse med emissioner og indløsninger samt almindelig porteføljepleje.

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. Nøgletallet er ikke beregnet for tidligere år.

Investeringsforeningen BIL Nordic Invest
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S
Otto Mønstedes Plads 9
1780 København V

Telefon 44 55 92 00
Fax 44 55 91 70

CVR nr. 21 35 35 31

bilnordicinvest.dk

INV.FORE. BIL NORDIC INVEST
DANSKE SMALL CAP AKTIER

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2015

Papirnavn	Kurs 31-12-2015	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2015	Kurs 31-12-2014	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2014
Kapitalandele				
DKK 100,00 pr. 31-12-2015 (100,00 pr. 31-12-2014)				
ALK-ABELLO A/S	876,00	6.713	651,00	4.989
ALM. BRAND A/S	48,40	23.635	32,70	20.873
AURIGA INDUSTRIES-B			307,50	23.092
BANG & OLUFSEN A/S	82,50	38.195	36,10	11.713
BANKNORDIK P/F	127,50	15.951	104,50	5.225
BAVARIAN NORDIC A/S	357,50	19.880	197,50	120
BOCONCEPT HOLDING A/S-B	447,00	50.840	70,00	1.225
BRODRENE HARTMANN A/S	271,00	101	173,00	929
D/S NORDEN	122,10	12.210	131,40	7.227
DANTHERM A/S			9,15	641
DFDS A/S	267,00	18.726	591,00	14.436
DLH A/S			2,68	647
DSV A/S			188,20	243
G4S PLC	23,24	15.982	26,10	17.949
GENMAB A/S	917,50	27.525	360,30	17.655
GN STORE NORD A/S	125,30	17	134,80	4.466
H+H INTERNATIONAL A/S-B	86,50	21.711	35,30	8.486
HARBOES BRYGGERI AS-B	112,50	17.498	82,50	13.245
HOJGAARD HLDG 'A'	385,00	13.475	207,00	7.245
IC GROUP A/S	252,00	22.961	142,00	11.447
JYSKE BANK-REG			312,80	3.910
MATAS A/S			141,00	7.635
MONBERG & THORSEN A/S-B SHS	440,00	15.905	260,00	9.398
NKT HOLDING A/S	356,90	22.737	331,50	13.826
NORTH MEDIA AS	14,10	4.351	18,20	5.616
OSSUR HF	23,70	2.637	17,70	11.704
P/F ATLANTIC PETROLEUM			42,00	3.360
PANDORA A/S			504,50	807
PER AARSLEFF A/S-CL B			1.158,00	4.815
RIAS A/S- B SHARES	425,00	2.216	519,00	2.706
ROBLON A/S-B			282,00	49
ROCKWOOL INTL A/S-A SHS	948,50	3.130		
ROCKWOOL INTL A/S-B SHS	969,00	8.333		
ROYAL UNIBREW	280,10	3.566		
SANTA FE GROUP A/S	65,50	17.210	52,00	2.908
SOLAR A/S-B SHS	434,00	22.525	289,50	7.788
SP GROUP A/S	373,50	365	219,50	215
SPAR NORD BANK A/S	61,00	6.100	58,00	5.800
SYDBANK A/S	221,80	14.499	190,20	70
TDC A/S	34,39	12.690		
TK DEVELOPMENT	7,95	2.949	8,00	1.368
TOPSIL SEMICONDUCTOR MATERIA	0,28	172	0,41	3.094
TORM A/S	97,50	14.300		
TRYG A/S			689,00	2.756
VESTAS WIND SYSTEMS A/S	483,80	31.447	226,50	25.595
ZEALAND PHARMA A/S	151,50	7.575		
Kapitalandele i alt		498.125		285.272