

**Kapitalforeningen**  
**BLS Invest**

Årsrapport  
2015



# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	6
<i>Udviklingen i foreningen i 2015.....</i>	<i>6</i>
<i>BLS Invest årsberetning 2015.....</i>	<i>8</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>17</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>20</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>22</i>
<i>Generalforsamling 2016.....</i>	<i>23</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>23</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>24</i>
Årsregnskaber.....	25
<i>Globale Aktier KL.....</i>	<i>25</i>
<i>Globale Aktier Akk.....</i>	<i>30</i>
<i>Danske Aktier KL.....</i>	<i>35</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>40</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>40</i>
<i>Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.....</i>	<i>42</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>43</i>

Nærværende årsrapport for 2015 for Kapitalforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio marts 2016. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

# Foreningsoplysninger

---

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007. Ultimo 2015 omfattede foreningen tre afdelinger:

Globale Aktier KL  
Globale Aktier Akk.  
Danske Aktier KL

Kapitalforeningen BLS Invest  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 70  
CVR nr: 31 06 17 17  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.039  
Hjemmeside: bls-invest.dk

## Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

## Bestyrelse

Poul Almlund (formand)  
Chris Bigler  
Anne Christina Skjønnemand  
Mikael Øpstun Skov

## Depositær

Nykredit Bank A/S

## Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## Finanskalender 2016

16. marts Meddelelse vedr. årsrapport 2015  
19. april Ordinær generalforsamling 2016  
30. august Halvårsmeddelelse 2016

## Porteføljerådgiver

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

# Ledespåtegning

---

Foreningens bestyrelse og forvalter har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2015 for Kapitalforeningen BLS Invest.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2015.

Foreningens ledelsesberetning 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 16. marts 2016

## **Forvalter**

### **Nykredit Portefølje Administration A/S**

Jim Isager Larsen

Tage Fabrin-Brasted

## **Bestyrelse**

Poul Almlund  
Formand

Chris Bigler

Anne Christina Skjønnemand

Mikael Øpstun Skov

# Den uafhængige revisors erklæringer

---

## Til investorerne i Kapitalforeningen BLS Invest

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Kapitalforeningen BLS Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis for 3 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

### Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

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

# Den uafhængige revisors erklæringer

---

## **Udtalelse om ledelsesberetningen**

Vi har i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst ledelsesberetningen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet.

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

København, den 16. marts 2016

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Jens Ringbæk  
Statsautoriserede revisorer

## Udviklingen i foreningen i 2015

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007.

Foreningens formål fremgår af foreningens vedtægters §2 og er overordnet at modtage midler fra investorer og investere disse midler i aktier handlet på regulerede markeder – enten globalt eller specifikt i Danmark afhængig af den enkelte afdelings investeringsområde.

Foreningen bestod ultimo 2015 af tre afdelinger.

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S er rådgiver for alle foreningens afdelinger.

### Afkastudviklingen i 2015

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL gav i 2015 et afkast på 32,37%, mens afdeling Globale Aktier KL og Globale Aktier Akk. gav et afkast på henholdsvis 16,26% og 16,44%.

For de tre afdelinger i kapitalforeningen BLS Invest var 2015 et tilfredsstillende år. Siden foreningens etablering er der blevet fokuseret på at investere i relativt få, men nøje udvalgte, børsnoterede virksomheder, der ifølge foreningens rådgiver vil kunne skabe et attraktivt langsigtet afkast til foreningens langsigtede medinvestorer.

Afkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2015'.

## Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2015 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 427,2 mio. kr. mod 124,5 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 2.472 mio. kr. ved udgangen af året mod 2.134 mio. kr. ved starten af året.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2015'.

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

### Omkostninger i 2015

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 68,9 mio. kr. mod 34,5 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 'Omkostninger'.



# Ledelsesberetning

---

## Afkastudviklingen i 2015

Afdeling	Afkast 2015
Globale Aktier KL	16,3%
Globale Aktier Akk.	16,4%
Danske Aktier KL	32,4%

---

## Resultat og formue i 2015

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Globale Aktier KL	254,9	1.790,8	1.926,90
Globale Aktier Akk.	5,2	63,0	1.148,24
Danske Aktier KL	167,1	618,5	1.786,10

---

## Omkostninger

Afdeling	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014	Omk.procent 2013
Globale Aktier KL	2,56	1,60	3,51
Globale Aktier Akk.	2,54	0,42	-
Danske Aktier KL	3,87	1,50	3,69

---

## ÅOP

Afdeling	ÅOP 2015	ÅOP 2014	ÅOP 2013
Globale Aktier KL	3,10	2,13	4,12
Globale Aktier Akk.	2,83	2,65	-
Danske Aktier KL	4,30	1,99	4,26

---

## BLS Invest årsberetning 2015

2015 blev et klart positivt år for medinvestorerne i BLS Invest. Det selv om det var et år præget af store udsving på de finansielle markeder, og præget af investorer, der skiftede mellem optimisme og tro på fremtiden, og pessimisme og nervøsitet for de globale vækstudsigter.

På trods af økonomers oftest ringe evne til med nogen præcision at forudsige den faktiske økonomiske udvikling, skabte nervøsiteten store udsving på en lang række aktiemarkeder.

Det er naturligvis aktiemarkederne, der bestemmer prisen på de selskaber, der indgår i porteføljerne i BLS Invests afdelinger. Men aktiekurserne siger ikke nødvendigvis noget om den fundamentale værdi og indtjeningspotentialer i et selskab. Derfor er det nok muligt at måle, hvad et selskab ifølge aktiemarkedet er værd i dag. Men det siger ikke ret meget om selskabets historiske, nuværende og fremtidige evne til at skabe værdi til aktionærene.

Filosofien bag BLS Invests investeringsproces er at identificere og investere i selskaber, der har en dokumenteret evne til at skabe værdi til aktionærene. Fordi virksomhederne er dygtigt ledet, aktionærvenlige, og sælger produkter og ydelser, der kan sælges med en solid indtjeningsmarginal og lave kapitalbindinger.

Aktiemarkederne har en vane med at begejstres eller frastødes. Og især de virksomheder, der i høj grad bygger på forhåbninger om fremtidig indtjening, har en tendens til at stige mod tinderne, eller styrte mod afgrunden.

Desværre er aktiemarkedet sådan indrettet, at kursstigninger kan blive selvforstærkende, uden at det nødvendigvis har baggrund i selskabets fundamentale udvikling. De fleste vil naturligvis gerne være på et vindende hold. Så hvorfor ikke købe den aktie, der i en given periode er steget meget? For professionelle investorer er fristelsen endnu større. For de bliver hvert kvartal og år målt på deres evne til at levere et afkast der er bedre end det referenceindeks, eller benchmark, som de måles imod. Og det er svært, hvis man ikke har tidens mest stigende aktier med i porteføljen, uanset om prisen på aktierne er berettiget eller ej.

Desværre er ikke alle opmærksomme på, at risikoen ved at eje aktier er stigende, hvis højere kurser ikke har baggrund i en bedre værdiskabelse i den enkelte

virksomhed. Alt for ofte skyldes kursstigninger enten forhåbninger om, at en virksomhed i fremtiden vil tjene langt flere penge end den har gjort historisk, eller at det er værd at investere i et selskab, alene fordi det stiger i pris.

I modsætning til langt de fleste andre kapital- og investeringsforeninger er formålet med BLS Invest ikke at slå et markedsafkast, eller benchmark, fra kvartal til kvartal, eller fra år til år. Formålet er at skabe et langsigtet attraktivt og positivt afkast.

BLS Invests rådgivere overvåger konstant såvel det danske som de globale aktiemarkeder. Målet er ikke at identificere de aktier, der kan blive aktiemarkedernes næste yndling. Målet er alene at identificere selskaber, der med stor sandsynlighed kan levere langsigtet værdi til aktionærene.

For de tre afdelinger i kapitalforeningen BLS Invest var 2015 et tilfredsstillende år. Siden foreningens etablering er der blevet fokuseret på at investere i relativt få, men nøje udvalgte, børsnoterede virksomheder, der ifølge foreningens rådgiver vil kunne skabe et attraktivt langsigtet afkast til foreningens langsigtede medinvestorer.

Det betyder, at afdelingernes afkast fra år til år kan være såvel højere, som lavere, end markedsafkastet. Det skyldes dels, at virksomheder alene tilvælges porteføljerne, hvis de vurderes at kunne leve op til de høje krav, som BLS Invests rådgivere stiller, og dels, at der investeres i relativt få selskaber. Derfor kan afdelingernes afkast afvige markant fra markedsafkastene i de enkelte år.

Så selv om alle foreningens afdelinger i 2015 skabte et afkast efter alle omkostninger, der var højere end markedsafkastene for globale og danske aktier, er det ikke i sig selv et succeskriterium. BLS Invest er for langsigtede medinvestorer, der har tålmodighed til at investere langsigtet.

I 2015 blev der i afdelingen BLS Invest afdeling Globale Aktier KL skabt et afkast på 16,26 procent efter omkostninger, og i BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK blev der skabt et afkast på 16,44 procent efter omkostninger. I BLS Invest afdeling Danske Aktier KL blev der skabt et afkast på 32,37 procent efter omkostninger

Selv om vi ikke mener, at det giver mening at sammenligne afdelingernes afkast med det løbende mar-

# Ledelsesberetning

---

kedsafkast, bør investeringsfilosofien betyde, at der kan skabes et langsigtet afkast der, efter alle omkostninger, er bedre end de generelle markedsafkast.

Siden etableringen den 30. september 2008 har BLS Invest afdeling Globale Aktier KL opnået et afkast efter omkostninger og med geninvesterede udbytter på 154,49 procent, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 12,75 procent. Markedsafkastet, målt ved MSCI All Countries verdensindekset (MSCI ACW), inkl. geninvesterede udbytter, er i samme periode i alt steget med 97,72 procent eller med 9,86 procent om året. BLS Invest afdeling Globale Aktier KL har således givet et afkast, der årligt har været 3,89 procentpoint højere end markedsafkastet.

BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK har siden etableringen den 28. november 2014 givet et afkast efter omkostninger på 14,82 procent svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 13,61 procent. I samme periode er MSCI ACW-indekset, inklusive geninvesterede udbytter, steget med 9,91 procent, eller i gennemsnit med 9,11 procent om året. BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK har således givet et afkast, der årligt har været 4,50 procentpoint højere end markedsafkastet.

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL har siden etableringen den 26. februar 2008 givet et afkast efter omkostninger og inkl. geninvesterede udbytter på 147,96 procent, svarende til et årligt afkast på 12,28 procent. I samme periode er markedsafkastet, målt ved OMX Copenhagen Capped indekset, inklusive geninvesterede udbytter, i alt steget med 99,19 procent eller i gennemsnit med 9,19 procent om året. BLS Invest afdeling Danske Aktier KL har således givet et afkast, der årligt har været 3,09 procentpoint højere end markedsafkastet.

## **Omkostninger**

Omkostninger er noget, som alle investorer bør forholde sig til. Naturligvis også medinvestorerne i BLS Invest. Omkostninger vil altid fragå afkastet, og selv hvis afkastet er negativt, vil der fortsat være omkostninger ved at investere i aktier.

Derfor er det fornuftigt at forholde sig til omkostningerne ved at investere.

I BLS Invest er der en direkte sammenhæng mellem afkast og omkostninger. Det betyder, at omkostningerne er lave, relativt til sammenlignelige investeringsafdelinger, såfremt der ikke skabes et positivt afkast til foreningens medinvestorer.

Danske investeringsforeninger, der investerer i danske aktier, har ifølge brancheorganisationen InvesteringsFondsBranchen en gennemsnitlig administrationsomkostning på 1,36 procent, mens tallet for globale aktieafdelinger er på 1,56 procent.

Til sammenligning er de løbende faste omkostninger i BLS Invests udbyttebetalende afdelinger på 1 procent årligt. Hertil kommer et resultatafhængigt honorar på 10 procent af et eventuelt positivt afkast.

I år, hvor der ikke kan skabes positive afkast til medinvestorerne i en udbyttebetalende BLS Invest afdeling, vil omkostningerne derfor være lavere end for de fleste sammenlignelige afdelinger. Omvendt, så kan omkostningerne være højere i år, hvor der skabes positive afkast. Alle afkast i foreningens afdelinger er naturligvis opgjort efter fradrag af såvel løbende omkostninger som det afkastafhængige honorar.

For 2015 er de samlede administrationsomkostninger, inklusive det afkastafhængige honorar, på 3,87 procent for BLS Invest afdeling Danske Aktier KL, mens det er 2,56 procent for BLS Invest afdeling Globale Aktier KL og 2,54 procent for BLS Invest afdeling Globale Aktier AKK.

Omkostningsniveauet for 2015 har, bortset fra de løbende faste omkostninger på 1 procent i de udloddede afdelinger, ingen indflydelse på omkostningerne i 2016 eller efterfølgende år. Der skal for 2016 alene betales et afkastafhængigt honorar, hvis der skabes et positivt afkast.

Det er også en betingelse, at investeringsandelens indre værdi er højere end ved udgangen af 2015. Hvis den indre værdi eksempelvis falder med 10 procent, skal dette fald først indhentes, før der igen kan beregnes et afkastafhængigt honorar.

Selv om denne omkostningsmodel betyder, at omkostningerne kan variere betydeligt fra år til år, så er det bestyrelsens holdning at denne "no cure, low pay" model er i medinvestorerens bedste interesse.

## **Aktiemarkedene i 2015**

Udviklingen på de globale aktiemarkeder var i 2015 i betydelig grad påvirket af udsving i valutakurserne. Målt i lokale valutaer faldt MSCI All Countries verdensindekset således med 0,7 procent, mens det målt i danske kroner steg 8,98 procent. Amerikanske aktier, målt ved Standard & Poor's 500-indekset, steg 1,37 procent i dollar, og med 13,15 procent målt i danske

# Ledelsesberetning

---

kroner. Europæiske aktier, målt ved MSCI Europe-indekset, steg med 2,24 procent i lokal valuta og med 8,45 procent målt i danske kroner.

Forskellen i afkastene skyldes i høj grad, at den amerikanske dollar gennem året blev styrket over for såvel euro som danske kroner. Det betød dels, at aktier handlet i dollar alt andet lige steg målt i danske kroner, og betød endvidere at danske og europæiske eksportører fik en konkurrencemæssig fordel, fordi de enten kunne øge værdien af deres indtjening baseret i dollar, eller reducere priserne uden at skade indtjeningen målt i danske kroner eller euro. Omvendt blev amerikanske virksomheder med en stor eksponering mod udenlandske valutaer ramt af den højere dollarkurs.

For det danske aktiemarked var 2015 endnu et år med generelt store kursstigninger, hvilket betød at OMX Copenhagen Capped indekset ved årets udgang var steget med 30,83 procent.

For de globale aktiemarkeder var det i høj grad fortsat usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst, især i Kina men også i Europa, der var i fokus i 2015.

Den økonomiske situation i USA nu er blevet så meget forbedret at den amerikanske centralbank, Federal Reserve, i december 2015 hævede renten fra 0-0,25 procent til 0,25-0,50 procent. Det var den første amerikanske renteforhøjelse siden 26. juni 2006, hvor renten blev hævet til 5,25 procent.

I Eurozonen er den ledende rente fra Den Europæiske Centralbank dog fortsat negativ, og selv om arbejdsløsheden faldt i eurozonen i løbet af 2015, var der i november 16,9 mio. arbejdsløse i eurozonen, svarende til 10,5 procent af arbejdsstyrken. Til sammenligning var arbejdsløsheden på 7,2 procent i begyndelsen af 2008.

Der var i løbet af 2015 fokus på tegn på en opbremsning af væksten i Kina, og især på meget store kursudsving på de kinesiske aktiemarkeder. Fra at være topet i første halvdel af året faldt kinesiske A-aktier sidenhen med omtrent 50 procent.

Men selv om den kinesiske vækstrate ser ud til at være aftagende, ventes fortsat generelt en økonomisk vækst på 6-7 procent, hvilket er langt højere end i den vestlige verden. Samtidig er Kinas økonomi i gang med en transformation, fra at være investeringsdrevet til fremover i højere grad at være drevet af stigende indenlandsk forbrug.

Det er eksempelvis værd at bemærke, at den disponible indkomst i verdens mest folkerige land er vokset med 12-13 procent i gennemsnit over de sidste fem år, med pæne lønstigninger og en relativ lav inflation.

Derfor ser BLS Invests rådgiver stadig gode muligheder i en selektiv eksponering mod Kina. Det er en eksponering, der blandt andet er tilfældet med investeringerne i restaurantkæden Yum! Brands og luksusvareproducenterne LVMH og Richemont.

2015 var også karakteriseret ved voldsomme fald i råvarepriserne. Især har der været et stort fokus på stærkt faldende oliepriser, fordi udbuddet langt har overgået efterspørgslen, uden at OPEC og andre store olieeksporterende lande har ønsket at skære i produktionen.

En lav oliepris er umiddelbart godt for det meste af verden, da lavere udgifter til benzin og opvarmning gavner forbrugerne. Dertil kommer, at olieprisen har indflydelse på en række produktionsomkostninger på alt fra flybilletter til plastemballage.

Porteføljerne i BLS Invest har generelt en høj forbrugseksponering, og derfor er de faldende oliepriser alt andet lige godt for foreningens porteføljevirkomheder.

Og en stor del af porteføljeselskaberne i BLS Invest har ikke kun nydt godt af, at forbrugerne har fået flere penge mellem hænderne. Selskaberne har også profiteret af deres "pricing power", hvilket betyder, at de i høj grad har været i stand til at fastholde salgspriserne, selvom produktionsomkostninger i form af lavere råvarepriser er faldet.

Dette kan kun lade sig gøre fordi selskaberne har utroligt stærke brands og unikke positioner hos forbrugeren. Eksempler herpå er den amerikanske café-kæde Starbucks og verdens største kuffert-producent Samsonite. Således ventes indtjeningen på flere måder at påvirkes positivt, uanset tempoet og styrken i olieprisen og råvareprisernes fald, hvilket også vil have en afsmittende effekt på aktiekursen før eller siden.

De markante prisfald på olie og andre råvarer har dog medført en bekymring på aktiemarkederne, især i forhold til udviklingslandene, da eksempelvis lande som Brasilien og Rusland i høj grad er afhængige af eksport af råvarer. Udviklingen medførte eksempelvis, at brasilianske aktier målt ved MSCI Brazil-indekset i 2015 faldt med 34,56 procent målt i kroner.

Set i et længere perspektiv er der dog fortsat et betydeligt potentiale i udviklingslandene, drevet af en stigende befolkning, højere levestandarder, bedre uddannelsesniveauer og en højere urbanisering. Derfor er foreningens afdelinger da også fortsat eksponeret mod udviklingslandene, blandt andet i form af den finske elevatorproducent Kone, Mead Johnson Nutrition, der er en af verdens ældste og største virksomheder inden for ernæring til babyer, og den danske cementkoncern FLSmidth.

## **BLS Invest afdeling Danske Aktier KL**

Det højeste afkast i BLS Invest afdeling Danske Aktier KL blev leveret af SimCorp, der leverer porteføljestyresystemer til den finansielle sektor, og som har været en del af afdeling Danske Aktier KL siden opstarten i slutningen af februar 2008. I løbet af 2015 gav selskabet et yderst tilfredsstillende afkast på 144 procent. Baggrunden for kursstigningen er omtalt mere udførligt i afsnittet om foreningens globale afdelinger.

Udover SimCorp var ingrediensvirksomheden Chr. Hansen, insulinproducenten Novo Nordisk samt speditøren DSV de største positive bidragsydere.

Chr. Hansen gav i 2015 et afkast på 62 procent, hvilket var et resultat af en høj vækst i såvel omsætning som indtjening og med stigende indtjeningsmarginale. Efter investeringer i nye produktionsfaciliteter i Avedøre er det forventningen, at Chr. Hansen også over de kommende år vil opnå højere vækstrater i indtjeningen end i salget i kraft af en bedre udnyttelse af kapaciteten.

Værdiskabelsen forventes således at være fortsat stigende. Forretningen i Chr. Hansen er stabil. De højere vækstrater i 2015 kan blandt andet tilskrives EU's beslutning om at fjerne mælkekvoterne 30 år efter vedtagelsen af disse. Produktionen af mælk har således været støt stigende. En større del er blevet omdannet til ost, som produceres ved hjælp af enzymer fra Chr. Hansen.

Chr. Hansen producerer også en række mikrokulturer, der anvendes af især fødevarerproducenter, for eksempel til at gøre deres produkter mere sundhedsfremmende. Kulturforretningen har stor fremdrift som en del af det tiltagende sundhedsfokus i såvel det Danmark som globalt.

Sidste "ben" i Chr. Hansen er divisionen for naturlige farver til brug i mad og drikke. Mens europæiske lande over de seneste år for en stor del er skiftet over til brugen af naturlig farve, er det amerikanske marked fortsat domineret af syntetiske farver, der er billigere og nemmere at arbejde med for producenterne. Men som i Europa er det stigende fokus på sundere føde- og drikkevarer med til at fremme substitueringen af syntetiske farver med naturlig farve. Hertil kommer, at den stærke amerikanske dollar positivt påvirker Chr. Hansens indtjening på det amerikanske marked.

Den stærke dollar har også været positivt for Novo Nordisk, der steg 56 procent i 2015. Nordens mest værdifulde selskab har størstedelen af omkostningerne i Danmark, og en stor omsætning i USA, der ikke alene er vokset målt i dollar, men på grund af dollarstyrkelsen er vokset endnu mere målt i danske kroner. Samtidig kom en stor del af mulighederne for fremtidig vækst i USA på plads, da de amerikanske myndigheder godkendte det langtidsvirkende insulin præparat Tresiba efter midlet allerede har været godkendt i Europa og Japan gennem flere år.

Det amerikanske marked er med længder den største indtjeningsmulighed for producenter af insulin, hvoraf langtidsvirkende insulin udgør en relativ stor del. Det amerikanske marked for betaling af medicin, herunder insulin til diabetes behandling, er ikke reguleret, som det kendes fra Europa. Priserne kan således forhandles mere frit, og har derfor haft en positiv udvikling de seneste mange år. Dette har været en af grundene til, at priserne på det amerikanske marked historisk har haft en attraktiv udvikling, der har bidraget til Novo Nordisks imponerende vækstrater.

Udsigterne til yderligere prisstigninger er dog mere usikre med et stigende fokus fra de amerikanske myndigheder på adgangen til medicin. Dynamikken på det amerikanske marked er dog sund, hvor selskabets største konkurrent, franske Sanofi, og Novo Nordisk efter rådgivers vurdering agerer fornuftigt og langsigtet.

Speditøren DSV har haft et godt år, hvor der er blevet eksekveret på strategien og forretningen har været hjulpet af store udsving i fragtrater, hvilket skaber gode kår for speditører som DSV, og amerikanske Expeditors, der er en del af foreningens globale afdelinger.

# Ledelsesberetning

---

DSV foretog i efteråret 2015 et stort opkøb, da amerikanske UTi blev erhvervet. UTi tilføjer DSV en større eksponering mod det amerikanske marked, men ligeledes også mod de mere profitable områder inden for sø- og luftfragt. Store opkøb kommer ikke uden problemstillinger, men det er indtrykket, at den kompetente ledelse, anført af Jens Bjørn Andersen og Jens Lund, vil være i stand til at gøre integrationen af UTi til en succes.

Over de seneste år har DSV foretaget store investeringer i deres IT infrastruktur, således at alle kontorer og forretningsområder fungerer på den samme platform. Det amerikanske opkøb vurderes at kunne få stor fordel af at komme med på denne platform, da det er en af svaghederne i UTi. Ved at blive en del af DSV's verdensomspændende platform ventes den lavere rentabilitet over de kommende år at blive hævet, og over en årrække komme op på niveau med DSV's høje indtjeningsmarginaler.

Integrationen af de to selskaber vil kræve detaljeret planlægning og stærk eksekvering, hvilket har været kendetegnende for DSV i 2015. En stærk kultur med kompetent ledelse er gennemsyret i DSV fra toppen på direktionsgangen til ledelseslag på kontorerne overalt i verden. Opkøbet af UTi inkluderede udstedelse af nye aktier, og den enkelte aktionærs ejerandel er således blevet mindre. Det er dog rådgivers vurdering, at opkøbet vil skabe værdi for langsigtede medejere af DSV, der efter sammenlægningen vil blive et af verdens største speditørselskaber. Investorerne belønnede præstationen i 2015 med en kursfremgang på 45 procent.

FLSmidth havde omvendt et svært 2015, med et negativt afkast på 9 procent. De store fald i råvarepriser har ført til en afdæmpet investeringslyst blandt selskabets kunder, især inden for salget af cementanlæg. Indtjeningen i FLSmidth har derfor været under pres, men det er BLS Invests rådgivers vurdering, at ledelsen i selskabet gør de rigtige ting for at få højere stabilitet, og vækst, i indtjeningen.

Kapitalafkastene i selskabet er da også på et forholdsvis højt niveau trods store immaterielle aktiver fra tidligere store investeringer og opkøb. Dette skyldes, at forretningen grundlæggende ikke er særlig kapitaltung. Når kunder bestiller store anlæg i FLSmidths cement- eller mineraldivisioner, kræver det store forudbetalinger. Dette mindsker mængden af den kapital, FLSmidth selv skal binde, hvilket er positivt for genereringen af pengestrømme og dermed værdiskabelsen. Rådgiver

finder ledelsens udmeldte fokus på kapitalafkast meget positivt, og afgørende for den værdi langsigtede medejere ventes at opnå.

Mens de globale afdelinger ikke har nogle investeringer i banker, er BLS Invest Danske Aktier KL investeret i Ringkjøbing Landbobank, der det seneste år steg med 33 procent. Banken med hjemsted i det vestlige Jylland leder fortsat den danske banksektor med såvel den laveste omkostningsprocent samt den højeste forrentning af egenkapitalen, trods en solid kapitalbase.

I 2015 har Landbobanken opnået stigende indtægter på trods af fortsat pres på rentemarginalerne, uden at det vurderes at være gået ud over kreditkvaliteten. For at illustrere styrken af forretningsmodellen i Landbobanken, der fokuserer på nicheområder, kan man sammenligne med Danmarks største bank, Danske Bank. Over en tiårig periode er indtjening pr. aktie i Ringkjøbing Landbobank steget med omkring 8,6 procent om året i gennemsnit, mens tilsvarende nøgletal for Danske Bank er faldet med 12 procent.

Meget af denne højere vækst kan tilskrives, hvad man kan kalde 'jysk købsmandsskab', som ikke i nær så høj grad har været følsom over for den globale finanskrisen. I samme periode har store nedskrivninger i Danske Bank mindsket muligheden for at udlodde kapital til aktionærene. Landbobanken har derimod kunnet tilbagebetale næsten halvanden milliard kroner over den tiårige periode svarende til et gennemsnit på 3 procent af markedsværdien pr. år, mens Danske Bank ikke har betalt et udbytte i årene fra 2008 til 2012, og set over de seneste ti år blot udbetalt 2 procent af markedsværdien tilbage pr. år. Ringkjøbing Landbobank er et godt eksempel på den langsigtede værdi i at fokusere på stabilitet, forudsigelighed og en god ledelse.

BLS Invest Danske Aktier KL afhændede ingen selskaber i 2015. Til gengæld blev høreapparatproducenten William Demant genkøbt til porteføljen efter at selskabet blev solgt i 2014, efter en periodes relativt svage kursudvikling. Vi ser fortsat William Demant som den langsigtede vinder i høreapparatsbranchen, grundet et rigtigt strategisk fokus.

## **BLS Invest afdeling Globale Aktier KL og afdeling Globale Aktier AKK**

Med et afkast på 144 procent i 2015 indhentede SimCorp rigeligt kurstabt fra året før på 22 procent. I løbet af 2015 oplevede SimCorp en acceleration i salget til nye kunder, hvor kontrakter fra den store franske

# Ledelsesberetning

---

kapitalforvalter AXA og den schweiziske storbank UBS var blandt de vigtigste.

Da salget af licenser til eksisterende kunder samtidig udviklede sig positivt kunne SimCorp opjustere forventningerne ved aflæggelsen af selskabets halvårsregnskab til glæde for investorerne. Højere vækstrater i SimCorps omsætning er særdeles positivt, da en forholdsvis stor andel af mersalget ender på bundlinjen, eftersom størstedelen af selskabets omkostninger er faste og uafhængige af salgsudviklingen.

Accelerationen i salget igennem 2015 var ikke uventet, men snarere resultatet af en proces, der strækker sig over længere tid og som administrerende direktør Klaus Hølse har stor andel i, siden han tiltrådte i 2012. SimCorp mangler dog endnu at få gang i det enorme nordamerikanske marked, og har derfor foretaget nogle ændringer i både organisationen og salgsmodellen.

Mens europæiske kunder historisk betaler store summer ved installation af porteføljestyringsystemet, søger amerikanske kunder typisk mere abonnementslignende løsninger, hvor betalingerne er mindre, men flere. De mindre betalinger og en længere periode medfører at det ofte er afdelingschefer, der træffer beslutningerne hos kunden, mens store betalinger, typisk i omegnen af 3-5 millioner euro, kræver beslutningskompetencer fra et højere niveau i organisationen.

Abonnementsbetalingerne forventes at blive mere profitable efter 5 års løbetid, og grundet produktets langsigtede natur, forventes de langvarige kontrakter således at blive mere profitable end den tidligere model med store betalinger ved installation af styresystemet. Det er glædeligt, at SimCorp i starten af 2016 har fået to underskrevne aftaler med amerikanske forvaltere.

Næsthøjeste afkast i de globale afdelinger kom fra den amerikanske indeksudbyder MSCI med en fremgang på 72 procent i 2015. MSCI er verdensledende inden for udbud og beregning af alskens aktieindekser på blandt andet regioner, industrier, sektorer og investeringsstile.

Sammen med gode vækstrater i salget har det i årets løb også været et fokus på profitabilitet, der har begejstret investorerne og drevet kursudviklingen. I starten af 2015 fik den amerikanske aktivistinvestor ValueAct en repræsentant i MSCI's bestyrelse, hvilket førte til flere ændringer. Det har blandt andet ledt til en større transparens, så man kan se hvor indtjeningen genereres, og dermed fokusere indsatsen.

Ledelsen har således valgt at rapportere pr. forretningsområde, hvilket betyder for indeksforretningen samt en mindre enhed, der laver software for risikostyring til kapitalforvaltningssektoren. Det har vist sig, at rentabiliteten i indeksforretningen, ikke overraskende, ligger på et højt niveau med en driftsindtjening i procent af salget på omkring 70. Året bød desuden på store tilbagebetalinger af kapital til aktionærene.

MSCI betalte i 2014 for første gang udbytte, og meddelte samtidig, at de i alt ville tilbagebetale 1 milliard dollars inden for en to-årig periode, svarende til omkring 20 procent af markedsværdien på daværende tidspunkt. Allerede i efteråret 2015 var disse penge dog bragt tilbage i aktionærernes lommer, og et nyt aktietilbagekøbsprogram på yderligere 1 milliard dollars blev lanceret. Selvom gældssætningen i selskabet er øget over det seneste halvandet år, er forretningsmodellen og pengestrømmen så tilpas stabil og voksende, at det ikke vurderes at være et problem for den fremtidige udvikling.

I 2015 besøgte endnu flere kaffeelskere, eller blot kofeintrængende, en af Starbucks' 23.000 caféer verden over, og bidrog dermed til værdiskabelsen i selskabet. Aktiekursen fulgte samme retning opad med et afkast på 65 procent.

Afkastudviklingen afspejler et år, hvor mange ting lykkedes for Starbucks. Salget i eksisterende butikker forsætter med at stige og stige, og selv i hjemlandet USA ligger fremgangen på 8-9 procent. Det er høje tal for såkaldte quick-service-restauranter, der som segment ellers er under pres.

Antallet af caféer ventes fortsat at vokse i de kommende år, også i USA. I hjembyen Seattle er der naturligt mange caféer, men på østkysten er mængden af Starbucks caféer i forhold til indbyggere til sammenligning markant mindre. Ser man uden for USA er der fart på, og der er nu flere caféer i Shanghai, end der er i New York.

Ekspansionen af nye caféer i Kina fortsætter i høj grad, og der ventes at åbne omkring 500 om året, eller i gennemsnit omtrent tre caféer hver anden dag. Prisen for en kop kaffe hos Starbucks er i Kina helt på niveau med USA. Dette kan kun lade sig gøre i kraft af Starbucks ekstremt stærke brand. Da omkostningerne ved at drive Starbucks i Kina er væsentlig mindre, gør det, at indtjeningspotentialet i Kina er enormt.

# Ledelsesberetning

---

En fjerdedel af Starbucks omsætning kommer fra en loyalitetsordning, hvor kunderne er udstyret med et såkaldt My Starbucks Reward kort. En så stor andel er meget høj sammenlignet med andre kæder og bekræfter selskabets position og bevidsthed hos forbrugeren. Henover julen fik hver sjette amerikaner således et kort til Starbucks.

Ikke nok med det, har Starbucks også taget næste skridt og udviklet en løsning, hvor gæster via en applikation på deres smartphone kan bestille og betale for deres kaffe og kage på vej hen til caféen, så kaffen er klar ved ankomst. Derved oplever Starbucks færre og mindre køer i butikkerne, hvilket igen kan være med til at øge antallet af gæster. Applikationen har været en stor succes og bliver nu også lanceret i Canada og Storbritannien.

Detailhandel har i disse år generelt svære kår. Der er øget pres fra online-handel og parallelimport verden over, hvor standardiserede varer ofte vil kunne findes billigere ved en grundig søgning på internettet. Den amerikanske reservedelsforhandler AutoZone er dog ikke påvirket af denne trend i samme grad og havde en meget positiv kursudvikling i 2015, hvor aktien steg med 34 procent, målt i danske kroner.

Fordelen for en reservedelsforhandler er, at bilejere er nødt til at have en reservedel, der passer til lige præcis deres bil. Det kan være svært at gennemskue hos en online-forhandler, og derfor har bilejeren brug for hjælp fra AutoZones medarbejdere til at finde den rette del, så bilen kan køre videre igen. AutoZone har dog selv et site til online handel, omend den kun bidrager med en mindre del af salget.

Der var ikke de store nyheder fra selskabet i 2015, og investorerne var derfor ikke i tvivl om at belønne AutoZone på deres langsigtede kvaliteter. AutoZone er meget veldrevet, har høje indtjeningsmarginer samt store og voksende pengestrømme og belønner aktionærerne med årligt tilbagevendende udlodninger gennem store aktietilbagekøbsprogrammer.

## Kun få udskiftninger

Den omhyggelige udvælgelse af selskaber til BLS Invest afdelinger med høje krav til stabilitet, forudsigelighed og lødighed for indtjening, balance og ledelse betyder, at afdelingerne ofte er medejere i mange år i porteføljeselskaberne. Derfor er der heller ikke en stor løbende udskiftning i porteføljernes selskaber.

Et af årets nye selskaber i de globale afdelinger er den engelske formuerådgiver St. James's Place, der nyder godt af et skifte i pensionsindustrien, samt et øget behov og fokus på opsparing. Selskabet har ansat 2.200 partnere, som de kaldes, der hver især plejer sin egen kundeportefølje.

St. James's Place står for alt det bagvedliggende lige fra IT infrastruktur til hvilke kapitalforvaltere man tilbyder kunderne, for derved at udnytte skalafordelen, så omkostningerne holdes nede. De større britiske banker søger generelt mod mere og mere velhavende segmenter, hvilket efterlader en stor mængde lidt mindre formuende kunder til St. James's Place. Mange af kunderne kommer via henvisninger fra eksisterende kunder, hvilket betyder at kunderne er uhyre tilfredse. Stabiliteten i forretningen er god, da formuende privatpersoner kun sjældent skifter rådgivere – og hvis de gør dette på et tidspunkt, hvor de endnu ikke er profitable for St. James's Place koster det endda et beløb at udtræde.

Baseret på selskabets historik, mister de generelt ikke mere end fem procent af den forvaltede formue om året, og den årlige betaling fra selskabets omkring 500.000 kunder er to procent af deres indeståender.

Blandt årets laveste afkast findes den amerikanske kreditkortudsteder American Express samt kasinoselskaberne Sands China og Galaxy Entertainment.

Kasinoerne på Macau har igen i 2015 haft et udfordrende år, BLS Invests rådgiver ser fortsat meget positivt på de muligheder fremtiden bringer. Kasinoomsætningen på øen har godt nok været under pres gennem de sidste halvandet år, hvor især VIP-spillerne, de såkaldte "highrollers", har været færre, mens massemarkedsgambling har været mindre ramt.

Det er dog ikke udelukkende negativt, idet indtjeningen i forhold til omsætningen er højere på massemarkedet. Selskabernes indtjeningsmarginer og kapitalafkast bør således kunne nå højere niveauer, når massemarkedet i løbet af 2016, for første gang siden ophævelsen af kasinomonopolet tilbage i 2002, ventes at blive større end VIP markedet.

Trods presset fra en mindre omsætning er afkastene på selskabernes investering stadig rigtig gode – om end de tidligere var uhyre høje. Med investeringerne i Sands China og Galaxy Entertainment finder BLS Invests rådgiver, at der er investeret i industriens langsigtede vindere. Sands China står således godt placeret



# Ledelsesberetning

---

i forhold til at vinde stort på de kommende års infrastrukturudvidelser, der vil øge mængden af, blandt andet, kinesere, der kommer til øen.

Med en markedsandel målt på antallet af hotelværelser på 40 procent, hvilket er klart ledende, vil mange af disse tilrejsende tilbringe natten på et af selskabets hoteller, og dermed bidrage til den fremtidige indtjening og værdiskabelse. Galaxy Entertainment vurderes at have en helt central konkurrencefordel i deres kinesiske oprindelse og ledelse, og har derfor en større indsigt i den kinesiske kultur end de resterende operatører med vestlig oprindelse og kasinoerfaring, der vil komme til gavn i den fremtidige opbygning af yderligere kapacitet. Det er rådgivers vurdering, at Galaxys ubegygnede grunde er uhyre attraktive for den fremtidige udvikling.

Amerikanske American Express havde i 2015 et negativt afkast på 15 procent målt i danske kroner. En betydende årsag til den negative udvikling var, at kreditkortudstederens aftale med detailkæden Costco blev opsagt i 2015 med effekt fra april 2016. Aftalen gav Costco muligheden for at udbyde udvalgte kunder et kort fra American Express – hvad der på engelsk kaldes "co-branding".

Disse kort har udgjort omkring 10 millioner, eller 10 procent, af alle udestående kort i American Express, men hele 20 procent af udlånsporteføljen, der er en attraktiv forretning for American Express. Ledelsen har i løbet af året således haft fokus på at langtidssikre de resterende co-brand aftaler, ligesom der har været et fokus på at forsøge at genvinde kunderne fra Costco-aftalen på anden vis, da blot hver tredje af deres køb på kortene fra Costco, rent faktisk har været foretaget i en af kædernes butikker. De resterende to tredjedele har således været i andre butikker. Opsigelsen af aftalen skal ses som et tegn på ledelsens fokus på udelukkende at være part i langsigtede, værdiskabende aftaler, hvor denne desværre ikke kun genforhandles på betingelser, der var acceptable for begge parter.

Samtidig arbejdes der på højtryk på at få solgt kreditporteføljen fra Costco, hvor den store amerikanske bank Citi nævnes som en sandsynlig køber. Kreditporteføljen er attraktiv, da kortholdere hos American Express generelt har en høj indkomst og relativt stort rådighedsbeløb. Positivt er det, at ledelsen igen i 2015 har formået at styrke omkostningssiden i driften, som det også har været tilfældet de seneste mange år. De faste omkostninger i den eksisterende forretning mind-

skes således med 1-3 procent om året, mens der løbende investeres i nye tiltag.

Der tilbagebetales samtidig nærværd 10 procent af selskabets markedsværdi til selskabets ejere. Det er glædeligt, at størstedelen af dette foregår ved tilbagekøb af egne aktier, når prissætningen som følge af den negative kursudvikling er blevet mere attraktiv.

## Forventninger til 2016

Forventningerne til 2016 bygger på forventningerne til indtjeningen i de virksomheder, som foreningens afdelinger er investeret i. Foreningens afdelinger investerer udelukkende i virksomheder, som forventes at klare sig godt og præstere fremragende, også i 2016. Dette ventes indtjeningen for de kommende regnskaber også at bekræfte. Ved indgangen til 2016 forventes egenkapitalen i gennemsnit med 35 procent for selskaberne i såvel de globale afdelinger som i BLS Invest Danske Aktier KL.

Derfor er det rådgivers forventning, at virksomhedernes positive værdiskabelse på sigt også vil vise sig i form af attraktive udlodninger og afkast fra porteføljevirkomhederne.

Dog vil afdelingernes specifikke afkast naturligvis bestemmes af selskabernes kursudvikling, der i nogen grad påvirkes af den generelle udvikling på aktiemarkedene, som især på kort sigt i høj grad er påvirket af ændrede forventninger til blandt andet den globale økonomiske vækst, valutaudsving og råvarepriser i 2016.

At forudsige kortsigtede udsving i økonomien, valutaer og råvarer, og hvordan det specifikt vil påvirke enkeltaktier, er efter vores mening lige så svært at gøre kvalificeret, som at satse på rouletten i et kasino.

Vi har intet problem med folk der spiller roulette, især hvis de gør det på et kasino ejet af Sands China eller Galaxy Entertainment. Men for BLS Invest er målet at identificere en mindre gruppe virksomheder, der kan forventes at være værdiskabende, i forventning om at aktiemarkedet i hvert fald på mellemlang og lang sigt vil belønne den type virksomheder.

## Ledelsesberetning

---

Udviklingen i råvarepriser, valutakurser og især markedsforventninger til den økonomiske udvikling spiller naturligvis en stor rolle i aktiemarkedets værdiansættelse af børsnoterede virksomheder. Men det er vores vurdering, at det ikke rykker afgørende ved udviklingen for de selskaber, som BLS Invest er investeret i, der i betydelig grad er karakteriseret ved lav gæld, stor stabilitet og modstandskraft mod ændringer i økonomien.

Det er foreningens rådgivers vurdering, at BLS Invests porteføljer er attraktivt prisfastsat, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder. Aktuelt ligger selskabernes frie pengestrømme på mere end fem procent af aktuelle markedsværdier i alle foreningens afdelinger. Til sammenligning vil en investor, der ejer en fem-årig dansk statsobligation i begyndelsen af 2016 få et afkast på 0,33 procent.

## Risikoforhold i foreningens afdelinger

Risikoprofilen i foreningens afdelinger er først og fremmest bestemt i foreningens vedtægter og investeroplysninger. I forlængelse heraf fastlægger bestyrelsen desuden en række detaljerede investeringsretningslinjer for forvalteren 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 afkastet vil udvikle sig i fremtiden.

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standardafvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
Globale Aktier KL	13,2%	27,3%	27,3%	5	Høj
Globale Aktier Akk.	18,2%	14,5%	14,5%	6	Høj
Danske Aktier KL	13,5%	58,1%	58,1%	5	Høj

## Maksimalt registreret kursfald

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

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

## Risikoskalaen i Væsentlig Investorinformation

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

Tabellen sidst i afsnittet viser indplaceringen af foreningens afdelinger på risikoskalaen ultimo 2015. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

## Risikovurdering

Som det fremgår af tabellen er det tilfældet for alle afdelinger, at standardafvigelser og tal for maksimalt tab er relativt høje. På denne baggrund vurderes risikoen forbundet med investering i afdelingerne som høj.

Aktivklasserne taget i betragtning er risikoniveauet imidlertid som forventet.

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

## Risikofaktorer og risikostyring

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

### 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.

Sammenlignet med andre foreninger er afdelingerne i BLS Invest karakteriseret ved en fordeling på relativt få selskaber, og færrest for afdeling Danske Aktier KL.

Markedsrisikoen søges ikke begrænset i foreningens aktieafdelinger, idet den nuværende investeringspolitik er, at der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum.

### 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.

### Key man risiko

Visse investeringer kan være afhængige af nøglepersoner med særlig viden eller markedskontakter for at sikre det bedst mulige afkast. Forlader disse personer af den ene eller anden årsag projektet eller investeringsfonden kan afkastudviklingen afvige væsentligt fra det forventede. I særlige tilfælde må investeringsaktiviteten helt indstilles.

### 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.

### Risiko på kontantindestående

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

### Udstederspecifik risiko

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

Styring af udstederspecifik risiko sker ved begrænsning af positioner i det enkelte selskab. I foreningens afdelinger anvendes den begrænsning, der gælder for specialforeninger i lov om investeringsforeninger m.v. Reglen lyder, at der maksimalt må investeres 10% i et enkelt selskab.

### Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2015

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
Globale Aktier KL	26	9,8%	32%
Globale Aktier Akk.	26	9,8%	32%
Danske Aktier KL	13	10,1%	49%

# Ledelsesberetning

---

Investeringsuniverset bevirker, at der er forskel i spredningen af porteføljen i afdelingerne. Afdeling Danske Aktier KL er mest koncentreret, mens afdelingerne med globale aktier er lidt bredere diversificeret.

Afkastudviklingen i afdelingerne vil i høj grad være eksponeret til udstederspecifik risiko, og afkastet kan derfor variere en del fra markedsudviklingen.

## 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 2015.

## Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2015

Afdeling	DKK og relateret EUR	USD	GBP	JPY	Øvrige
Globale Aktier KL	22%	47%	7%	-	24%
Globale Aktier Akk.	22%	47%	8%	-	23%
Danske Aktier KL	100%	-	-	-	-

En stigning eller et fald i dollaren over for danske kroner vil som det fremgår få en væsentlig effekt på afkastet i afdelingerne med globale aktiere.

Af tabellen ses det endvidere, at en væsentlig eksponering er til kroner eller valutaer, der kun svinger lidt over for kroner, nemlig EUR.

I afdeling Danske Aktier KL kan valutarisikoen siges at være mere begrænset. Afdelingen kan have aktier udstedt i fremmed valuta, lige som der er en indirekte valutaeksponering, idet en væsentlig del af selskaberne i afdelingen har betydelige indtægter i fremmed valuta.

## Fund Governance

### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsfonde mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Foreningens ledelse er omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., men ledelsen søger at anvende de detaljerede myndighedsregler, der gælder for ledelsen af danske UCITS (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities). De grundlæggende rammer er da 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 en forvalter, investeringsforvaltningsselskabet Nykredit Portefølje Administration A/S, der leder foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt en depositar, 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.

### Generalforsamling og investorforhold

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

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

### Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af fire 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 investorenes 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, der varetager opgaverne som forvalter.

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

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

Alle bestyrelsesmedlemmer er på valg hvert år. 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 ikke sat en aldersgrænse for bestyrelsens medlemmer.

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 forvalter. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsaf-lønning i investeringsforvaltningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administration

# Ledelsesberetning

---

A/S's bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner forvalteren i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens investoroplysninger.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og forvalteren 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 hos forvalteren samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og forvalterens direktion.

Direktionen hos forvalteren 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 [bls-invest.dk](http://bls-invest.dk).

## Delegering og eksterne leverandører af servicedydelser

Forvalteren og foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Investeringsrådgivning, marked maker funktionen og distribution.

De delegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen hos forvalteren. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de delegerede opgaver.

## Handel med investeringsbeviser

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og investoroplysninger, der kan hentes via hjemmesiden [bls-invest.dk](http://bls-invest.dk).

Foreningen har via forvalteren indgået aftaler om betaling af tegningsprovision 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 forvalteren, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringskik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbeskyttelse og god skik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

## Handel med underliggende værdipapirer

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

## Risikostyring og regnskabsafslutning

Foreningens finansielle risici styres inden for rammerne af vedtægter, investoroplysninger og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med forvalter, porteføljeforvalter og en depositar. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. Direktionen hos forvalteren rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte compliance-oversigter.

Bestyrelsen fører tilsyn med, at forvalteren 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 foreninger, har foreningen aktionær- eller investorrettigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller foreningernes generalforsamlinger.

## Revisionen

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

## Væsentlige aftaler

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

### Depositaraftale

Foreningen har en depositaraftale med Nykredit Bank A/S. Ifølge aftalen skal depositar opbevare og forvalte værdipapirer og likvide midler for hver af foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depositatar påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 1,2 mio. kr. mod 1,1 mio. kr. året før.

### Administrationsaftale

Foreningen har en administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S. Ifølge aftalen skal Nykredit Portefølje Administration A/S varetage de administrative opgaver og den daglige ledelse i foreningen i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, 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. købs- og salgstransaktion samt ved salg og indløsning af andele. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på hjemmesiden.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration 5,1 mio. kr. mod 4,6 mio. kr. året før.

### Aftaler om porteføljeforvaltning

Foreningen har en porteføljeforvaltningsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Ifølge aftalen skal porteføljeforvalter foretage skønmæssig 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. Desuden betales i afdelingerne Danske Aktier KL og Globale Aktier KL et gebyr, der afhænger af afkastet i den enkelte afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investeroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til porteføljeforvalter 57,0 mio. kr. mod 23,8 mio. kr. året før.

### Samarbejdsaftale

Foreningen har indgået en markedsføringsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen.

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring 4,8 mio. kr. mod 4,4 mio. kr. året før.

### Revision

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 65 t.kr. mod 46 t.kr. året før. I 2015 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor udover det, der vedrører den lovpligtige revision.



## Generalforsamling 2016

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 19. april 2016.

### Udlodning

For 2015 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse, at udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger bliver som vist i tabellen herunder.

### Bestyrelsens forslag til udlodning for 2015

Afdeling	Udlodning*
Globale Aktier KL	229,00 kr.
Danske Aktier KL	263,00 kr.

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

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar

Foreningens ledelse har vurderet, at foreningen ind til videre ikke har et behov for en egentlig politik vedrørende samfundsansvar.

### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Foreningens opgave er at sikre et optimalt afkast af foreningens investeringer. Det er bestyrelsens holdning, at foreningen, i det omfang foreningens stemmeret på en generalforsamling kan være med til at sikre opfyldelsen af dette mål, vil vurdere anvendelsen af stemmeretten.

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

Foreningen vil i sin stemmeafgivelse støtte virksomheder, som ledes med et formål om at tjene aktionærernes og hermed foreningens interesser og investeringspolitik.

### 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.

## Forhold vedrørende ledelsen

### Direktionen

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

Adm. direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige ledelseshverv:  
Ingen.

Direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige ledelseshverv:  
Bestyrelsesformand i Investeringsfundsbranchen

### Foreningens bestyrelse

**Poul Almlund**, formand  
Syrenvej 3, Sørup, 3480 Fredensborg

Født: 1947

Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Øvrige ledelseshverv: Ingen.

### Chris Bigler

Kildeskovsvej 69 A, 2820 Gentofte

Født: 1970

Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Øvrige ledelseshverv: Direktør i Sport Danmark A/S og koncernforbundne selskaber.

### Anne Christina Skjønnemand

Ole Bruuns Vej 8, 2620 Charlottenlund

Født: 1965

Indvalgt i bestyrelsen: 2014

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Nykredit Livsforsikring A/S, Topdanmark Liv Holding A/S og Topdanmark Livsforsikring A/S.

### Mikael Øpstun Skov

Hafnia Tankers ApS, Tuborg Boulevard 5, 2900 Hellerup

Født: 1963

Indvalgt i bestyrelsen: 2013

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Clipper Group A/S, Clipper Group Ltd., Danmarks Rederiforening og datterselskaber i Hafnia-gruppen. Adm. Direktør i Hafnia Tankers ApS.

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2015 afholdt 5 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2015 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 310 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 100 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 70 t.kr.

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

## Afdelingsberetning

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

## Investeringsområde og profil

Afdeling Globale Aktier KL har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

## Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 16,26%. Afkastet findes tilfredsstillende og er på niveau med ledelsens forventninger primo året

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har globale aktier udtrykt ved indekset MSCI All Countries inklusive nettoudbytter givet et afkast på 8,98% i 2015.

Afdelingens nettoresultat blev på 254,9 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.790,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.926,90 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 229,00 kr. pr. andel.

## Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 13,2% 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.

De primære risikofaktorer for afdeling Globale Aktier KL er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Afdeling Globale Aktier KL indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

Afdelingens markedsrisiko og valutarisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investeroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

## Nøgletal

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	16,26	5,53	24,57	20,69	2,19
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.926,90	1.788,34	1.779,40	1.474,85	1.329,04
Udlodning pr. andel (i kr.)	229,00	154,00	82,00	50,00	120,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	2,56	1,60	3,51	3,18	1,17
Sharpe ratio	0,95	1,08	1,92	0,78	0,55
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	254.881	88.316	224.128	81.845	7.106
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.790.791	1.580.805	1.490.207	685.425	295.786
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	930	884	837	466	222
Omsætningshastighed	0,34	0,62	0,62	0,45	0,89

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

## Globale Aktier KL

---

<b>Resultatoppgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	-	4
	Renteudgifter	-45	-3
2	Udbytter	33.923	30.160
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>33.878</b>	<b>30.161</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	269.879	88.525
	Afledte finansielle instrumenter	8	43
	Valutakonti	292	-558
	Øvrige aktiver/passiver	58	15
4	Handelsomkostninger	-1.828	-2.259
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>268.409</b>	<b>85.766</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>302.287</b>	<b>115.927</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>44.255</b>	<b>24.709</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>258.032</b>	<b>91.218</b>
	<b>Skat</b>	<b>3.151</b>	<b>2.902</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>254.881</b>	<b>88.316</b>
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	212.824	136.129
	Overført til udlodning næste år	750	222
	<b>Overført til formuen</b>	<b>41.307</b>	<b>-48.035</b>

# Globale Aktier KL

---

## Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	7.851	935
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>7.851</b>	<b>935</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	255.529	152.138
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.529.142	1.437.477
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.784.671</b>	<b>1.589.615</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	-	1
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-</b>	<b>1</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	706	-
	Aktuelle skatteaktiver	1.805	1.033
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.511</b>	<b>1.033</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.795.033</b>	<b>1.591.584</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.790.791</b>	<b>1.580.805</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.563	10.779
	Gæld vedrørende handelsafvikling	679	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.242</b>	<b>10.779</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.795.033</b>	<b>1.591.584</b>
10	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

# Globale Aktier KL

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 22.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 24.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 40 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 42.

	2015	2014		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	-	4		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>-</b>	<b>4</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	2.914	2.414		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	31.009	27.746		
<b>I alt udbytter</b>	<b>33.923</b>	<b>30.160</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	64.015	10.701		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	46.739	-18.178		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	136.676	88.843		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	22.449	7.159		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>269.879</b>	<b>88.525</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-2.567	-2.725		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	739	466		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-1.828</b>	<b>-2.259</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	221	221	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Markedsføringsomkostninger	3.473	-	3.473	
Gebyrer til depotselskab	737	-	737	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	36.025	-	36.025	
Fast administrationshonorar	3.586	-	3.586	
Øvrige omkostninger	130	62	192	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>43.970</b>	<b>285</b>	<b>44.255</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	200	200	
Revisionshonorar til revisorer	20	2	22	
Markedsføringsomkostninger	3.098	-	3.098	
Gebyrer til depotselskab	752	-	752	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	17.261	-	17.261	
Fast administrationshonorar	3.225	-	3.225	
Øvrige omkostninger	44	107	151	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>24.400</b>	<b>309</b>	<b>24.709</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	33.923	30.160
Ikke refunderbare udbytteskatter	-3.866	-3.552
Kursgevinster og -tab til udlodning	218.893	135.525
Udlodningsregulering	8.657	-1.231
Udlodning overført fra sidste år	222	157
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>257.829</b>	<b>161.059</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-44.255	-24.710
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>213.574</b>	<b>136.349</b>
<b>7 Kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen. Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 43.		
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	1.580.805	1.490.207
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-136.129	-68.673
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	13.914	-394
Emissioner i året	379.686	238.826
Indløsninger i året	-302.370	-168.499
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4	1.022
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	212.824	136.129
Overført til udlodning næste år	750	222
Overført fra resultatopgørelsen	41.307	-48.035
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.790.791</b>	<b>1.580.805</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	884	837
Emissioner i året	144	145
Indløsninger i året	-98	-98
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>930</b>	<b>884</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,18	99,20
Øvrige finansielle instrumenter	0,44	0,06
<b>I alt</b>	<b>99,62</b>	<b>99,26</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,38	0,74
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling Globale Aktier Akk. har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

Afdelingen er akkumulerende.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 16,44%. Afkastet findes tilfredsstillende, og er på niveau med ledelsens forventninger.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har globale aktier udtrykt ved indekset MSCI All Countries inklusive nettoudbytter givet et afkast på 8,98% i 2015.

Afdelingens nettoresultat blev på 5,2 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 63,0 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.148,24 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 2015 været 18,2% 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 afdeling Globale Aktier Akk. er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Afdeling Globale Aktier Akk. indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

Afdelingens markedsrisiko og valutarisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investoroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

## Nøgletal

Årets afkast i procent  
Indre værdi pr. andel (i kr.)  
Omkostningsprocent  
Sharpe ratio  
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)  
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)  
Andele ultimo (i 1.000 stk.)  
Omsætningshastighed

	2015	2014*
Årets afkast i procent	16,44	-1,39
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.148,24	986,11
Omkostningsprocent	2,54	0,42
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	5.241	-412
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	63.021	28.619
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	55	29
Omsætningshastighed	0,41	0,04

\*) Afdelingen har været aktiv fra 28. november 2014.



## Globale Aktier Akk.

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014*</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-2	-
1	Udbytter	942	19
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>940</b>	<b>19</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	5.818	-336
	Afledte finansielle instrumenter	1	-
	Valutakonti	-29	27
3	Handelsomkostninger	-76	-1
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>5.714</b>	<b>-310</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>6.654</b>	<b>-291</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>1.317</b>	<b>119</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>5.337</b>	<b>-410</b>
	<b>Skat</b>	<b>96</b>	<b>2</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.241</b>	<b>-412</b>

\*) Afdelingen har været aktiv fra 28. november 2014.

## Globale Aktier Akk.

---

### Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	476	99
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>476</b>	<b>99</b>
5	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	8.948	2.836
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	53.710	25.752
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>62.658</b>	<b>28.588</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	-	3
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>-</b>	<b>3</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	25	-
	Aktuelle skatteaktiver	27	-
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>52</b>	<b>-</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>63.186</b>	<b>28.690</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>63.021</b>	<b>28.619</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	165	71
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>165</b>	<b>71</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>63.186</b>	<b>28.690</b>
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 22.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 24.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 40 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 42.

### 1 Udbytter

Noterede aktier fra danske selskaber	79	-
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	863	19

**I alt udbytter** **942** **19**

### 2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele

Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	1.821	-
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	1.271	-90
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	1.183	34
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	1.543	-280

**I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele** **5.818** **-336**

### 3 Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-125	-12
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	49	11

**I alt handelsomkostninger** **-76** **-1**

### 4 Administrationsomkostninger 2015

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
Honorar til bestyrelse mv.	-	8	8
Revisionshonorar til revisorer	20	2	22
Markedsføringsomkostninger	105	-	105
Gebyrer til depotselskab	118	-	118
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	790	-	790
Fast administrationshonorar	202	-	202
Øvrige omkostninger	70	2	72

**I alt administrationsomkostninger 2015** **1.305** **12** **1.317**

### Administrationsomkostninger 2014

Honorar til bestyrelse mv.	-	4	4
Revisionshonorar til revisorer	2	-	2
Markedsføringsomkostninger	5	-	5
Gebyrer til depotselskab	26	-	26
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	40	-	40
Fast administrationshonorar	15	-	15
Øvrige omkostninger	27	-	27

**I alt administrationsomkostninger 2014** **115** **4** **119**

### 5 Kapitalandele

%

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen. Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 43.

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	28.619	-
Emissioner i året	30.407	29.018
Indløsninger i året	-1.313	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	67	13
Overført fra resultatopgørelsen	5.241	-412
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>63.021</b>	<b>28.619</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	29	-
Emissioner i året	27	29
Indløsninger i året	-1	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>55</b>	<b>29</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,91	99,40
Øvrige finansielle instrumenter	0,75	0,35
<b>I alt</b>	<b>99,66</b>	<b>99,75</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,34	0,25
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling Danske Aktier har til formål at investere i selskaber handlet på NASDAQ OMX Copenhagen A/S samt i selskaber, hvis aktier handles på et andet reguleret marked i Danmark.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 32,37%. Afkastet findes tilfredsstillende og er på niveau med ledelsens forventninger primo året

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har det danske aktiemarked udtrykt ved OMXC Capped inklusive udbytter givet et afkast på 29,26% i 2015.

Afdelingens nettoresultat blev på 167,1 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 618,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.786,10 kr. pr. andel. For 2015 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 263,00 kr. pr. andel.

## Nøgletal

Årets afkast i procent
Indre værdi pr. andel (i kr.)
Udlodning pr. andel (i kr.)
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>
Sharpe ratio
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)
Andele ultimo (i 1.000 stk.)
Omsætningshastighed

## Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 13,5% 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.

De primære risikofaktorer for afdeling Danske Aktier KL er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Da afdeling Danske Aktier KL's investeringsunivers er begrænset til Danmark, anses afdelingens markedsrisiko som værende højere end investeringer i det globale aktiemarked.

Afdelingens markedsrisiko søges ikke begrænset, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen normalt holdes på et minimum.

Selskabsspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne på en række selskaber fordelt på flere brancher. Spredningen sker i henhold til vedtægternes bestemmelser som fremgår af foreningens investeroplysninger. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

2015	2014	2013	2012	2011
32,37	5,29	28,15	24,33	-8,69
1.786,10	1.540,95	1.590,95	1.333,95	1.085,23
263,00	235,00	134,00	100,00	15,00
3,87	1,50	3,69	2,45	1,03
1,08	1,02	1,60	0,23	0,04
167.058	36.637	158.817	92.810	-34.676
618.473	524.482	738.748	530.413	372.163
347	340	465	397	343
0,13	0,17	0,65	0,41	0,71

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

## Danske Aktier KL

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2015</b>	<b>2014</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-148	-2
1	Udbytter	11.763	12.761
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>11.615</b>	<b>12.759</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	178.734	33.573
3	Handelsomkostninger	-1	-50
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>178.733</b>	<b>33.523</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>190.348</b>	<b>46.282</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>23.290</b>	<b>9.645</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>167.058</b>	<b>36.637</b>
5	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	91.069	79.985
	Overført til udlodning næste år	327	4
	<b>Overført til formuen</b>	<b>75.662</b>	<b>-43.352</b>

# Danske Aktier KL

---

## Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	2.698	14.494
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>2.698</b>	<b>14.494</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	617.731	462.114
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-	51.473
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>617.731</b>	<b>513.587</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>620.429</b>	<b>528.081</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>618.473</b>	<b>524.482</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.956	3.599
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.956</b>	<b>3.599</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>620.429</b>	<b>528.081</b>
9	<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 22.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 24.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 40 under "Foreningens noter".

Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 findes på side 42.

### 1 Udbytter

Noterede aktier fra danske selskaber	10.374	11.034
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.389	1.727

**I alt udbytter** **11.763** **12.761**

### 2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele

Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	96.463	64.133
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	78.385	-23.578
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	1.724	3.651
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	2.162	-10.674
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber, realiserede	-	41

**I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele** **178.734** **33.573**

### 3 Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	-555	-648
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	554	598

**I alt handelsomkostninger** **-1** **-50**

### 4 Administrationsomkostninger 2015

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
Honorar til bestyrelse mv.	-	80	80
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Markedsføringsomkostninger	1.214	-	1.214
Gebyrer til depotselskab	313	-	313
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	20.233	-	20.233
Fast administrationshonorar	1.334	-	1.334
Øvrige omkostninger	73	22	95

**I alt administrationsomkostninger 2015** **23.186** **104** **23.290**

### Administrationsomkostninger 2014

Honorar til bestyrelse mv.	-	66	66
Revisionshonorar til revisorer	20	2	22
Markedsføringsomkostninger	1.284	-	1.284
Gebyrer til depotselskab	303	-	303
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	6.480	-	6.480
Fast administrationshonorar	1.408	-	1.408
Øvrige omkostninger	31	51	82

**I alt administrationsomkostninger 2014** **9.526** **119** **9.645**



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>5 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	11.764	12.759
Kursgevinster og -tab til udlodning	106.070	94.908
Udlodningsregulering	-3.152	-18.227
Udlodning overført fra sidste år	4	205
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>114.686</b>	<b>89.645</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-23.290	-9.656
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>91.396</b>	<b>79.989</b>
<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen. Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 43.		
<b>7 Medlemmernes formue</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>
Medlemmernes formue primo	524.482	738.748
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-79.985	-62.222
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	20.291	11.824
Emissioner i året	355.304	203.063
Indløsninger i året	-368.994	-404.677
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	317	1.109
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	91.069	79.985
Overført til udlodning næste år	327	4
Overført fra resultatopgørelsen	75.662	-43.352
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>618.473</b>	<b>524.482</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	340	464
Emissioner i året	156	136
Indløsninger i året	-149	-260
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>347</b>	<b>340</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,26	96,59
Øvrige finansielle instrumenter	0,43	2,73
<b>I alt</b>	<b>99,69</b>	<b>99,32</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,31	0,68
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

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

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

### Præsentation af regnskabstal

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

### Resultatopgørelsen

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

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

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

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

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under kursgevinster og -tab på afledte finansielle instrumenter.

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

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

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

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

### Udlodning

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

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

### Balancen

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

Dagsværdien for unoterede afledte finansielle instrumenter opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvisning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i

# Foreningens noter

---

værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af tilgodehavende renter, udbytter m.m. og aktuelle skatteaktiver bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet.

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorenes formue.

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

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

## Omregning af fremmed valuta

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

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

## Nøgletal

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

## Afkast i procent

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

## Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorenes 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.

## ÅOP

Årlige omkostninger i procent er et udtryk for summen af administrationsomkostninger i procent, direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent, samt (maksimalt emissionstillæg i procent plus maksimalt indløsningsfradrag i procent) delt med 7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont. Til beregningen af ÅOP anvendes en gennemsnitsformue opgjort som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsåret. ÅOP opgøres på baggrund af balancetidspunktets aktuelle omkostningsniveau.

### **Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v.**

I henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. (FAIF-loven), jf. §61, stk. 3, pkt. 5 og 6 skal der gives følgende oplysninger.

Den samlede lønsum (lønninger og pensioner) for 2015 til ansatte hos forvalteren Nykredit Portefølje Administration A/S udgør 68.532 t.kr. (2014: 57.997 t.kr.), hvoraf 68.014 t.kr. (2014: 57.441 t.kr.) er fast løn og 518 t.kr. (2014: 556 t.kr.) er variabel løn.

Den samlede lønsum til ledelsen hos forvalteren udgør 4.891 t.kr. (2014: 5.929 t.kr.), hvoraf 3.616 t.kr. (2014: 4.606 t.kr.) er fast løn og 1.275 t.kr. (2014: 1.325 t.kr.) er variabel løn.

Enkelte ansatte hos forvalteren har i henhold til FAIF-lovgivningen væsentlig indflydelse på risikoprofilen for de forvaltede kapitalforeninger. Lønsummen for disse medarbejdere oplyses ikke, da oplysninger om enkeltpersoners individuelle løn således vil kunne udledes.

Der udbetales ikke præferenceafkast til nogen ansatte eller ledelsen hos kapitalforvalteren fra nogen af de forvaltede kapitalforeninger.

Der findes ikke oplysninger, som muliggør allokering af de samlede lønsummer til de enkelte forvaltede kapitalforeninger.

Det gennemsnitlige antal beskæftigede hos forvalteren i 2015 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 107 (2014: 95).

## Foreningens noter

<b>Hoved- og nøgletalsoversigt</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>
<b>Årets afkast i procent</b>					
Globale Aktier KL	16,26	5,53	24,57	20,69	2,19
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	16,44	-1,39	-	-	-
Danske Aktier KL	32,37	5,29	28,15	24,33	-8,69
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
Globale Aktier KL	1.926,90	1.788,34	1.779,40	1.474,85	1.329,04
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	1.148,24	986,11	-	-	-
Danske Aktier KL	1.786,10	1.540,95	1.590,95	1.333,95	1.085,23
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>					
Globale Aktier KL	229,00	154,00	82,00	50,00	120,00
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	263,00	235,00	134,00	100,00	15,00
<b>Omkostningsprocent</b>					
Globale Aktier KL <sup>*)</sup>	2,56	1,60	3,51	3,18	1,17
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	2,54	0,42	-	-	-
Danske Aktier KL <sup>*)</sup>	3,87	1,50	3,69	2,45	1,03
<b>Sharpe ratio</b>					
Globale Aktier KL	0,95	1,08	1,92	0,78	0,55
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	1,08	1,02	1,60	0,23	0,04
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
Globale Aktier KL	254.881	88.316	224.128	81.845	7.106
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	5.241	-412	-	-	-
Danske Aktier KL	167.058	36.637	158.817	92.810	-34.676
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
Globale Aktier KL	1.790.791	1.580.805	1.490.207	685.425	295.786
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	63.021	28.619	-	-	-
Danske Aktier KL	618.473	524.482	738.748	530.413	372.163
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
Globale Aktier KL	930	884	837	466	222
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	55	29	-	-	-
Danske Aktier KL	347	340	465	397	343
<b>Omsætningshastighed</b>					
Globale Aktier KL	0,34	0,62	0,62	0,45	0,89
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	0,41	0,04	-	-	-
Danske Aktier KL	0,13	0,17	0,65	0,41	0,71

1) Afdelingen har været aktiv fra 28. november 2014.

\* ) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocenten at variere fra år til år.

## Foreningens noter

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2015

Sektor	Papirnavn	Valu- ta	Kurs	Markedsværdi		
				Stk.	t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	USD	741,91	7.299	37.201	2,08%
	CIE Financiere Richemon-BR A	CHF	72,10	176.189	87.181	4,89%
	Galaxy Entertainment	HKD	24,45	3.908.622	84.710	4,75%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	144,90	32.934	35.613	2,00%
	Nirvana Asia	HKD	2,36	18.708.081	39.136	2,19%
	Samsonite	HKD	23,30	4.741.702	97.932	5,49%
	Sands China	HKD	26,55	2.577.771	60.666	3,40%
	Starbucks	USD	60,03	104.054	42.911	2,40%
	Yum! Brands Inc.	USD	73,05	110.825	55.616	3,12%
	Walt Disney Co	USD	105,08	121.127	87.439	4,90%
Daglige forbrugsgoder	Mead Johnson Nutrition	USD	78,95	84.600	45.885	2,57%
	Nestlé	CHF	74,55	110.801	56.689	3,18%
	Reckitt Benckiser	GBP	62,81	116.003	73.775	4,13%
Finans	American Express	USD	69,55	163.837	78.281	4,39%
	Berkshire Hathaway Inc-CI B	USD	132,04	39.046	35.418	1,98%
	Mcgraw.hill Cos Inc.	USD	98,58	66.679	45.157	2,53%
	Moody's Corp.	USD	100,34	96.797	66.724	3,74%
	MSCI	USD	72,13	84.575	41.909	2,35%
	St. James's Place	GBP	10,08	562.350	57.396	3,21%
Sundhed	Coloplast	DKK	557,00	120.650	67.202	3,77%
Industri & service	Expeditors	USD	45,10	259.625	80.439	4,51%
	Kone Oyj-B	EUR	39,17	306.296	89.534	5,02%
Teknologi	Mastercard Inc	USD	97,36	261.097	174.633	9,78%
	SimCorp	DKK	388,00	187.632	72.801	4,08%
	Visa Inc.	USD	77,55	103.046	54.898	3,08%
Råvare	U.I.E.	DKK	1.054,00	109.607	115.526	6,47%
Aktier i alt					1.784.672	100,00%
Beholdning i alt					1.784.672	100,00%

Valutakurser per 31. december 2015: CHF: 686,29, DKK: 100, EUR: 746,26, GBP: 1.012,54, HKD: 88,64 og USD: 686,98.

## Foreningens noter

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier AKK

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2015

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	USD	741,91	251	1.279	2,04%
	CIE Financiere Richemon-BR A	CHF	72,10	6.107	3.022	4,83%
	Galaxy Entertainment	HKD	24,45	144.328	3.128	4,99%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	144,90	1.070	1.157	1,85%
	Nirvana Asia	HKD	2,36	637.027	1.332	2,13%
	Samsonite	HKD	23,30	163.748	3.382	5,40%
	Sands China	HKD	26,55	88.615	2.085	3,33%
	Starbucks	USD	60,03	3.628	1.496	2,39%
	Yum! Brands Inc.	USD	73,05	3.832	1.923	3,07%
	Walt Disney Co	USD	105,08	4.259	3.074	4,91%
Daglige forbrugsgoder	Mead Johnson Nutrition	USD	78,95	2.875	1.559	2,49%
	Nestlé	CHF	74,55	3.829	1.959	3,13%
	Reckitt Benckiser	GBP	6.281	4.237	2.695	4,30%
Finans	American Express	USD	69,55	5.529	2.642	4,22%
	Berkshire Hathaway Inc-CI B	USD	132,04	1.317	1.195	1,91%
	Mcgraw.hill Cos Inc.	USD	98,58	2.333	1.580	2,52%
	Moody's Corp.	USD	100,34	3.384	2.333	3,72%
	MSCI	USD	72,13	2.736	1.356	2,16%
	St. James's Place	GBP	1.008	20.730	2.116	3,38%
Sundhed	Coloplast	DKK	557,00	4.450	2.479	3,96%
Industri & service	Expeditors	USD	45,10	9.760	3.024	4,83%
	Kone Oyj-B	EUR	39,17	10.580	3.093	4,94%
Teknologi	Mastercard Inc	USD	97,36	9.158	6.125	9,77%
	SimCorp	DKK	388,00	6.445	2.501	3,99%
	Visa Inc.	USD	77,55	4.044	2.154	3,44%
Råvare	U.I.E.	DKK	1.054,00	3.765	3.968	6,33%
Aktier i alt					62.657	100,00%
Beholdning i alt					62.657	100,00%

Valutakurser per 31. december 2015: CHF: 686,29, DKK: 100, EUR: 746,26, GBP: 1.012,54, HKD: 88,64 og USD: 686,98.

## Foreningens noter

---

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Danske Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2015

Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
				t.kr.	Procent
FLSmidth & Co A/S	DKK	240,00	245.297	58.871	9,53%
Ringkjøbing Landbobank A/S	DKK	1.500,00	41.052	61.578	9,97%
SimCorp A/S	DKK	388,00	157.569	61.137	9,90%
Christian Hansen Holding	DKK	431,70	72.962	31.498	5,10%
DSV A/S	DKK	271,70	215.076	58.436	9,46%
U.I.E.	DKK	1.054,00	56.005	59.029	9,56%
Coloplast B	DKK	557,00	112.194	62.492	10,12%
Jeudan A/S	DKK	778,00	75.260	58.552	9,48%
Novo Nordisk A/S B	DKK	399,90	153.504	61.386	9,94%
Københavns Lufthavne	DKK	3.781,00	9.093	34.381	5,57%
Matas A/S	DKK	133,00	154.326	20.525	3,32%
Topdanmark A/S	DKK	196,00	42.243	8.280	1,34%
William Demant	DKK	657,00	63.266	41.566	6,73%
Aktier i alt				617.731	100,00%
Beholdning i alt				617.731	100,00%



