

Investeringsforeningen BIL Danmark

Årsrapport
2019

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Udviklingen i foreningen i 2019.....</i>	<i>9</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2019.....</i>	<i>13</i>
<i>Markedsudviklingen i 2019.....</i>	<i>15</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>17</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>21</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>24</i>
<i>Generalforsamling 2020.....</i>	<i>25</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>25</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</i>	<i>26</i>
<i>Forventninger til 2020.....</i>	<i>27</i>
Årsregnskaber.....	28
<i>Danske Small Cap aktier KL - under afvikling.....</i>	<i>28</i>
<i>Danske Small Cap aktier KL A.....</i>	<i>35</i>
<i>Danske Small Cap aktier KL W.....</i>	<i>37</i>
<i>Selection Lav Akk. KL.....</i>	<i>39</i>
<i>Selection Middel Akk. KL.....</i>	<i>45</i>
<i>Selection Høj Akk. KL.....</i>	<i>51</i>
<i>Selection Aktier Akk. KL.....</i>	<i>57</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>63</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>63</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>66</i>

Nærværende årsrapport for 2019 for Investeringsforeningen BIL Danmark indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde primo februar 2020. 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 2019 omfattede foreningen fem afdelinger. Afdeling Danske Small Cap aktier KL har to andelsklasser:

Danske Small Cap aktier KL - under afvikling
 Danske Small Cap aktier KL A
 Danske Small Cap aktier KL W
Selection Lav Akk. KL
Selection Middel Akk. KL
Selection Høj Akk. KL
Selection Aktier Akk. KL

Investeringsforeningen BIL Danmark
Kalvebod Brygge 1 - 3
1780 København V

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

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Bestyrelse

Jacob Saxild (formand)
Thomas Hartwig
Jette H. Ronøe

Depotselskab

Nykredit Bank A/S

Revision

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

Investeringsrådgiver

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

Finanskalender 2020

10. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2019
31. marts Ordinær generalforsamling 2020
17. august Halvårsmeddelelse 2020

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2019 for Investeringsforeningen BIL Danmark.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2019.

Foreningens ledelsesberetning herunder de enkelte afdelingsberetninger indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen og de respektive afdelinger kan blive påvirket af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 10. februar 2020

Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

Bestyrelse

Jacob Saxild
Formand

Thomas Hartwig

Jette H. Ronøe

Til investorerne i Investeringsforeningen BIL Danmark

Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen BIL Danmark for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2019 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

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

Uafhængighed

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 øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav.

Efter vores bedste overbevisning er der ikke udført forbudte ikke-revisionsydelser som omhandlet i artikel 5, stk.1, i forordning (EU) nr. 537/2014.

Valg af revisor

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen BIL Danmark den 29. marts 2017 for regnskabsåret 2017. Vi er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 3 år frem til og med regnskabsåret 2019.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2019. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

Vi har opfyldt vores ansvar som beskrevet i afsnittet "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne", herunder i relation til nedennævnte centrale forhold ved revisionen. Vores revision har omfattet udformning og udførelse af revisionshandlinger som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne. Resultatet af vores revisionshandlinger, herunder de revisionshandlinger vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om årsregnskaberne som helhed.

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

Værdiansættelse af afdelingernes investeringer i aktier og investeringsforeningsandele (samlet benævnt "finansielle instrumenter") til dagsværdi udgør det væsentligste element i opgørelsen af afdelingernes afkast og formue.

Vi anser, at der i relation til værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter generelt ikke er knyttet betydelige risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne, idet afdelingernes finansielle instrumenter hovedsageligt består af likvide noterede finansielle instrumenter, for hvilke der findes en noteret kurs på et aktivt marked, og kun i begrænset omfang af mindre likvide noterede- og unoterede finansielle instrumenter, hvor dagsværdien fastlægges ved hjælp af anerkendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn.

Som følge af instrumenternes væsentlige betydning for afdelingernes samlede afkast og formue, vurderes værdiansættelsen af afdelingernes finansielle instrumenter at være det mest centrale forhold ved revisionen.

Vores revisionshandlinger rettet mod værdiansættelsen af finansielle instrumenter i de enkelte afdelinger har blandt andet omfattet:

- Test af registreringssystemer, forretningsgange og interne kontroller, herunder it- og systembaserede kontroller, som understøtter værdiansættelsen af finansielle instrumenter.
- Stikprøvevis kontrol af afstemninger af finansielle instrumenter til oplysninger fra depotbanken samt stikprøvevis kontrol af instrumenternes værdiansættelse ved sammenholdelse med uafhængige priskilder.
- Vurdering og stikprøvevis kontrol af anvendte værdiansættelsesteknikker og ledelsesmæssige skøn ved fastsættelsen af dagsværdien af mindre likvide noterede og unoterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt "ledelsesberetningerne".

Vores konklusion om årsregnskaberne omfatter ikke ledelsesberetningerne, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

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

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om investeringsforeninger m.v.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskaberne 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 regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskaberne.

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 årsregnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger 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 revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af afdelingernes 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 årsregnskaberne 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 afdelingernes 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 årsregnskaberne eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at afdelingerne ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskaberne, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskaberne afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af årsregnskaberne 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 2020
ERNST & YOUNG
Godkendt Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen
statsaut. revisor
mne16615

Rasmus Berntsen
statsaut. revisor
mne35461

Årsrapporten 2019 i hovedtræk

- For foreningen blev 2019 et overgangsårsår, hvor ledelsen tog skridt til at afvikle de to afdelinger med danske small cap aktier og oprette en afdeling med globale aktier og tre nye afdelinger med balancerede porteføljer af globale aktier og obligationer.
- Foreningens afdeling Danske Small Cap aktier opnåede i 2019 et afkast på ca. 4%. Dette afkast var ca. 22 procentpoint lavere end afdelingens benchmark. De fire nye afdelinger, som blev igangsat i ultimo oktober, kom godt fra start og gav afkast på ca. 1-3% i 2019.
- Foreningens formue var 936 mio. kr. ultimo 2019 mod 296 mio. kr. ultimo 2018.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 16,4 mio. kr. i 2019 mod -101,5 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 6,1 mio. kr. i 2019 mod 7,9 mio. kr. året før.
- Verdensøkonomien blev i 2019 præget af usikkerhed. Fra starten af året var der udbredt bekymring for handelskonflikten mellem USA og Kina, uvished om det endelige udfald af Brexit, nervøsitet for stigende centralbankrenter samt frygt for en eventuel recession. En kovending i de toneangivende centralbankers pengepolitik i løbet af året skabte en modvægt mod den geopolitiske usikkerhed og mod forventningen om en snarlig recession i den globale økonomi.
- Prognosen for den makroøkonomiske udvikling i 2020 tegner et billede af en global økonomi med vækstrater, der ventes at blive lavere end i de foregående år. Den amerikanske økonomi forventes at opretholde en relativ høj vækst i 2020, hjulpet af fortsat høj beskæftigelse og øget eksport til Kina. Begyndende kapacitetsbegrænsninger kan mod slutningen af året dæmpe den økonomiske udvikling. I Kina ventes effekten af handelskrigen at dæmpe væksten, men lempelser i pengepolitikken skønnes at genvinde momentum i den økonomiske vækst. I Europa forventes alene en begrænset økonomisk vækst, der bl.a. kan blive negativt påvirket af Brexit.
- I USA forventes lønstigningstakten at stige i 2020 som følge af, at økonomien ventes at lægge et vist pres på et i forvejen stramt arbejdsmarked. I Europa skønnes lønstigningstakten og inflationen alene at stige behersket i det kommende år.
- Centralbankerne ventes i 2020 at fastholde en lempelige pengepolitik med lavere styringsrenter og opkøb af obligationer. Forventningen til udviklingen på obligationsmarkederne er, at markedsrenterne ventes at forblive på et lavt niveau gennem 2020. Der må derfor forventes beskedne afkast på obligationer i 2020.
- Aktiemarkederne ventes at blive positivt påvirket af den lempelige pengepolitik og de lave renter, investorerne kan opnå i obligationsmarkederne. Den globale indtjeningsvækst ventes at blive moderat forbedret i 2020 efter det seneste års negativ udvikling. Værdiansættelsen af aktiemarkederne er dog blevet mere udfordrende efter de kraftige kursstigninger i 2019, hvor alene højere værdiansættelsesmultipler løftede kurserne. På den baggrund forventes en moderat afkastudvikling på aktier i 2020.
- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse et beskedent positivt afkast i foreningens obligationstunge afdeling og moderat positive afkast i de mere aktietunge afdelinger i 2020. Væsentlige afkastudsving i foreningens afdelinger må forventes, og negative afkast kan ikke udelukkes.

Udviklingen i foreningen i 2019

Skift i foreningens investeringsområde

Foreningen har gennem mange år fokuseret på afdelinger med investeringer i små og mellestore danske selskaber. Foreningen opnåede stor succes hermed og skabte gode afkast til foreningens investorer i en lang årrække.

I 2019 ændredes foreningens investeringsområde. Efter en pauvre udvikling i valuesegmentet for danske små og mellemstore selskaber de seneste par år blev det besluttet at igangsætte en afvikling af foreningens to afdelinger med danske aktier.

Afdeling Danske Small Cap aktier Akk. blev besluttet afviklet på en ekstraordinær generalforsamling den 10. oktober. Afdelingen blev efter Finanstilsynets godkendelse endeligt afviklet i december 2019.

Afdeling Danske Small Cap aktier blev besluttet afviklet på en ekstraordinær generalforsamling den 3. januar 2020, og forventes endeligt afviklet efter den ordinære generalforsamling den 31. marts 2020.

Bestyrelsen besluttede i stedet for de danske aktieafdelinger at oprette fire nye afdelinger i august 2019. Tre af afdelingerne investerer i blandede porteføljer af globale aktier og obligationer med forskellig risikoniveau, mens den fjerde afdeling har fokus på investering i globale aktier. Afdelingerne blev igangsat i ultimo oktober 2019.

Afkastudviklingen i 2019

Foreningens afdeling med danske aktier blev til en vis grad påvirket af den positive stemning på det danske aktiemarked i 2019, men selskabsspecifikke forhold bevirkede, at afkastet blev væsentligt lavere end sammenligningsgrundlaget i det forgangne år.

Afkastet i afdeling Danske Small Cap aktier KL A blev på 3,6% i 2019. Afkastet i KL W blev 4,2%.

Sammenlignet med afdelingens benchmark gav afdelingen et afkast, der var ca. 22 procentpoint lavere i 2019. Foreningens ledelse finder denne afkastudvikling utilfredsstillende.

De nye afdelinger gav positive afkast i perioden 29. oktober til 31. december 2019. Afdeling Selection Lav Akk. gav et afkast på 0,9%, afdeling Selection Middel Akk. gav et afkast på 1,7%, mens afdeling Selection Høj Akk. gav et afkast på 2,4%. Afdeling Aktier Akk.

opnåede et afkast på 3,0%. De nye afdelingers afkast blev præget af den positive stemning, der var på de globale aktiemarkeder i de seneste måneder af 2019. Bestyrelsen finder udviklingen i de nye afdelinger tilfredsstillende.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2019'.

Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2019 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 16 mio. kr. mod -101,5 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 936 mio. kr. ved udgangen af året mod 296 mio. kr. ved starten af året.

Tilvæksten i formuen kan primært tilskrives igangsætningen af de fire nye afdelinger i oktober 2019. Formuen i de fire afdelinger udgjorde 838 mio. kr. ultimo året.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2019'.

De enkelte afdelingers investeringsområde, profil og risici er beskrevet i de respektive afdelingsberetninger, der er en integreret del af denne ledelsesberetning.

Omkostninger i 2019

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 6,1 mio. kr. mod 7,9 mio. kr. 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 de enkelte afdelinger i foreningen er vist i tabellen 'Omkostningsprocenter'.

Ændring i ledelsen

I forbindelse med den ekstraordinære generalforsamling den 10. oktober 2019 besluttede Niels Pram Nielsen at træde ud af bestyrelsen. I stedet blev indvalgt Thomas Hartwig som nyt bestyrelsesmedlem.

Skift af depotbank

I forbindelse med skift i fokusområdet for foreningens investeringer besluttede bestyrelsen at skifte depotselskab fra Ringkjøbing Landbobank til Nykredit Bank. Efter godkendelse af Finanstilsynet blev ændringen effektueret den 17. oktober 2019.

Afkastudviklingen i 2019

Afdeling og andelsklasse	Afkast 2019	Benchmarkafkast 2019
Danske Small Cap aktier KL A	3,6%	25,4%
Danske Small Cap aktier KL W	4,2%	25,4%
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	0,9%	-%
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	1,7%	-%
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	2,4%	-%
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	3,0%	-%

Note: 1) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Resultat og formue i 2019

Afdeling og andelsklasse	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Danske Small Cap aktier KL A	4,3	97,7	198,71
Danske Small Cap aktier KL W	1,2	-	201,25
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	1,1	203,7	100,87
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	5,8	427,3	101,71
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	1,8	99,8	102,37
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	2,2	107,4	103,01

Note: 1) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Omkostningsprocenter

Afdeling og andelsklasse	Omk.procent	Omk.procent	Omk.procent
	2019	2018	2017
Danske Small Cap aktier KL A	2,49	2,01	1,93
Danske Small Cap aktier KL W	1,60	1,42	0,46
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	0,18	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	0,21	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	0,29	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	0,32	-	-

Note: 1) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

ÅOP i årsrapporten

Afdeling og andelsklasse	ÅOP	IHO*	ÅOP	IHO*	ÅOP
	2019	2019	2018	2018	2017
Danske Small Cap aktier KL A	2,44	(+0,07)	2,39	(+0,07)	2,45
Danske Small Cap aktier KL W	1,67	(+0,07)	1,64	(+0,07)	1,69
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	0,90	(+0,01)	-	(+0,00)	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	1,31	(+0,01)	-	(+0,00)	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	1,38	(+0,01)	-	(+0,00)	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	1,41	(+0,01)	-	(+0,00)	-

Note: 1) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

*IHO er indirekte handelsomkostninger.

De økonomiske omgivelser i 2019

Usikre omgivelser

Verdensøkonomien blev i 2019 præget af usikkerhed. Fra starten af året var der udbredt bekymring for handelskonflikten mellem USA og Kina, uvished om det endelige udfald af Brexit, nervøsitet for stigende centralbankrenter samt frygt for en eventuel recession. Gennem året viste de ledende tillidsindikatorer da også en faldende tendens, der dog rettede sig i fjerde kvartal. En kovending i de toneangivende centralbankers pengepolitik i løbet af året skabte en modvægt mod den geopolitiske usikkerhed og mod forventningen om en snarlig recession i den globale økonomi.

Afdæmpet økonomisk fremgang

Den globale økonomi blev præget af en opbremsning i 2019, hvor vækstraten i investeringer og international handel viste en aftagende tendens, især i Europa og Kina. De ledende indikatorer for erhvervstilliden blev samtidig svækket, ligesom vækstforventningerne blev nedjusteret for 2019 og 2020.

I Europa blev specielt Tyskland påvirket af økonomisk afmatning, idet industriproduktionen, og herunder især den betydelige tyske bilindustri, blev ramt af tilbagegang. Udviklingen i Italien var heller ikke opmuntrende i 2019, hvorimod Frankrig og Spanien fortsat oplevede en relativ høj økonomisk vækstrate.

Beskæftigelsen i de fleste økonomier viste imidlertid fortsat fremgang, hvilket sammen med reallønsvæksten understøttede det private forbrug på globalt plan. Mange regeringer havde begrænset økonomisk råderum til at føre en ekspansiv finanspolitik på grund af høj gæld, men Kina søgte målrettet at øge den økonomiske vækst ved at gennemføre skattelettelser og fremrykke infrastrukturinvesteringer i 2019 for at modvirke effekten af den amerikansk-kinesiske handelskrig.

Mod slutningen af året begyndte de ledende økonomiske indikatorer at stabilisere sig på et lavt niveau.

Handelskonflikten mellem USA og Kina

Handelsspændingerne mellem USA og Kina startede i 2018, men nedtonedes primo året, idet parterne enedes om at udskyde en række toldtarifstigninger ind til afslutningen af en forhandlingsrunde i foråret. Da parterne ikke kunne nå til enighed, optrappedes handelskrigen yderligere, idet præsident Trump i maj pålagde forhøjet told på en større gruppe kinesiske varer. Samtidig indførte præsident Trump handelsrestriktioner på samhandlen mellem amerikanske virksomheder og

den kinesiske teknologigigant, Huawei. På G20-mødet i juni blev optrapningen indtil videre opblødt med henblik på at fremme en forhandlingsløsning.

Forhandlingerne mellem USA og Kina forløb trægt over sommeren, og præsident Trump meddelte i august, at USA ville indføre en yderligere skærpelse af toldsatserne og udvidede antallet af omfattede varegrupper. Mod slutningen af året og inden implementering af de senest annoncerede toldforhøjelser indikerede parterne, at de var nået til enighed om hovedpunkterne i en Fase 1 aftale. De finansielle markeder reagerede positivt herpå.

Handelsspændingerne mellem USA og Kina påvirkede den økonomiske aktivitet i 2019, idet amerikanske tarifforhøjelser og de kinesiske modsvar indført i 2018 og 1. halvår 2019 begyndte at få en negativ virkning, især for industrisektoren. Præsident Trumps udfald mod Mexico, Indien og EU påvirkede ligeledes erhvervstilliden negativt og var hæmmede for erhvervsinvesteringerne på globalt plan.

Geopolitiske spændinger omkring Iran

Gennem det meste af 2019 var der geopolitisk uro omkring Iran med sanktioner fra USA's side, angreb på tankskibe i Hormuz-strædet og droneangreb på vitale olieanlæg i Saudi-Arabien, som Iran beskyldtes for at stå bag.

Spændingerne var med til at give uro på oliemarkedet, og olieprisen viste gennem 2019 en stigende tendens, dog mest i årets første kvartal.

Primo 2020 eskalerede spændingerne, idet USA med et droneangreb dræbte den indflydelsesrige, iranske general Qassem Soleimani ved Bagdad i Irak. Episoden kan give anledning til ny uro i det kommende år.

Kaotisk udvikling omkring Brexit

For Europa udviklede situationen vedrørende Brexit sig kaotisk i foråret 2019, og en ny deadline for Storbritanniens endelige udmeldelse af EU blev fastsat til udgangen af oktober måned. Premierminister May måtte opgive at samle et flertal i det engelske parlament for en ny udtrædelsesaftale med EU og tog konsekvensen ved at trække sig som premierminister og formand for det konservative parti i Storbritannien.

Som ny premierminister overtog Boris Johnson opgaven med at samle et flertal i det engelske parlament for en udtrædelsesaftale med EU. Udviklingen over sensommeren og efteråret blev ikke mindre kaotisk. Først efter endnu en udskydelse af fristen for Storbritanniens udtræden af EU til udgangen af januar og et engelsk parlamentsvalg i december lykkedes det for Boris Johnson at skabe et flertal i Underhuset for at igangsætte udtrædelsen.

Betingelserne for udtrædelsen af EU mangler på en række områder og skal forhandles på plads i en overgangsperiode udløbende ultimo 2020 med en mulig forlængelse på ind til to år. Da ikke alle forhold er på plads, vil Brexit således fortsat kunne skabe usikkerhed i de kommende år.

Kovending i pengepolitikken

Ved indgangen til 2019 var forventningen, at de ledende centralbanker ville fortsætte med at normalisere pengepolitikken med rentestigninger og ophør af obligationskøb til følge.

Den økonomiske udvikling og øgede usikkerhed i 1. halvår medførte et skift i de udmeldte signaler om pengepolitikken fra de ledende centralbanker. Uroen på aktiemarkederne mod slutningen af 2018 bevirkede sammen med en stabil inflation, at den amerikanske centralbank skiftede holdning til yderligere rentestigning i begyndelsen af 2019. I marts indikerede den amerikanske centralbank, at uændret styringsrente gennem resten af 2019 fandtes passende. Samtidigt meddelte centralbanken, at hastigheden i nedbringelsen af beholdningen af amerikanske statsobligationer ville blive sat ned i perioden maj til september, hvorefter centralbankens beholdning af obligationer ville blive holdt konstant.

Medio året ændredes signalerne igen, og den amerikanske centralbank gennemførte en såkaldt "midtcyklisk" justering og nedsatte styringsrenten tre gange over efteråret for at modvirke negative konsekvenser af handelskrigen med Kina. Samtidig påbegyndte den amerikanske centralbank igen med opkøb af obligationer for at presse markedsrenterne ned.

Den Europæiske Centralbank (ECB) ændrede også signaler i løbet af første halvår 2019. ECB ophørte som planlagt med at tilbagekøbe obligationer i markedet primo 2019. I marts annoncerede ECB to tiltag med det sigte at holde de lange renter lave. For det første ville ECB fastholde og reinvestere de obligationer, som var opkøbt i tidligere tilbagekøbsprogrammer, og for det andet ville ECB lancere endnu et låneprogram til euro-

pæiske banker. Samtidig gjorde ECB det klart, at styringsrenten ikke ville blive hævet før i 2020.

Efterfølgende i september lempede ECB yderligere sin pengepolitik, hvor centralbankens indlånsrente blev reduceret fra -0,4% til -0,5%, og obligationstilbagekøb i markedet blev genindført på ubestemt tid. For at modvirke nogle af ulemperne ved de negative renter indførte ECB en ny ordning, hvor banker i EU-landene for en del af deres overskydende likviditet blev fritaget for negative renter i centralbanken. Sidstnævnte tiltag illustrerede, at ECB er ved at nå grænsen for effektiv pengepolitik, og den afgående præsident for ECB, Mario Draghi, opfordrede i en afskedssalut regeringerne i EU til at overveje en mere lempelig finanspolitik for at sikre væksten fremover.

Højkonjunktur i Danmark

Danmark har længe været inde i et solidt opsving, og den økonomiske udvikling viste da også en relativ høj vækst i 2019. Beskæftigelsen var stigende og arbejdsløsheden lav, hvilket sammen med konverteringerne af realkreditlån understøttede væksten i privatforbruget i 2019. Dernæst bidrog stigende eksport positivt til den økonomiske vækst, trods vækstafdæmpningen i udlandet. Selvom der var sløjhed hos de to store samhandelspartnere, Tyskland og Sverige, viste den danske eksport med høj andel af medicin og energiteknologi at være robust og knap så konjunkturfølsom. Vækstbidraget fra erhvervsinvesteringerne var dog som i udlandet negativt, idet erhvervslivet var tilbageholdende med investeringer som følge af den stigende usikkerhed på verdensmarkedet i 2019.

Udviklingen i betalingsbalancens løbende poster viste fortsat et relativt stort overskud, hjulpet af stigende eksport og en afdæmpet import i 2019.

De offentlige finanser viste et stort, midlertidigt overskud i 2019. Udviklingen heri blev påvirket af ekstraordinært høje indtægter fra pensionsafkastbeskatningen som følge af de store kurssstigninger, der har været på de finansielle markeder.

Udviklingen i inflationen og lønstigningerne var behersket i 2019, trods højkonjunktoren og den lave arbejdsløshed.

Markedsudviklingen i 2019

Rentefald på obligationsmarkederne

De globale markedsrenter viste en faldende tendens frem til september som følge af de faldende erhvervsstillsindikatorer og ændringerne i centralbankernes retorik og handling. Renten i Europa ramte rekordlave niveauer i september 2019, hvor fx tyske 10-årige statsobligationer handlede til en effektiv rente på -0,70% p.a.

Efter ECBs møde i september begyndte markedsdeltagerne at forvente, at styringsrenterne havde nået bundniveauet, og obligationsrenterne i såvel USA som Europa steg behersket mod årets slutning. Samlet på året udviste markedsrenterne et fald, som ikke var ventet ved årets start.

Den 10-årige rente på statsobligationer i USA faldt fra 3,2% ultimo 2018 til 1,9% ultimo 2019 efter at have været 1,5% i september. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt fra 0,2% ultimo 2018 til -0,2% ultimo 2019, efter at have været nede i -0,7% i september.

Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation faldt fra 2,5% til 1,6% i 2019. Renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation begyndte og sluttede på ca. -0,6% i 2019, men var under -0,9% i september.

Det danske obligationsmarked blev i 2019 påvirket af udviklingen i det tyske renteniveau. Den 2-årige danske statsrente faldt fra -0,6% til -0,7% ved årets afslutning, mens den 10-årige danske statsrente faldt gennem 2019 fra 0,3% til -0,2% ultimo året.

Det danske statsobligationsmarked, målt ved Nordea Government Bond 7Y Indeks, gav et afkast på 3,1% som følge af rentefaldet på de lange danske statsobligationer gennem 2019.

For danske realkreditobligationer indsnævrede kreditspændet sig, hvilket yderligere gavnede afkastudviklingen på disse obligationer. Realkreditobligationer med lang varighed steg således med 5,2% målt med Nordea Mortgage CM 7Y indekset.

Udfordringen for det danske realkreditmarked i 2019 var, at rentefaldet medførte, at en rekordstor mængde konverterbare realkreditobligationer blev konverteret, hvilket væsentligt dæmpede afkastet på det samlede marked for realkreditobligationer. Markedet for realkreditobligationer, målt ved Nykredit Realkreditindeks, gav et afkast på 1,5% i 2019.

Positive afkast på erhvervsobligationer

Erhvervsobligationer oplevede i 2019 en positiv udvikling, idet obligationerne fik gavn af det generelle rentefald, men også af den indsnævring i kreditspændene, som skete i året som følge af øget risikoappetit i markedet samt af en fortsat sund økonomi i virksomhederne.

Globale investment grade obligationer gav kurssikret til danske kroner et afkast på 9,5%, mens globale high yield obligationer kurssikret gav et afkast på 10,9% i 2019.

Kraftige kursstigninger på aktiemarkederne

Efter den negative udvikling i 4. kvartal 2018 rettede kurserne på globale aktier sig i første halvår 2019, trods faldende indtjeningsforventninger. Den positive udvikling skyldtes, at investorerne ændrede forventning fra stigende centralbankrenter til uændrede renter, for medio halvåret at have en forventning om faldende renter. Den positive kursudvikling fortsatte med uforminsket styrke i 2. halvår, så aktierne generelt i 2019 opnåede et af de bedste år i lang tid. Kursstigningerne i aktiemarkederne blev periodevist afbrudt af eskaleringen i handelsspændingerne mellem USA og Kina i 2019.

Verdensmarkedsindekset steg med 29,1% målt ved MSCI AC World indekset i danske kroner i 2019. MSCI USA, MSCI Europe, MSCI Japan og MSCI Emerging Markets gav et afkast på henholdsvis 33,5%, 26,2%, 22,0% og 20,8% i samme periode. Afkastet i amerikanske aktier oversteg således de øvrige regioner som følge af store kursstigninger i en række teknologiselskaber samt dollarkursstigningen.

På sektorniveau oversteg alene IT og Varige Forbrugsgoder verdensmarkedsindekset, mens øvrige sektorer gav lavere afkast i 2019. Med et gennemsnitligt afkast på over 50% trak teknologiselskaberne i IT-sektoren verdensmarkedsindekset kraftigt op, mens sektorerne Energi, Materialer og Forsyningsselskaber dæmpede udviklingen.

Afkastudviklingen i aktiemarkedet blev også i 2019 drevet af vækstaktier, idet vækstaktieindekset gav ca. 12 procentpoint højere afkast end valueaktieindekset.

Meget positive afkast på danske aktier

Danske aktier gav meget positive afkast i 2019, idet markedet målt ved KAX Cap steg med 26,7%. De store danske aktier målt ved OMXC25-indekset steg med 26,0%, mens de mellemstore og mindre selskaber målt ved OMX Copenhagen ex. OMXC20-indekset steg med 25,4% i 2019.

Den positive udvikling i markedet generelt dækkede over vidt forskellig udvikling i de danske selskaber. Således steg DSV Panalpina næsten 80% i 2019 som følge af en succesfuld integration af det schweiziske transportselskab Panalpina. Blandt andre C25-selskaber oplevede Ørsted og Carlsberg tillige en meget positiv kursudvikling, idet selskabernes aktier gav et afkast på henholdsvis 58% og 43% i 2019. Omvendt gav Am-bu, Danske Bank og Chr. Hansen Holding et tab på henholdsvis 29%, 16% og 8%, trods den generelt positive markedsstemning.

Risikoforhold i foreningens afdelinger

Risikoprofilen i foreningens afdelinger 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 afdelinger, 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-rikoskala (1-7)	Risikovurdering
Danske Small Cap aktier KL - under afvikling	15,8%	58,4%	68,6%	6	Høj
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	4,6%	12,6%	12,6%	3	Middel
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	7,4%	22,5%	26,3%	4	Middel
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	10,6%	32,4%	38,2%	5	Høj
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	15,5%	45,7%	53,0%	6	Høj

Note: ¹⁾ For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal baseret på afkasttal der er blevet suppleret med benchmarkafkast.

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 fremtidig 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 2019. 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 foreningens afdelinger ud fra 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 foreningens afdelinger er følgende risikofaktorer relevante.

Aktivfordelingsrisiko

Investerer en afdeling i forskellige aktivklasser, vil vægtvalget af aktivklasser i forhold til benchmark udgøre en risikofaktor. Særligt afdelingerne Selection Lav Akk., Selection Middel Akk. og Selection Høj Akk. vil være udsat for aktivfordelingsrisiko.

Aktiemarkedsrisiko

Kursudviklingen på aktiemarkederne kan til tider svinge voldsomt, og kursværdien på aktier kan falde meget og hurtigt. Aktiemarkederne 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.

Emerging markets risiko

Emerging markets dækker lande i Østeuropa, Latinamerika, Afrika og Asien. Fælles for landene er, at de kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet og risiko for fx nationalisering og konfiskation af private virksomheder eller statslig overvågning og kontrol. Korruption kan være udbredt. De finansielle markeder kan være præget af usikre forhold omkring depoter, registrering og afvikling, og den økonomiske udvikling kan være usikker og forbundet med risiko for devaluering af valutaen og hyperinflation. Desuden kan likviditeten på emerging markets være lav som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer, og effekten kan være langvarig. Emerging markets kan således være forbundet med risici, som ikke findes på de udviklede finansielle markeder.

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.

Kreditrisiko

Kreditrisiko knytter sig især til en afdelings investering i obligationer. En obligation indebærer en risiko for tab, hvis udstederen ikke kan overholde sine betalingsforpligtelser i form af rente og afdrag på obligationsgælden.

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.

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.

Operationelle risici

Den almindelige drift i foreningens afdelinger indebærer risiko for fejl, der kan give tab for afdelingerne. Foreningen har delegeret hovedparten af sin aktivitet, og risikoen for operationelle fejl ligger derfor hos forvalteren, investeringsrådgiverne og depositaren. Disse samarbejdspartnere har fokus på at minimere denne risiko ved hjælp af forretningsgange, it-systemer og kontroller.

Bestyrelsen følger løbende udviklingen i opståede fejl for at sikre, at disse ikke sker igen.

Politisk risiko

Værdien af investeringen i værdipapirer kan påvirkes af politiske beslutninger, der ikke var kendt på tidspunktet for investeringen.

Rente- og obligationsmarkedsrisiko

En afdeling, der investerer på obligationsmarkeder, vil være udsat for risiko ved svingende renteniveau. Renteniveauet bliver påvirket af både nationale og internationale makroøkonomiske forhold, som fx konjunkturer, finans- og pengepolitik og inflationsforventninger. Når renteniveauet stiger, betyder det kursfald på obligationer, så værdien af en afdelings investeringer falder. Renterisikoen kan beskrives ved begrebet varighed, som bl.a. er et udtryk for kursrisikoen på de obligationer, afdelingen investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

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.

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.

Risiko ved kreditspænd/rentespænd

Kreditspænd/rentespænd udtrykker renteforskellen mellem sikre statsobligationer og andre obligationstyper, der er udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie i form af ekstra rente, som investor får, for at påtage sig en ekstra kreditrisiko ved investeringer i de andre mindre sikre obligationer. I perioder med uro på de finansielle markeder kan rentespændene udvide sig hurtigt og meget, og det kan give kurstab på en afdelings investeringer.

Risiko ved værdiansættelse

Ved investering i værdipapirer, som ikke handles på et reguleret marked, eller som sjældent handles, kan der være en fejlrisiko ved den løbende værdiansættelse. En afdeling, der i udpræget grad investerer i noterede kapitalandele, må basere sin beregning af indre værdi på periodiske regnskabsrapporteringer og andre meddelelser. Disse rapporteringer vil som oftest være baseret på beregnede værdiansættelser, der er afhæn-

gige af værdiansættelsesmodeller samt skøn vedrørende fremtidig indtjening og kontantstrøm. Værdiansættelsen kan derfor være eksponeret til pludselige ændringer i opadgående eller nedadgående retning.

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 over for udviklingen hos denne udsteder, og værdien af afdelingen kan variere meget. Hvis udsteder går konkurs, kan afdelingen få et tab.

Udtræksrisiko

Hvis en afdeling investerer i konverterbare realkreditobligationer, kan der være en risiko for ekstraordinære indfrielse. Det kan give tab for afdelingen, hvis de indfrielede obligationer har en kursværdi over 100, og indfrielsen ikke var ventet i markedet.

Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver en risiko ved omveksling fra udenlandske valutaer til danske kroner, fordi valutakurserne kan svinge. Disse udsving kan påvirke værdien af investeringerne i en afdeling, der investerer i udenlandske værdipapirer i både positiv eller negativ retning. En afdeling, som investerer i danske værdipapirer har fx ingen direkte valutarisiko, mens en afdeling som investerer i europæiske værdipapirer har begrænset valutarisiko. En afdeling, som systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. Det vil være beskrevet under den enkelte afdelings investeringsområde, om den laver en sådan kurssikring.

Tabellen herunder viser den procentvise fordeling af investeringer på en række valutaer i foreningens aktieafdelinger ultimo 2019.

Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2019

Afdeling	DKK og EUR	USD re-lateret	GBP	JPY	Øvrige
Danske Small Cap aktier KL - under afvikling	100%	-	-	-	-
Selection Lav Akk. KL	97%	3%	-	-	-
Selection Middel Akk. KL	95%	4%	-	-	1%
Selection Høj Akk. KL	95%	4%	-	-	1%
Selection Aktier Akk. KL	90%	9%	-	-	1%

Tabellen viser, at den største beholdning i valutaer, der svinger meget over for kroner, findes i afdelingerne med globale aktier. En stigning eller et fald i dollaren overfor danske kroner vil således have størst effekt på afkastet i disse afdelinger. I afdelingerne Danske aktier og Danske aktier Akk. skønnes valutarisikoen derimod at være begrænset.

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, Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parter funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

Investering Danmark, 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 Investering Danmarks 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 offentliggjort 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 ud over generalforsamlingen er foreningens hjemmeside 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 prospekter, 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, investeringsrådgiver 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 for 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 direktionsaf lønning 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 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 markedsføringsetik, 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 investeringsrådgiver 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, investeringsrådgiver og depotselskab. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. 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

I de afdelinger, der investerer enten 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 revisor. 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 følgende væsentlige aftaler.

Depotselskabsaftale

Foreningen har en depotselskabsaftale med Nykredit Bank 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 ved emission og indløsning plus VP-omkostninger. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 0,3 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 foreningens hjemmeside.

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til administration 0,9 mio. kr. mod 1,0 mio. kr. året før.

Aftaler om porteføljevaltning

Foreningen har en porteføljevaltningsaftale med BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. Ifølge aftalen skal porteføljevalter foretage skønsmæssig porteføljepleje og træffe beslutninger om placering af investorenes midler i foreningens afdelinger. Porteføljeplejen 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 2019 var foreningens samlede omkostninger til porteføljevalter 3,3 mio. kr. mod 4,1 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 i A-andelsklasserne. Se mere om de aktuelle gebyrsatser 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 om foreningens andele.

Revision

I 2019 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 61 t.kr. mod 21 t.kr. året før.

I 2019 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor ud over det, der vedrører den lovpligtige revision.

Generalforsamling 2020

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 31. marts 2020.

Udlodning

For 2019 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse de foreløbige udlodninger, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2020. Udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger og andelsklasser er angivet i nedenstående tabel.

Afdeling	Udlodning*
Danske Small Cap aktier KL A	0,00 kr.
Danske Small Cap aktier KL W	0,00 kr.

Øvrige forhold

Investeringspolitik og samfundsansvar

Foreningens investeringsområde er begrænset til obligationer, investeringsforeningsandele og en koncentreret portefølje af store danske og udenlandske selskaber. Disse selskaber vil som oftest selvstændigt være underlagt regler om samfundsansvar eller har en ledelse, der ser det som et naturligt element at tage hensyn til god governance, miljø- og klimaforhold, arbejdstagerrettigheder, menneskerettigheder og anti-korruption for at drive en virksomhed ansvarligt og bæredygtigt.

Foreningens ledelse har derfor vurderet, at taget foreningens størrelse i betragtning har foreningen ikke indtil videre behov for en politik for samfundsansvar, herunder miljø- og klimapåvirkning, arbejdstagerrettigheder, menneskerettigheder og antikorruption.

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 2019 været opfyldt.

Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Aktivt ejerskab er en væsentlig del af foreningens politik for bæredygtige investeringer.

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 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 2019.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke er væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter i foreningens afdelinger.

Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdelinger, 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.

Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

Bestyrelse

Jacob Saxild

Bestyrelsesformand

Management Consultant, CEO, Saxild Consult
Født 1955, indvalgt i bestyrelsen i 2003

Øvrige hverv:

CEO i SIPA Service AB

Managing Partner i Saxild Consult

Thomas Hartwig

Medlem

Direktør

Født 1950, indvalgt i bestyrelsen i 2019

Medlem af bestyrelsen for:

The Scandinavian ApS

Jette H. Ronøe

Medlem

Advokat, Advokatfirma Aumento

Født 1949, indvalgt i bestyrelsen i 2011

Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2019 afholdt 7 ordinære møder.

Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2019 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 260 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 120 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 70 t.kr.

Der har i 2019 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

InvestIn SICAV-RAIF

Tage Fabrin-Brasted

Direktør

Forventninger til 2020

Forventninger til den globale makroøkonomi og udviklingen på de finansielle markeder i 2020 er forbundet med usikkerhed. Udfaldet af en række politiske beslutninger kan påvirke stemningen med afledte effekter på den globale økonomi og de finansielle markeder. Især den amerikanske præsident Trumps beslutninger kan få effekt på kurserne i det kommende år, ligesom situationen omkring Iran og Brexit kan påvirke udviklingen.

Handelskrigen mellem USA og Kina ventes nedtonet det kommende år med indgåelsen af fase 1-aftalen i januar 2020. Med et præsidentvalg i USA, der kommer til november, forventes præsident Trump at forholde sig lidt mere roligt på den front. Aftalen skønnes at give amerikanske selskaber øget eksport til Kina i de kommende år, hvilket må vurderes at ville løfte de amerikanske erhvervstillidsindikatorer i 1. halvår 2020. Omvendt ventes væksten i den kinesiske økonomi at blive til den beskedne side.

Prognosen for den makroøkonomiske udvikling tegner et billede af en global økonomi i fortsat vækst, der dog ventes at blive lavere end de foregående år.

Den amerikanske økonomi forventes at opretholde en relativ høj vækst i 2020, hjulpet af fortsat høj beskæftigelse og øget eksport til Kina. Begyndende kapacitetsbegrænsninger kan mod slutningen af året dæmpe den økonomiske udvikling. I Kina ventes effekten af handelskrigen at dæmpe væksten, men lempelser i pengepolitikken skønnes at genvinde momentum i den økonomiske vækst. I Europa forventes alene en begrænset økonomisk vækst, der bl.a. kan blive negativt påvirket af Brexit.

I USA forventes lønstigningstakten at stige i 2020 som følge af, at økonomien ventes at lægge et vist pres på et i forvejen stramt arbejdsmarked. I Europa skønnes lønstigningstakten og inflationen alene at stige behersket i det kommende år.

Centralbankerne ventes i 2020 at fastholde den lempelige pengepolitik med lave styringsrenter og opkøb af obligationer, der blev igangsat i 2019.

Forventningen til udviklingen på obligationsmarkederne er, at markedsrenterne ventes at forblive på et lavt niveau gennem 2020. Afkastudviklingen på de europæiske obligationsmarkeder og herunder også på det danske marked vurderes derfor at være begrænset det lave renteniveau taget i betragtning. For erhvervsobligationer forventes kreditspændene ikke at blive ændret væsentligt i det kommende år. Investor skal derfor alene vente et begrænset afkast af obligationer i 2020.

Aktiemarkederne ventes at blive positivt påvirket af den lempelige pengepolitik og de lave renter, investorerne kan opnå i obligationsmarkederne. Den globale indtjeningsvækst ventes at blive moderat forbedret i 2020 efter det seneste års negativ udvikling. Værdiansættelsen af aktiemarkederne er dog blevet mere udfordrende efter de kraftige kursstigninger i 2019, hvor alene højere værdiansættelsesmultipler løftede kurserne. Der er således ikke i kurserne indbygget nogen margin til negative overraskelser, og en opblussen af handelskrigen, indtjeningsskuffelser, epidemier eller fornyet geopolitisk uro vil da kunne påvirke aktiemarkederne negativt. På den baggrund forventes en moderat afkastudvikling på aktier i 2020, hvor der kan opstå forhold, der kan medføre en negativ udvikling på aktiemarkederne.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse et beskedent positivt afkast i foreningens obligations-tunge afdeling Selection Lav Akk. og moderat positive afkast i de mere aktietunge afdelinger i 2020. Væsentlige afkastudsving i foreningens afdelinger må forventes, og negative afkast kan ikke udelukkes.

Afdelingsberetning

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

Afdelingsberetningen omfatter begge andelsklasser i afdelingen. Andelsklasse A er børsnoteret og giver præmiering for markedsføring og kunderådgivning til foreningens distributører. Andelsklasse W er ikke optaget til handel på et reguleret marked og har ikke mulighed for at aflønne distributører.

Herudover er der ingen forskelle på de to andelsklasser, som derfor også har fælles investeringsportefølje.

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, OMXC ex. OMXC20-indekset.

Afdelingen investerer primært i små og mellemstore danske selskaber, men kan indtil 30% af formuen investere i selskaber, der indgår i OMXC25-indekset.

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

Afkastudvikling i andelsklasse A

Andelsklasse A opnåede et afkast på 3,61% i 2019. Afdelingens benchmark gav et afkast på 25,36% i samme periode. Afkastet var på niveau med ledelsens forventning primo året, men væsentligt lavere end afdelingens benchmark.

Afkastudvikling i andelsklasse W

Andelsklasse W opnåede et afkast på 4,21% i 2019. Afdelingens benchmark gav et afkast på 25,36% i samme periode. Afkastet var på niveau med ledelsens forventning primo året, men væsentligt lavere end afdelingens benchmark.

Udviklingen i afdelingen

Investeringsstrategien i afdelingen med køb af udvalgte, undervurderede selskaber har været uændret i 2019.

Udfordringen for afdelingens investeringsstrategi har været, at investorerne på de globale aktiemarkeder og herunder også det danske aktiemarked fokuserede på og efterspurgte vækstselskaber uanset værdiansættelse. Derudover blev afdelingens afkast påvirket negativt af en række selskabsspecifikke forhold i 2019.

En af afdelingens større positioner, SAS, blev i året ramt af flere negative forhold i det forgangne år. Stigende priser på jetfuel, prispres i sektoren samt en strejke blandt selskabets piloter ramte selskabet. Aktiekursen faldt over 25% i 2019.

En anden stor position i afdelingen var Bang & Olufsen. Efter tre resultatnedjusteringer på to måneder mistede markedet tilliden til selskabet, og aktiekursen faldt med over 60% i 2019. Foreningens porteføljeforvalter mistede også tilliden til selskabet og troen på det fremtidige potentiale i aktien, hvorfor positionen blev frasolgt i 1. halvår.

Udviklingen i andre af afdelingens investeringer var også negativ i 2019. Således blev afdelingens afkast trukket ned af investeringen i NNIT, Nilfisk Holding, Danske Bank og EAC Invest (tidligere Santa Fe Group).

Afdelingen tjente omvendt godt på investeringen i rederi Torm, der steg næsten 70% i 2019. Markedet for raffinerede olieprodukter, som er selskabets hovedområde, steg pænt som følge af ændrede regler for tilladt svovlindhold i skibes bunkerolie.

Afdelingen opnåede endvidere gevinst på investeringer i Alk-Abelló, Zealand Pharma, GN Store Nord, og Netcompany Group, hvis aktier steg kraftigt i 2019.

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 97,59% ultimo 2019. Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. Tracking Error over de sidste tre år udgjorde 16,92% ved udgangen af 2019. De to nøgletal er defineret i afsnittet om nøgletal på side 65.

Afdelingens nettoresultat blev på 5,5 mio. kr. i 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 97,7 mio. kr. For 2019 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

Regnskabs- og nøgletal er specificeret på andelsklasseniveau i det følgende.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2019 været 15,8% 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.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet 'Risikoforhold i foreningens afdelinger'.

Forventninger

Afdelingen er blevet besluttet afviklet på en ekstraordinær generalforsamling den 2. januar 2020 og forventes endeligt afviklet i 2. kvartal 2020.

Danske Small Cap aktier KL - under afvikling

Nøgletal

Danske Small Cap aktier KL - under afvikling

	2019	2018	2017	2016	2015
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	5.451	-101.540	49.904	16.101	190.195
Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)	97.702	295.995	511.645	562.281	518.778
Omsætningshastighed	0,39	0,35	0,47	0,43	0,33
Active Share	97,59	78,20	84,60	74,80	68,83

Nøgletal

Danske Small Cap aktier KL A

	2019	2018	2017	2016	2015
Årets afkast i procent	3,61	-24,40	9,70	2,64	64,28
Indre værdi pr. andel (i kr.)	198,71	191,79	301,89	330,62	361,34
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	49,30	58,90	36,50
Omkostningsprocent	2,49	2,01	1,93	2,06	2,00
Sharpe ratio	0,50	0,64	1,35	1,67	1,37
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	4.297	-90.882	52.786	16.101	190.195
Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)	97.698	257.127	476.742	562.281	518.778
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	492	1.340	1.579	1.701	1.435
Tracking Error	16,92	11,25	7,54	7,46	7,79

Nøgletal

Danske Small Cap aktier KL W

	2019	2018	2017
Årets afkast i procent	4,21	-23,84	-4,68
Indre værdi pr. andel (i kr.)	201,25	193,12	302,73
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	0,00	50,30
Omkostningsprocent	1,60	1,42	0,46
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	1.154	-10.658	-2.882
Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)	4	38.869	34.903
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	-	201	115
Tracking Error	-	-	-

Danske Small Cap aktier KL - under afvikling

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019	2018
Note	Renter og udbytter		
1	Renteudgifter	-81	-113
2	Udbytter	6.248	6.101
	I alt renter og udbytter	6.167	5.988
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	4.286	-98.784
	Afledte finansielle instrumenter	-	-2
4	Handelsomkostninger	-	-686
	I alt kursgevinster og -tab	4.286	-99.472
	I alt indtægter	10.453	-93.484
5	Administrationsomkostninger	-4.730	-7.901
	Resultat før skat	5.723	-101.385
	Skat	-272	-155
	Årets nettoresultat	5.451	-101.540

Danske Small Cap aktier KL - under afvikling

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019	2018
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	5.862	21.791
	I alt likvide midler	5.862	21.791
6	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	69.027	225.027
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	23.759	51.564
	I alt kapitalandele	92.786	276.591
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.767	-
	I alt andre aktiver	1.767	-
	Aktiver i alt	100.415	298.382
	 PASSIVER		
	Investoreernes formue	97.702	295.995
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	866	1.454
	Gæld vedrørende handelsafvikling	1.847	933
	I alt anden gæld	2.713	2.387
	Passiver i alt	100.415	298.382
7	<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 24.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 26.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 63 under "Foreningens noter".

	2019	2018		
1 Renteudgifter				
Øvrige renteudgifter	81	113		
I alt renteudgifter	81	113		
2 Udbytter				
Noterede aktier fra danske selskaber	5.171	4.963		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.077	1.138		
I alt udbytter	6.248	6.101		
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber	7.093	-90.509		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-2.807	-8.275		
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	4.286	-98.784		
4 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger	-563	-838		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	563	152		
I alt handelsomkostninger	-	-686		
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
5 Administrationsomkostninger 2019				
Honorar til bestyrelse mv.	-	212	212	
Revisionshonorar til revisorer	14	2	16	
Markedsføringsomkostninger	992	-	992	
Gebyrer til depotselskab	229	-	229	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.532	-	2.532	
Fast administrationshonorar	577	-	577	
Øvrige omkostninger	162	10	172	
I alt administrationsomkostninger 2019	4.506	224	4.730	
Administrationsomkostninger 2018				
Honorar til bestyrelse mv.	-	185	185	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Markedsføringsomkostninger	2.191	-	2.191	
Gebyrer til depotselskab	270	-	270	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.098	-	4.098	
Fast administrationshonorar	952	-	952	
Øvrige omkostninger	131	53	184	
I alt administrationsomkostninger 2018	7.661	240	7.901	

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

6 Kapitalandele	%
Sektorfordeling	
Industri	34,13
Sundhedspleje	27,94
Konsumentvarer	13,22
Finans	7,12
Telekommunikation	4,85
Energi	4,21
Informationsteknologi	4,06
Diverse	3,22
Råvarer	1,25
	100,00

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

7 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89,98	91,96
Øvrige finansielle instrumenter	5,68	7,25
I alt	95,66	99,21
Andre aktiver/Anden gæld	4,34	0,79
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019	2018
Note	Andelsklassens resultatposter		
	Andel af resultat af fællesporteføljen	5.289	-88.691
	Klassespecifikke administrationsomkostninger	992	2.191
	Klassens nettoresultat	4.297	-90.882
	Overskudsdisponering i andelsklassen		
1	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Negativ udlodning til overførsel	-15.654	-
	Overført til formuen	19.951	-90.882

Balance i 1.000 kr.		2019	2018
	Klassespecifikke passiver		
	Investorerens formue	97.698	257.127
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	301	328
	Gæld vedrørende handelsafvikling	1.847	933
	I alt anden gæld	2.148	1.261
	Passiver i alt	99.846	258.388

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

1 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	5.804	5.573
Ikke refunderbare udbytteskatter	-232	-142
Kursgevinster og -tab til udlodning	-26.923	1.822
Udlodningsregulering	7.735	-3.521
Udlodning overført fra sidste år	-	64
Minimumsindkomst	-13.616	3.796
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-4.522	-7.347
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	2.484	3.551
I alt til rådighed for udlodning	-15.654	-
Investorenes formue		
Investorenes formue primo	257.127	476.742
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-	-77.754
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-	370
Emissioner i året	1.661	39.263
Indløsninger i året	-165.684	-90.811
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	297	199
Negativ udlodning til overførsel	-15.654	-
Overført fra resultatopgørelsen	19.951	-90.882
I alt investorenes formue	97.698	257.127
Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	1.340	1.579
Emissioner i året	9	161
Indløsninger i året	-857	-400
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	492	1.340

Danske Small Cap aktier KL W

	2019	2018
Resultatopgørelse i 1.000 kr.		
Note Andelsklassens resultatposter		
Andel af resultat af fællesporteføljen	1.154	-10.658
Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-
Klassens nettoresultat	1.154	-10.658
Overskudsdisponering i andelsklassen		
1 <i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
Overført til formuen	1.154	-10.658
	2019	2018
Balance i 1.000 kr.		
Klassespecifikke passiver		
Investorerens formue	4	38.869
Anden gæld		
Skyldige omkostninger	19	11
I alt anden gæld	19	11
Passiver i alt	23	38.880

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

1 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	444	529
Ikke refunderbare udbytteskatter	-40	-13
Kursgevinster og -tab til udlodning	-688	-1.495
Udlodningsregulering	494	1.281
Udlodning overført fra sidste år	-	10
Minimumsindkomst	210	312
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-210	-554
Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	-	242
I alt til rådighed for udlodning	-	-
Investorerne formue		
Investorerne formue primo	38.869	34.903
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-	-5.799
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-	-101
Emissioner i året	5.441	28.793
Indløsninger i året	-45.464	-8.300
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4	31
Overført fra resultatopgørelsen	1.154	-10.658
I alt investorerne formue	4	38.869
Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	201	115
Emissioner i året	26	125
Indløsninger i året	-227	-39
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	-	201

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 investerer sine midler i en balanceret portefølje af aktier, obligationer og andele af danske og udenlandske UCITS eller investeringsinstitutter.

Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et fornuftigt afkast med en lav risikoprofil.

Afdelingen er egnet til opsparing, hvor alene lav risiko kan tolereres.

Afdelingen startede sin aktivitet den 29. oktober 2019.

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 0,87% i perioden 29. oktober til 31. december 2019.

Afdelingen opnåede et tilfredsstillende afkast fra ultimo oktober til årets udgang. Lempelig pengepolitik, mere afklaring omkring Brexit samt en tilnærmelse mellem Kina og USA i form af en fase 1 handelsaftale var positivt for aktiemarkederne i perioden. Dette gavnet aktiedelen af afdelingens portefølje.

Gennem perioden har der været begrænset handelsaktivitet med få taktiske omlægninger i december med henblik på omkostningsminimering i afdelingen.

Ultimo 2019 var afdelingen neutralt vægtet i aktier i forhold til den langsigtede målsætning.

Afdelingens nettoresultat blev på 1,1 mio. kr. i perioden 29. oktober til 31. december 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 203,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 100,87 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2019 været 4,6% p.a., svarende til risikoniveau 3 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Investering i afdelingen er primært udsat for aktiemarkedsrisiko, kreditrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kredit/rentespænd, udstederspecifik risiko, udtræksrisiko, valutarisiko, modpartsrisiko samt risiko på kontantindestående.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet "Risikoforhold i foreningens afdelinger".

Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2020, men momentum vurderes at aftage. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år som følge af centralbankernes lempelige pengepolitik med lave styringsrenter og obligationsopkøbsprogrammer. Dernæst ventes præsident Donald Trump at holde en mere forsonlig tone over for Kina i indeværende år, da han formodes at have interesse i ro på aktiemarkederne op til præsidentvalget sidst på året.

Obligationer skønnes på den baggrund at give beskedne afkast i 2020, mens aktier vurderes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om en moderat indtjeningsvækst.

Med en stor andel i obligationer forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive begrænset positiv i 2020.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2020" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2019*
Årets afkast i procent	0,87
Indre værdi pr. andel (i kr.)	100,87
Omkostningsprocent	0,18
Sharpe ratio	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	1.139
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	203.728
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.020
Omsætningshastighed	0,27

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019*
Note	Renter og udbytter	
	Renteudgifter	-21
1	Udbytter	1
	I alt renter og udbytter	-20
	Kursgevinster og -tab	
2	Kapitalandele	1.449
	Valutakonti	-47
	I alt kursgevinster og -tab	1.402
	I alt indtægter	1.382
4	Administrationsomkostninger	-243
	Årets nettoresultat	1.139

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019
	Likvide midler	
	Indestående i depotselskab	4.717
	I alt likvide midler	4.717
5	Kapitalandele	
	Noterede aktier fra danske selskaber	1.611
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.873
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	34.848
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	81.327
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	67.511
	I alt kapitalandele	194.170
	Andre aktiver	
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	4.980
	I alt andre aktiver	4.980
	Aktiver i alt	203.867
	PASSIVER	
6,7	Investorerens formue	203.728
	Anden gæld	
	Skyldige omkostninger	139
	I alt anden gæld	139
	Passiver i alt	203.867
8	<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 24.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 26.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 63 under "Foreningens noter".

		2019*		
1	Udbytter			
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			1
	I alt udbytter			1
2	Kursgevinster og -tab, kapitalandele			
	Noterede aktier fra danske selskaber			10
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber			183
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger			125
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger			770
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger			361
	I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele			1.449
3	Handelsomkostninger			
	Bruttohandelsomkostninger			-38
	Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter			38
	I alt handelsomkostninger			-
		Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
4	Administrationsomkostninger 2019			
	Honorar til bestyrelse mv.	-	12	12
	Revisionshonorar til revisorer	10	2	12
	Gebyrer til depotselskab	22	-	22
	Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	110	-	110
	Fast administrationshonorar	72	-	72
	Øvrige omkostninger	13	2	15
	I alt administrationsomkostninger 2019	227	16	243
5	Kapitalandele			%
	Sektorfordeling			
	Diverse			94,85
	Sundhedspleje			1,33
	Finans			0,99
	Informationsteknologi			0,81
	Konsumentvarer			0,79
	Varige forbrugsgoder			0,42
	Energi			0,41
	Telekommunikation			0,40
				100,00

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019*
6 Investorerens formue	
Emissioner i året	202.455
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	134
Overført fra resultatopgørelsen	1.139
I alt investorerens formue	203.728
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)	
Emissioner i året	2.020
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	2.020
8 Finansielle instrumenter i procent	2019*
Børsnoterede finansielle instrumenter	55,31
Øvrige finansielle instrumenter	42,18
I alt	97,49
Andre aktiver/Anden gæld	2,51
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

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 investerer sine midler i en balanceret portefølje af aktier, obligationer og andele af danske og udenlandske UCITS eller investeringsinstitutter.

Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et fornuftigt afkast med en middel risikoprofil.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor middel risiko kan tolereres.

Afdelingen startede sin aktivitet den 29. oktober 2019.

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 1,71% i perioden 29. oktober til 31. december 2019.

Afdelingen opnåede et tilfredsstillende afkast fra ultimo oktober til årets udgang. Lempelig pengepolitik, mere afklaring omkring Brexit samt en tilnærmelse mellem Kina og USA i form af en fase 1 handelsaftale var positivt for aktiemarkedene i perioden. Dette gavnet aktiedelen af afdelingens portefølje.

Gennem perioden har der været begrænset handelsaktivitet med få taktiske omlægninger i december med henblik på omkostningsminimering i afdelingen.

Ultimo 2019 var afdelingen svagt overvægtet i aktier i forhold til den langsigtede målsætning.

Afdelingens nettoresultat blev på 5,8 mio. kr. i perioden 29. oktober til 31. december 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 427,3 mio. kr. svarende til en indre værdi på 101,71 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2019 været 7,4% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Investering i afdelingen er primært udsat for aktiemarkedsrisiko, kreditrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kredit/rentespænd, udstederspecifik risiko, udtræksrisiko, valutarisiko, modpartsrisiko samt risiko på kontantindestående.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet "Risikoforhold i foreningens afdelinger".

Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2020, men momentum vurderes at aftage. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år som følge af centralbankernes lempelige pengepolitik med lave styringsrenter og obligationsopkøbsprogrammer. Dernæst ventes præsident Donald Trump at holde en mere forsonlig tone over for Kina i indeværende år, da han formodes at have interesse i ro på aktiemarkedene op til præsidentvalget sidst på året.

Obligationer skønnes på den baggrund at give beskedne afkast i 2020, mens aktier vurderes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om en moderat indtjeningsvækst.

Med en middelstor andel i aktier forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive moderat positiv i 2020.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2020" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2019*
Årets afkast i procent	1,71
Indre værdi pr. andel (i kr.)	101,71
Omkostningsprocent	0,21
Sharpe ratio	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	5.816
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	427.308
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.201
Omsætningshastighed	0,42

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019*
Note	Renter og udbytter	
	Renteudgifter	-42
1	Udbytter	4
	I alt renter og udbytter	-38
	Kursgevinster og -tab	
2	Kapitalandele	6.692
	Valutakonti	-138
	I alt kursgevinster og -tab	6.554
	I alt indtægter	6.516
4	Administrationsomkostninger	-699
	Resultat før skat	5.817
	Skat	-1
	Årets nettoresultat	5.816

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019
	Likvide midler	
	Indestående i depotselskab	8.908
	I alt likvide midler	8.908
5	Kapitalandele	
	Noterede aktier fra danske selskaber	4.975
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	30.167
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	69.896
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	128.817
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	176.415
	I alt kapitalandele	410.270
	Andre aktiver	
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	8.666
	I alt andre aktiver	8.666
	Aktiver i alt	427.844
	 PASSIVER	
6,7	Investorerens formue	427.308
	Anden gæld	
	Skyldige omkostninger	536
	I alt anden gæld	536
	Passiver i alt	427.844
8	<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 24.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 26.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 63 under "Foreningens noter".

				2019*
1 Udbytter				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				4
I alt udbytter				4
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber				69
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				757
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger				405
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger				3.371
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger				2.090
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele				6.692
3 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger				-96
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter				96
I alt handelsomkostninger				-
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
4 Administrationsomkostninger 2019				
Honorar til bestyrelse mv.	-	25		25
Revisionshonorar til revisorer	10	2		12
Gebyrer til depotselskab	34	-		34
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	491	-		491
Fast administrationshonorar	121	-		121
Øvrige omkostninger	13	3		16
I alt administrationsomkostninger 2019	669	30		699
5 Kapitalandele				%
Sektorfordeling				
Diverse				91,79
Sundhedspleje				2,13
Finans				1,43
Informationsteknologi				1,34
Konsumentvarer				1,17
Energi				0,80
Varige forbrugsgoder				0,77
Telekommunikation				0,57
				100,00

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019*
6 Investorerne formue	
Emissioner i året	429.077
Indløsninger i året	-7.624
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	39
Overført fra resultatopgørelsen	5.816
I alt investorerne formue	427.308
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)	
Emissioner i året	4.277
Indløsninger i året	-76
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	4.201
	2019*
8 Finansielle instrumenter i procent	
Børsnoterede finansielle instrumenter	65,70
Øvrige finansielle instrumenter	32,15
I alt	97,85
Andre aktiver/Anden gæld	2,15
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

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 investerer sine midler i en balanceret portefølje af aktier, obligationer og andele af danske og udenlandske UCITS eller investeringsinstitutter.

Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et fornuftigt afkast med en høj risikoprofil.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Afdelingen startede sin aktivitet den 29. oktober 2019.

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 2,37% i perioden 29. oktober til 31. december 2019.

Afdelingen opnåede et tilfredsstillende afkast fra ultimo oktober til årets udgang. Lempelig pengepolitik, mere afklaring omkring Brexit samt en tilnærmelse mellem Kina og USA i form af en fase 1 handelsaftale var positivt for aktiemarkedene i perioden. Dette gavnet aktiedelen af afdelingens portefølje.

Gennem perioden har der været begrænset handelsaktivitet med få taktiske omlægninger i december med henblik på omkostningsminimering i afdelingen.

Ultimo 2019 var afdelingen neutralt vægtet i aktier i forhold til den langsigtede målsætning.

Afdelingens nettoresultat blev på 1,8 mio. kr. i perioden 29. oktober til 31. december 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 99,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 102,37 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2019 været 10,6% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Investering i afdelingen er primært udsat for aktiemarkedsrisiko, kreditrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kredit/rentespænd, udstederspecifik risiko, udtræksrisiko, valutarisiko, modpartsrisiko samt risiko på kontantindestående.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet 'Risikoforhold i foreningens afdelinger'.

Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2020, men momentum vurderes at aftage. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år som følge af centralbankernes lempelige pengepolitik med lave styringsrenter og obligationsopkøbsprogrammer. Dernæst ventes præsident Donald Trump at holde en mere forsonlig tone over for Kina i indeværende år, da han formodes at have interesse i ro på aktiemarkedene op til præsidentvalget sidst på året.

Obligationer skønnes på den baggrund at give beskedne afkast i 2020, mens aktier vurderes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om en moderat indtjeningsvækst.

Med en høj andel i aktier forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive moderat positiv i 2020.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af betydelig usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2020" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2019*
Årets afkast i procent	2,37
Indre værdi pr. andel (i kr.)	102,37
Omkostningsprocent	0,29
Sharpe ratio	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	1.807
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	99.843
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	975
Omsætningshastighed	0,97

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019*
Note	Renter og udbytter	
	Renteudgifter	-11
1	Udbytter	2
	I alt renter og udbytter	-9
	Kursgevinster og -tab	
2	Kapitalandele	2.061
	Valutakonti	-34
3	Handelsomkostninger	-9
	I alt kursgevinster og -tab	2.018
	I alt indtægter	2.009
4	Administrationsomkostninger	-202
	Årets nettoresultat	1.807

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019
	Likvide midler	
	Indestående i depotselskab	3.044
	I alt likvide midler	3.044
5	Kapitalandele	
	Noterede aktier fra danske selskaber	1.492
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.368
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	10.567
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	29.491
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	47.113
	I alt kapitalandele	96.031
	Andre aktiver	
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	903
	I alt andre aktiver	903
	Aktiver i alt	99.978
	PASSIVER	
6,7	Investorerens formue	99.843
	Anden gæld	
	Skyldige omkostninger	135
	I alt anden gæld	135
	Passiver i alt	99.978
8	<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 24.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 26.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 63 under "Foreningens noter".

				2019*
1 Udbytter				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				2
I alt udbytter				2
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				250
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger				92
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger				1.181
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger				538
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele				2.061
3 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger				-22
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter				13
I alt handelsomkostninger				-9
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
4 Administrationsomkostninger 2019				
Honorar til bestyrelse mv.	-	6		6
Revisionshonorar til revisorer	10	2		12
Gebyrer til depotselskab	16	-		16
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	110	-		110
Fast administrationshonorar	44	-		44
Øvrige omkostninger	13	1		14
I alt administrationsomkostninger 2019	193	9		202
5 Kapitalandele				%
Sektorfordeling				
Diverse				91,14
Sundhedspleje				2,23
Informationsteknologi				1,56
Finans				1,52
Konsumentvarer				1,50
Telekommunikation				0,71
Varige forbrugsgoder				0,69
Energi				0,65
				100,00

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019*
6 Investorerens formue	
Emissioner i året	98.765
Indløsninger i året	-729
Overført fra resultatopgørelsen	1.807
I alt investorernes formue	99.843
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)	
Emissioner i året	982
Indløsninger i året	-7
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	975
	2019*
8 Finansielle instrumenter i procent	
Børsnoterede finansielle instrumenter	66,46
Øvrige finansielle instrumenter	32,50
I alt	98,96
Andre aktiver/Anden gæld	1,04
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

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 investerer sine midler i en portefølje af aktier og andele af danske og udenlandske UCITS eller investeringsinstitutter.

Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et fornuftigt afkast med en høj risikoprofil.

Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

Udvikling i 2019

Afdelingen opnåede et afkast på 3,01% i perioden 29. oktober til 31. december 2019.

Afdelingen opnåede et tilfredsstillende afkast fra ultimo oktober til årets udgang. Lempelig pengepolitik, mere afklaring omkring Brexit samt en tilnærmelse mellem Kina og USA i form af en fase 1 handelsaftale var positivt for aktiemarkederne i perioden. Dette gavnede afkastudviklingen i afdelingen.

Gennem perioden har der været begrænset handelsaktivitet med få taktiske omlægninger i december med henblik på omkostningsminimering i afdelingen.

Afdelingens nettoresultat blev på 2,2 mio. kr. i perioden 29. oktober til 31. december 2019. Ultimo 2019 udgjorde formuen i afdelingen 107,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 103,01 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2019 været 15,5% 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, udstederspecifik risiko, valutarisiko og risiko på kontantindestående.

For yderligere uddybning af risiciene i afdelingen henvises til afsnittet 'Risikoforhold i foreningens afdelinger'.

Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2020, men momentum vurderes at aftage. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år som følge af centralbankernes lempelige pengepolitik med lave styringsrenter og obligationsopkøbsprogrammer. Dernæst ventes præsident Donald Trump at holde en mere forsonlig tone over for Kina i indeværende år, da han formodes at have interesse i ro på aktiemarkederne op til præsidentvalget sidst på året.

På den baggrund vurderes aktier at give moderat positive afkast som følge af en forventning om en moderat indtjeningsvækst.

Afkastudviklingen i afdelingen forventes derfor at blive moderat positiv i 2020.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af usikkerhed, der rummer risiko for uventede kursudsving, hvor perioder med beskedent kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2020" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Nøgletal

	2019*
Årets afkast i procent	3,01
Indre værdi pr. andel (i kr.)	103,01
Omkostningsprocent	0,32
Sharpe ratio	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	2.208
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	107.380
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.042
Omsætningshastighed	1,41

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2019*
Note	Renter og udbytter	
	Renteudgifter	-14
1	Udbytter	2
	I alt renter og udbytter	-12
	Kursgevinster og -tab	
2	Kapitalandele	2.479
	Valutakonti	-51
3	Handelsomkostninger	-27
	I alt kursgevinster og -tab	2.401
	I alt indtægter	2.389
4	Administrationsomkostninger	-181
	Årets nettoresultat	2.208

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2019
	Likvide midler	
	Indestående i depotselskab	2.432
	I alt likvide midler	2.432
5	Kapitalandele	
	Noterede aktier fra danske selskaber	3.009
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	15.394
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	24.704
	Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	61.374
	I alt kapitalandele	104.481
	Andre aktiver	
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	591
	I alt andre aktiver	591
	Aktiver i alt	107.504
	PASSIVER	
6,7	Investorerens formue	107.380
	Anden gæld	
	Skyldige omkostninger	124
	I alt anden gæld	124
	Passiver i alt	107.504
8	<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 24.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 26.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 63 under "Foreningens noter".

				2019*
1 Udbytter				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				2
I alt udbytter				2
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber				35
Noterede aktier fra udenlandske selskaber				413
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger				44
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger				1.311
Noterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger				676
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele				2.479
3 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger				-49
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter				22
I alt handelsomkostninger				-27
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
4 Administrationsomkostninger 2019				
Honorar til bestyrelse mv.	-	6		6
Revisionshonorar til revisorer	10	2		12
Gebyrer til depotselskab	15	-		15
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	94	-		94
Fast administrationshonorar	40	-		40
Øvrige omkostninger	13	1		14
I alt administrationsomkostninger 2019	172	9		181
5 Kapitalandele				%
Sektorfordeling				
Diverse				82,86
Sundhedspleje				4,33
Finans				2,93
Informationsteknologi				2,89
Konsumentvarer				2,81
Varige forbrugsgoder				1,44
Telekommunikation				1,37
Energi				1,37
				100,00

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2019*
6 Investorerne formue	
Emissioner i året	105.172
Overført fra resultatopgørelsen	2.208
I alt investorernes formue	107.380
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)	
Emissioner i året	1.042
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	1.042
8 Finansielle instrumenter i procent	2019*
Børsnoterede finansielle instrumenter	74,13
Øvrige finansielle instrumenter	25,21
I alt	99,34
Andre aktiver/Anden gæld	0,66
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00

*) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Anvendt regnskabspraksis

Generelt

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

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

For udloddende afdelinger beregnes der udlodning for hver andelsklasse.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises sammenlignelige nøgletal fra tidligere år sammen med relevante nøgletal for klassen.

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

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 kurtage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread, såfremt det er aftalt med tredjemand.

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 investorenes formue.

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger indregnes i takt med, at de afholdes. Disse består af afdelingsdirekte omkostninger og en andel af foreningens fællesomkostninger. Fællesomkostningerne fordeles overvejende mellem afdelingerne i forhold til disses andel af den gennemsnitlige foreningsformue. Revisionshonorarer, der indgår som en del af fællesomkostningerne, fordeles dog efter antal afdelinger.

Afdelinger, der ikke har eksisteret i hele regnskabsåret, bærer en forholdsmeæssig andel af fællesomkostningerne.

Udlodning

I udloddende andelsklasser 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 m.v. og valutakonti med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive andelsklassers 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.

Dagsværdien af noterede investeringsbeviser opgøres som den regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger mv., som afdelingen har investeret i.

Dagsværdien af unoterede investeringsbeviser opgøres som den regnskabsmæssige indre værdi, eller alternativt handelskursen, for de foreninger mv., som afdelingen har investeret i. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af 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.

Nettoemissions- 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 danske UCITS 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.

Hoved- og nøgletaloversigt

	2019	2018	2017	2016	2015
Årets afkast i procent					
Danske Small Cap aktier KL A	3,61	-24,40	9,70	2,64	64,28
Danske Small Cap aktier KL W	4,21	-23,84	-4,68	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	0,87	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	1,71	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	2,37	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	3,01	-	-	-	-
Indre værdi pr. andel					
Danske Small Cap aktier KL A	198,71	191,79	301,89	330,62	361,34
Danske Small Cap aktier KL W	201,25	193,12	302,73	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	100,87	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	101,71	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	102,37	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	103,01	-	-	-	-
Udlodning pr. andel (i kr.)					
Danske Small Cap aktier KL A	0,00	0,00	49,30	58,90	36,50
Danske Small Cap aktier KL W	0,00	0,00	50,30	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Omkostningsprocent					
Danske Small Cap aktier KL A	2,49	2,01	1,93	2,06	2,00
Danske Small Cap aktier KL W	1,60	1,42	0,46	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	0,18	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	0,21	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	0,29	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	0,32	-	-	-	-
Sharpe ratio					
Danske Small Cap aktier KL A	0,50	0,64	1,35	1,67	1,37
Danske Small Cap aktier KL W	-	-	-	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)					
Danske Small Cap aktier KL - under afvikling	5.451	-101.540	49.904	16.101	190.195
Danske Small Cap aktier KL A	4.297	-90.882	52.786	16.101	190.195
Danske Small Cap aktier KL W	1.154	-10.658	-2.882	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	1.139	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	5.816	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	1.807	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	2.208	-	-	-	-
Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)					
Danske Small Cap aktier KL - under afvikling	97.702	295.995	511.645	562.281	518.778
Danske Small Cap aktier KL A	97.698	257.127	476.742	562.281	518.778
Danske Small Cap aktier KL W	4	38.869	34.903	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	203.728	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	427.308	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	99.843	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	107.380	-	-	-	-

	2019	2018	2017	2016	2015
Andele ultimo (i 1.000 stk.)					
Danske Small Cap aktier KL A	492	1.340	1.579	1.701	1.435
Danske Small Cap aktier KL W	-	201	115	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	2.020	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	4.201	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	975	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	1.042	-	-	-	-
Omsætningshastighed					
Danske Small Cap aktier KL - under afvikling	0,39	0,35	0,47	0,43	0,33
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	0,27	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	0,42	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	0,97	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	1,41	-	-	-	-
Tracking error					
Danske Small Cap aktier KL A	16,92	11,25	7,54	7,46	7,79
Danske Small Cap aktier KL W	-	-	-	-	-
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Active share					
Danske Small Cap aktier KL - under afvikling	97,59	78,20	84,60	74,80	68,83
Selection Lav Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Middel Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Høj Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-
Selection Aktier Akk. KL ¹⁾	-	-	-	-	-

1) Afdelingen har været aktiv fra 29. oktober 2019.

Investeringsforeningen BIL Danmark
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S
Kalvebod Brygge 1 - 3
1780 København V

Telefon 44 55 92 00
CVR nr. 21 35 35 31
bildanmark.dk

Investeringsforeningen BIL Danmark
Danske Small Cap aktier KL

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2019

Papirnavn	Kurs 31-12-2019	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2019	Kurs 31-12-2018	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2018
Kapitalandele				
DKK 100,00 pr. 31-12-2019 (100,00 pr. 31-12-2018)				
AGAT EJENDOMME A/S	3,94	-	5,33	6.524
ALK-ABELLO A/S	1.635,00	4.742	960,00	8.698
ALM. BRAND A/S	59,15	592	49,75	11.311
AP MOLLER-MAERSK A/S-B			8.184,00	12.276
BANG & OLUFSEN A/S			88,90	19.736
BANKNORDIK P/F			108,50	12.064
BAVARIAN NORDIC A/S			127,45	6.373
CARLSBERG AS-B	993,80	3.578	692,60	1.831
D/S NORDEN	106,70	4.802	92,35	21.641
DANSKE BANK A/S			128,90	12.761
DEMANT A/S	209,80	3.785		
DFDS A/S	325,00	4.550	262,20	8.694
FLSMIDTH & CO A/S			293,10	5.165
G4S PLC	18,88	6.233	16,40	7.220
GENMAB A/S	1.481,50	6.222	1.067,50	7.525
GN STORE NORD A/S	313,30	1.887	243,30	1.100
H+H INTERNATIONAL A/S-B	124,80	1.221	95,00	929
ISS A/S	159,85	2.414	182,05	11.833
JYSKE BANK-REG	243,10	1.071	235,20	1.036
MATAS A/S			58,00	1.302
MONBERG & THORSEN A/S-B SHS			57,00	1.130
MT HOJGAARD HOLDING	83,50	14	47,80	1.974
NETCOMPANY GROUP AS	317,00	3.965	220,00	3.916
NILFISK HOLDING A/S	145,80	3.157	230,50	13.288
NNIT A/S	111,60	5.110	183,20	15.717
NORDEA BANK ABP	54,27	4.613		
NORTH MEDIA AS			33,50	7.885
PARKEN SPORT & ENTERTAINMENT			79,60	2.104
RIAS A/S-B SHARES	456,00	890	430,00	839
SANTA FE GROUP A/S			13,90	3.485
SAS AB	10,87	8.805	15,06	29.292
SCANDINAVIAN TOBACCO GROUP A	81,25	9.337	78,45	13.650
SOLAR A/S-B SHS	299,00	6.693	282,50	7.905
SYDBANK A/S	139,80	292	155,10	324
TORM PLC	74,50	4.109	43,85	2.988
VESTAS WIND SYSTEMS A/S			492,10	5.796
ZEALAND PHARMA A/S	235,40	4.708	82,40	8.279
Kapitalandele i alt		92.787		276.591

Investeringsforeningen BIL Danmark
Selection Lav Akk. KL

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2019

Papirnavn	Kurs 31-12-2019	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2019	Kurs	Markedsværdi (1000 DKK)
Kapitalandele				
CHF 687,46 pr. 31-12-2019				
NESTLE SA-REG	104,78	797		
DKK 100,00 pr. 31-12-2019				
C WORLDWIDE ASIEN-C	200,91	873		
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER-C	806,32	2.461		
CARLSBERG AS-B	993,80	809		
DANSKE IN-GLB VERKSOB-DKKWDH	96,18	8.600		
DANSKE IN-NYE MARK AKK-DKK W	337,50	4.141		
DANSKE INV EURO HI YL-DK WDH	101,74	6.311		
DI Nye Markeder Obl. kl. DKK W d h	112,97	15.164		
MAJ INVEST VALUE AKTIER AK-W	137,09	2.980		
NORDEA BANK ABP	54,27	888		
NOVO NORDISK A/S-B	386,65	802		
NYKREDIT INV KORTE OBLIG	100,84	34.848		
Nykredit Invest Lançe obligationer - PF KL	106,64	9.113		
SPARINVEST KRTE OBLIGATN-W	112,74	28.666		
VALUEINVEST GLOB AKKUMULER-W	275,65	3.018		
EUR 747,25 pr. 31-12-2019				
AXA SA	25,11	1.121		
ISH EDG MSCI WLD MNVL USD A	46,92	9.509		
ISHARES CORE MSCI EUROPE ACC	56,64	15.981		
ISHARES CORE MSCI JAPAN	39,62	4.013		
ISHARES CORE S&P 500	284,93	8.274		
ISHARES EUR GOVT 3-7Y ACC	137,22	29.735		
TOTAL SA	49,20	835		
USD 665,70 pr. 31-12-2019				
ABBOTT LABORATORIES	86,86	807		
ALPHABET INC-CL C	1.337,02	819		
AMAZON.COM INC	1.847,84	849		
INTUITIVE SURGICAL INC	591,15	1.102		
MASTERCARD INC - A	298,59	823		
MICROSOFT CORP	157,70	834		
Kapitalandele i alt		194.170		

Investeringsforeningen BIL Danmark
Selection Middel Akk. KL

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2019

Papirnavn	Kurs 31-12-2019	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2019	Kurs	Markedsværdi (1000 DKK)
Kapitalandele				
CHF 687,46 pr. 31-12-2019				
NESTLE SA-REG	104,78	2.459		
DKK 100,00 pr. 31-12-2019				
C WORLDWIDE ASIEN-C	200,91	5.464		
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER-C	806,32	9.187		
CARLSBERG AS-B	993,80	2.556		
DANSKE IN-GLB VERKSOB-DKKWDH	96,18	13.831		
DANSKE IN-NYE MARK AKK-DKK W	337,50	11.164		
DANSKE INV EURO HI YL-DK WDH	101,74	9.730		
DI Nye Markeder Obl. kl. DKK W d h	112,97	18.062		
MAJ INVEST VALUE AKTIER AK-W	137,09	13.411		
NORDEA BANK ABP	54,27	2.617		
NOVO NORDISK A/S-B	386,65	2.419		
NYKREDIT INV KORTE OBLIG	100,84	69.896		
SPARINVEST KRTE OBLIGATN-W	112,74	34.385		
VALUEINVEST GLOB AKKUMULER-W	275,65	13.581		
EUR 747,25 pr. 31-12-2019				
AXA SA	25,11	3.489		
ISH EDG MSCI WLD MNVL USD A	46,92	24.022		
ISHARES CORE MSCI EUROPE ACC	56,64	59.928		
ISHARES CORE MSCI JAPAN	39,62	10.673		
ISHARES CORE S&P 500	284,93	38.864		
ISHARES EUR GOVT 3-7Y ACC	137,22	42.929		
TOTAL SA	49,20	3.432		
USD 665,70 pr. 31-12-2019				
ABBOTT LABORATORIES	86,86	3.247		
ALPHABET INC-CL C	1.337,02	2.421		
AMAZON.COM INC	1.847,84	3.309		
INTUITIVE SURGICAL INC	591,15	3.447		
MASTERCARD INC - A	298,59	2.423		
MICROSOFT CORP	157,70	3.322		
Kapitalandele i alt		410.270		

Investeringsforeningen BIL Danmark
Selection Høj Akk. KL

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2019

Papirnavn	Kurs 31-12-2019	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2019	Kurs	Markedsværdi (1000 DKK)
Kapitalandele				
CHF 687,46 pr. 31-12-2019				
NESTLE SA-REG	104,78	726		
DKK 100,00 pr. 31-12-2019				
C WORLDWIDE ASIEN-C	200,91	1.844		
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER-C	806,32	4.906		
CARLSBERG AS-B	993,80	775		
DANSKE IN-GLB VERKSOB-DKKWDH	96,18	2.890		
DANSKE IN-NYE MARK AKK-DKK W	337,50	3.602		
DANSKE INV EURO HI YL-DK WDH	101,74	2.021		
DI Nye Markeder Obl. kl. DKK W d h	112,97	2.814		
MAJ INVEST VALUE AKTIER AK-W	137,09	3.974		
NORDEA BANK ABP	54,27	823		
NOVO NORDISK A/S-B	386,65	716		
NYKREDIT INV KORTE OBLIG	100,84	10.567		
SPARINVEST KRTE OBLIGATN-W	112,74	3.416		
VALUEINVEST GLOB AKKUMULER-W	275,65	4.024		
EUR 747,25 pr. 31-12-2019				
AXA SA	25,11	697		
ISH EDG MSCI WLD MNVL USD A	46,92	8.258		
ISHARES CORE MSCI EUROPE ACC	56,64	18.977		
ISHARES CORE MSCI JAPAN	39,62	3.806		
ISHARES CORE S&P 500	284,93	10.595		
ISHARES EUR GOVT 3-7Y ACC	137,22	5.477		
TOTAL SA	49,20	651		
USD 665,70 pr. 31-12-2019				
ABBOTT LABORATORIES	86,86	718		
ALPHABET INC-CL C	1.337,02	712		
AMAZON.COM INC	1.847,84	689		
INTUITIVE SURGICAL INC	591,15	795		
MASTERCARD INC - A	298,59	789		
MICROSOFT CORP	157,70	767		
Kapitalandele i alt		96.031		

Investeringsforeningen BIL Danmark
Selection Aktier Akk. KL

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2019

Papirnavn	Kurs 31-12-2019	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2019	Kurs	Markedsværdi (1000 DKK)
Kapitalandele				
CHF 687,46 pr. 31-12-2019				
NESTLE SA-REG	104,78	1.495		
DKK 100,00 pr. 31-12-2019				
C WORLDWIDE ASIEN-C	200,91	2.648		
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER-C	806,32	3.493		
CARLSBERG AS-B	993,80	1.526		
DANSKE IN-NYE MARK AKK-DKK W	337,50	8.966		
MAJ INVEST VALUE AKTIER AK-W	137,09	4.768		
NORDEA BANK ABP	54,27	1.481		
NOVO NORDISK A/S-B	386,65	1.482		
VALUEINVEST GLOB AKKUMULER-W	275,65	4.829		
EUR 747,25 pr. 31-12-2019				
AXA SA	25,11	1.662		
ISH EDG MSCI WLD MNVL USD A	46,92	14.513		
ISHARES CORE MSCI EUROPE ACC	56,64	20.476		
ISHARES CORE MSCI JAPAN	39,62	6.596		
ISHARES CORE S&P 500	284,93	19.788		
TOTAL SA	49,20	1.467		
USD 665,70 pr. 31-12-2019				
ABBOTT LABORATORIES	86,86	1.492		
ALPHABET INC-CL C	1.337,02	1.469		
AMAZON.COM INC	1.847,84	1.550		
INTUITIVE SURGICAL INC	591,15	1.680		
MASTERCARD INC - A	298,59	1.542		
MICROSOFT CORP	157,70	1.556		
Kapitalandele i alt		104.480		