



# **Kapitalforeningen BLS Invest**

Årsrapport  
2016



# Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Udviklingen i foreningen i 2016.....</i>	<i>8</i>
<i>BLS Invest årsberetning 2016.....</i>	<i>10</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>15</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>19</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>22</i>
<i>Generalforsamling 2017.....</i>	<i>23</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>23</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</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>
<i>Beholdningslister.....</i>	<i>44</i>

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

# Foreningsoplysninger

---

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007. Ultimo 2016 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 40  
CVR nr: 31 06 17 17  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.039  
Hjemmeside: blsinvest.dk

## Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

## Bestyrelse

Chris Bigler (formand)  
Ole Christiansen  
Anne Christina Skjønnemand  
Mikael Øpstun Skov

## Depositær

Nykredit Bank A/S

## Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## Finanskalender 2017

8. marts Meddelelse vedr. årsrapport 2016  
25. april Ordinær generalforsamling 2017  
29. august Halvårsmeddelelse 2017

## Porteføljerådgiver

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

# Ledelsespåtegning

---

Foreningens bestyrelse og forvalter har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2016 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 2016.

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 8. marts 2017

## **Forvalter**

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

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

## **Bestyrelse**

Chris Bigler  
Formand

Ole Christiansen

Anne Christina Skjønnemand

Mikael Øpstun Skov

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

---

## Til investorerne i Kapitalforeningen BLS Invest

### Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Kapitalforeningen BLS Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016, der omfatter resultatopgørelse, balance, noter og fællesnoter, 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.

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

### Grundlag for konklusion

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

### Centrale forhold ved revisionen

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

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

*Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter*

*Forholdet er behandlet således i revisionen*

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

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

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

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

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

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

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

## **Udtalelse om ledelsesberetningen**

Ledelsen er ansvarlig for den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

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

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

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

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

# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

---

## **Ledelsens ansvar for årsregnskabet**

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

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

## **Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet**

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

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

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



# Den uafhængige revisors revisionspåtegning

---

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

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

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

København, den 8. marts 2017

## **Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk  
Statsautoriseret revisor

Tenna Hauge Jørgensen  
Statsautoriseret revisor

## Udviklingen i foreningen i 2016

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 2016 af tre afdelinger.

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

### Afkastudviklingen

BLS Invest afdeling Danske Aktier KL og afdeling Globale Aktier KL gav i 2016 et afkast på henholdsvis -1,69% og 10,19% efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter, mens Globale Aktier Akk. opnåede et afkast på 9,51%.

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 2016'.

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2016 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 179,3 mio. kr. mod 427,2 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 2.705 mio. kr. ved udgangen af året mod 2.472 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 2016'.

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

## Omkostninger i 2016

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 45,0 mio. kr. mod 68,9 mio. kr. året før.

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

En oversigt over omkostningsprocenten for de enkelte afdelinger i foreningen er vist i tabellen 'Omkostningsprocenter'.

## Aktiviteter i foreningen i 2016

I juni måned blev lovforslag L 123 vedtaget i Folketinget. Loven medførte, at udstedelse af ex-kupon andele i foreningens udloddende aktieafdelinger blev forbudt. Dette ville hvert år afstedkomme en uhenigtsmæssighed i de første måneder ind til generalforsamlingen. Nye midler investeret i disse afdelinger ville modtage udlodning ved generalforsamlingen, og investor ville da blive beskattet af foregående års skattemæssige gevinster, selvom investor ikke havde deltaget heri.

For at tilpasse foreningen til den nye skattemæssige lovgivning indkaldte bestyrelsen til en ekstraordinær generalforsamling den 5. oktober 2016 med henblik på en ændring af foreningens vedtægter. Ændringen af vedtægterne blev vedtaget, hvorved bestyrelsen kunne beslutte, at foreningens afdelinger udbetalte foreløbig udlodning for 2016 i januar 2017 i stedet for anvendelse af ex-kupon andele som i tidligere år.

# Ledelsesberetning

---

## Afkastudviklingen i 2016

Afdeling	Afkast 2016	Afkast 2015	Afkast 2014
Globale Aktier KL	10,2%	16,3%	5,5%
Globale Aktier Akk.	9,5%	16,4%	-1,4%
Danske Aktier KL	-1,7%	32,4%	5,3%

---

## Resultat og formue i 2016

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Globale Aktier KL	178,9	1.972,4	1.867,17
Globale Aktier Akk.	9,8	99,4	1.257,47
Danske Aktier KL	-9,4	633,7	1.487,47

---

## Omkostningsprocenter

Afdeling	Omk.procent 2016	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014
Globale Aktier KL	2,09	2,56	1,60
Globale Aktier Akk.	2,40	2,54	0,42
Danske Aktier KL	1,01	3,87	1,50

---

## ÅOP i årsrapporten

Afdeling	ÅOP 2016	ÅOP 2015	ÅOP 2014
Globale Aktier KL	3,10	2,13	2,13
Globale Aktier Akk.	2,83	2,71	2,65
Danske Aktier KL	4,30	1,99	1,99

---

I henhold til ny standard fra Investeringsfondsbranchen skal ÅOP, som var gældende og dermed publiceret i foreningens prospekt og på hjemmesiden, pr. 31.12 vises i årsrapporterne, hvor de betegnes som "ÅOP i årsrapporten".

## BLS Invest årsberetning 2016

Som beskrevet i tidligere år anser BLS Invest investeringer i børsnoterede selskaber som en langsigtet aktivitet. En kort tidsperiode på blot 12 måneder er i denne henseende ikke nok til at vurdere, hvorvidt de rette investeringer er foretaget, da tidshorisonten for investeringerne er markant længere, og udskiftninger i porteføljerne få. Ikke desto mindre kan vi se tilbage på en blandet kursmæssig udvikling i 2016.

De absolutte afkast i BLS Invests globale afdelinger var tilfredsstillende i 2016, hvor afdeling Globale Aktier KL havde et afkast på 10,2 procent, efter alle omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter, mens afdeling Globale Aktier Akk., opnåede et afkast på 9,5 procent efter alle omkostninger. De globale aktiemarkeder, målt ved MSCI AC World, steg i året med 10,7 procent i danske kroner, inklusiv geninvesterede udbytter.

Siden opstart af afdeling Globale Aktier KL, den 30. september 2008 - og frem til udgangen af 2016, har afkastet været 180,4 procent, svarende til gennemsnitlige årlige afkast på 13,3 procent. Begge dele målt efter alle omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter. Dette er et meget tilfredsstillende langsigtet afkast, og til sammenligning har afkastet på verdensmarkedet, målt ved MSCI AC World i danske kroner, været 118,9 procent, eller 10,0 procent pr. år.

Afdeling Globale Aktier Akk har en kortere levetid, den blev oprettet 28. november 2014, og har i sin levetid opnået et afkast på 25,8 procent efter alle omkostninger, svarende til 11,6 procent pr. år, hvilket vi også vurderer som tilfredsstillende. I samme periode er verdensmarkedet, igen målt ved MSCI AC World, steget med 21,7 procent, svarede til 9,9 procent om året. De 25 måneder er ikke en lang horisont at vurdere afkast på, men vi er godt tilfredse med afdelingens gode opstart.

For afdeling Danske Aktier KL sluttede 2016 med et negativt afkast på -1,7 procent efter alle omkostninger og inklusiv geninvesterede udbytter. Dette er i sig selv ikke tilfredsstillende, men vi kan glæde os over, at selskabernes driftsindtjening har udviklet sig tilfredsstillende.

Siden opstarten 26. februar 2008 har afkastet været på 143,8 procent, svarende til en årlig forrentning på 10,6 procent, hvilket også er et meget tilfredsstillende langsigtet afkast. I 2016 steg det danske aktiemarked, målt ved KAXCAP, med 3,2 procent inklusive geninvesterede udbytter, og KAXCAP er steget med 105,6 procent siden opstarten på afdelingen, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast på 8,5 procent.

Historiske afkast er naturligvis ikke en garanti for fremtidig udvikling, men vi finder det glædeligt, at afdelingerne har levet op til foreningens langsigtede målsætning om absolutte afkast, der efter alle omkostninger er bedre end de generelle markedsafkast.

### Langsigtet økonomisk vækst

I løbet af 2016 brugte medier, politikere og økonomiske analytikere endnu engang masser af tid og spalteplass på verdensøkonomien, i forsøget på at forudsige den fremtidige retning. Blandt andet var den faldende vækst i Kinas bruttonationalprodukt et hyppigt emne og genstand for mediebevågenhed. Det er dog værd at bemærke, at der siden 1950 blot har været fire år, hvor den globale økonomiske realvækst - altså væksten justeret for inflation - har været lavere end to procent. Og for langt de fleste år har realvæksten faktisk været over tre procent. Vi vil ikke forsøge at forudsige, hvad den generelle økonomiske vækst vil være i fremtiden - uanset tidshorisonten. Men det er dog tankevækkende at historien viser, at en vækst på to procent - eller mere - efter alt at dømme ikke er et dårligt bud.

Påvirkningen fra briternes ønske om at forlade den europæiske union eller Donald Trumps valgsejr i USA vil måske influere på væksten i den ene eller anden retning og skabe kortsigtet volatilitet på markeder, men det er ikke af større betydning for valget af selskaber til foreningens afdelinger.

BLS Invest er drevet med en langsigtet investeringsfilosofi, og størstedelen af de selskaber, vi, sammen med vores medinvestorer har medejerskab i, har overlevet en, og i mange tilfælde endda to, verdenskrige, og står efter vores vurdering også stærkt stillet i en fremtid, hvor der efter alt at dømme fortsat vil være god global økonomisk vækst og stigende velstand i udviklingslandene. Trods en 23-dobling i realbruttonationalprodukt pr. kineser fra 1978 til 2015, er tallet stadig kun en fjerdedel af det amerikanske, og der vil således være langvarig mulighed for økonomisk fremgang og velstand i det store Kina, og for den sags skyld ligeså i en lang række andre udviklingslande, før disse når udviklede landes nuværende økonomiske niveau - med forbehold for eventuelle lokale bump på vejen.

Politisk turmult og økonomisk usikkerhed kan dog skabe udsving i aktiekurser, uagtet det underliggende sel-

skabs situation og fremtidsperspektiver, hvorfor foreningens rådgiver kontinuerligt forholder sig til prissætningen på de enkelte selskaber, og allokerer kapitalen efter de bedste muligheder for langsigtede afkast. Det kalder vi rebalancering af porteføljen.

## Rebalancering af porteføljen

Kursudvikling og -udsving har særligt over kortere tidsperspektiver ofte en afkobling fra udviklingen i værdiskabelsen i den underliggende forretning. Selskaberne i BLS Invest er alle prissat lavere end rådgivers vurdering af deres fundamentale værdier – dette er grundlæggende for det langsigtede afkastpotentiale. Pludselige kursfald kan således sammenlignes med brandudsalg og kan give gode muligheder for den langsigtede investor.

Den slags muligheder var der flere af i 2016, hvilket BLS Invest benyttede, som eksemplificeret ved nedenstående eksempler fra selskaber i de globale afdelinger.

Usikkerhed om den økonomiske udvikling i starten af året førte til generelt høje kursfald for selskaber i den finansielle sektor, herunder kreditvurderingsbureauerne S&P Global (tidligere kendt som McGraw-Hill Financials) samt Moody's, der begge faldt 20 procent uden fundamentale ændringer i forretningen. Dette bragte prissætningen på disse selskaber til endnu mere attraktive niveauer, hvilket blev udnyttet til at øge positionerne.

Kursudsving var der ligeledes i dagene efter Brexit, hvor særligt britiske finansielle selskaber som helhed oplevede store kursfald, uagtet hvorledes forretningen umiddelbart ville være påvirket af udtrædelsen af den europæiske union. Få timer efter åbningen på den britiske børs, var kursen på formuerådgiveren St. James's Place nede med mere end 40 procent målt i britiske pund – endnu mere i danske kroner grundet pundets kraftige fald. Dette blev udnyttet til at øge vægten markant, hvilket bidrog positivt til afkastet for resten af året, da kursen - inden årsskiftet - nåede at stige med mere end 30 procent. Da afdelingerne altid er fuldt investeret, altså ikke ligger inde med kontantbeholdninger af nogen betydning, kræver sådanne køb at andre positioner mindskes. I forbindelse med St. James's Place blev eksponeringerne til den schweiziske fødevariegigant Nestlé og britiske Reckitt Benckiser brugt til dette formål, da priserne her holdt sig relativt flade i dagene efter Brexit. Mange markedsdeltagere anser disse stabilt voksende forbrugsforretninger som obligationslignende investeringer med høje udbyttebetalinger og

stabil, forudsigelig vækst i pengestrømmene, og denne stabilitet bliver i nogle tider anset som mere attraktiv for visse markedsdeltagere. Salgene i disse selskaber skal ikke ses i lyset af manglende afkastmuligheder – mulighederne var blot større i St. James's Place, og derfor måtte der nødvendigvis sælges nogle af vores andre, vellidte aktier for at finansiere dette.

Foreningen er af den overbevisning, at man har god mulighed for gode, langsigtede afkast ved selv at købe ejerandele i vores selskaber, og herefter lade disse ligge i depotet i mange år. Ved at vores rådgiver BLS Capital forholder sig til aktiemarkedets til tider irrationelle tilbudspriser, kan der skabes mulighed for et højere afkast.

Investeringsfilosofien i BLS Invest er langsigtet, og handler således ikke om at skabe resultater på baggrund af kortsigtet handelsaktivitet. Men rebalanceringer er en del af rådgivers løbende og konstante stillingstagen til de muligheder et oftest kortsigtet aktiemarked kan bringe. Siden opstarten på afdeling Globale Aktier har disse løbende rebalanceringer bidraget i omegnen af to procentpoint til det årlige afkast – og i 2016 var dette bidrag ca. tre procentpoint.

## Når gode selskaber kommer i modvind

I de globale afdelinger, blev der i 2016 tilkøbt tre selskaber; det asiatisk fokuserede forsikrings- og livsforsikringsselskab Prudential Plc, sportsmærket Nike samt den amerikanske kosmetikproducent Estée Lauder. Årets frasalg var indeksudbyderen MSCI, restaurant-ejeren Yum! Brands, den schweiziske fødevarereproducent Nestlé, samt den malaysiske bedemandforretning Nirvana Asia, der i oktober - desværre - blev opkøbt af hovedaktionæren og en kapitalfond og efterfølgende afnoteret fra børsen.

Nike og Estée Lauder har begge været på rådgivers liste over potentielle medejerskaber i en lang periode, og hvad angår Nike har de været på listen siden idéen om en globalt fokuseret aktieafdeling opstod hos foreningen i 2007. Igennem perioden har Nike blot haft så stabil høj vækst i omsætning og indtjening, at prissætningen har været tilpas høj til, at afkastpotentialet blev vurderet højere i de eksisterende selskaber. I starten af 2016 faldt Nikes vækstrater på det store, nordamerikanske marked, hvorfra omkring 65 procent af driftsindtjeningen stammer. Samtidig oplevede nogle af selskabets konkurrenter højere vækstrater, og markedsdeltagere fik således en frygt for, om Nike havde mistet grebet om dele af kundegruppen, hvilket afledte en svagere kursmæssig udvikling, og dermed efter

rådgivers vurdering en tiltagende attraktiv prissætning. Vi har en stor tiltro til selskabets langsigtede potentiale som global markedsleder i en industri med god underliggende vækst, afkast på den investerede kapital over 40 procent og en stærk og værdifokuseret ledelse. Nikes historiske succes med forbrugerdrevet innovation og et fokus på at skabe vækst i salg, højere vækst i indtjening samt løbende at hæve afkastet på den investerede kapital, er helt på linje med de kriterier, BLS Invest søger hos sine selskaber. Nike er indbegrebet af en vinderkultur, hvor store dele af ledelsen er tidligere sportsfolk, som har medbragt viljen til at vinde til selskabet. Nuværende direktør, Mark Parker, har været i selskabet i mere end 30 år og er den blot tredje direktør, siden de spæde skridt til Nike blev taget i 1964. Nike har gennem årene skabt en global markedsleder med et årligt salg på mere end 32 milliarder amerikanske dollars - og et mål om at nå 50 milliarder i 2020.

Kosmetikproducenten Estée Lauder er ligeledes en global markedsleder. Sammen med franske L'Oréal, der tidligere har været en del af de globale afdelinger – opererer de i en attraktiv industri. Omsætningsvæksten i Nordamerika har, som tilfældet er med Nike, været under pres. Et af de vigtigste mærker i Estée Lauders portefølje af produkter er MAC. En stor del af MACs salg i USA går gennem stormagasiner, der i disse dage har svært ved at skabe den nødvendige kundetraffic og derfor oplever stærkt pres på omsætningen. Uden for USA vokser MAC fortsat med to-cifrede vækstrater, og det vurderes således ikke, at det er produkterne, forbrugerne ikke ønsker. De faldende vækstrater førte til en længere periode med svag kursmæssig udvikling.

Estée Lauder har over de seneste år taget markedsandele med vækstrater på omkring to procent højere end den generelle markedsvækst på cirka 5 procent. Den langsigtede målsætning er at vokse omkring et procentpoint hurtigere end markedet, og driftsindtjeningen i procent af salget skal øges fra omkring 15,5 procent i seneste regnskabsår til 17 procent i 2019.

Foreningens rådgiver ser generelt stigende udfordringer for detailhandel, da forbrugere i faldende grad er loyale over for specifikke og fysiske salgskanaler, men generelt fortsat er loyale over for deres favoritprodukter. Det vurderes således lettere at forstå det fremtidige værdiskabelsespotentiale for ledende mærker, end det er tilfældet for specifikke salgskanaler.

Frasalgene af MSCI og Yum! Brands skal ses i lyset af stigende prissætning efter pæne kursstigninger, særligt i 2015, samt markante ændringer i kapitaliseringen af

balancerne. Foreningens rådgiver sætter i høj grad pris på fleksible balancer uden særlig gældssætning, og begge porteføljer har således lav gæld eller endda flere kontanter i banken end udestående lån. I perioder som den nuværende, hvor historisk lave renter betyder, at prisen på kapital er nærværd ikke eksisterende, bliver denne fleksibilitet af mange ikke værdsat.

Den malaysiske bedemandsforretning Nirvana Asia blev tvungent frasolgt i efteråret, da stifteren og hovedaktionæren sammen med kapitalfonden CVC gav et købstilbud på 3 Hong Kong dollars pr. aktie. Allerede da budet blev lagt, var der 75 procent af stemmerne i selskabet der støttede tilbuddet, hvorfor vi blev tvunget til at sælge på et kursniveau, der, trods det var omkring 40 procent over de kurser, aktierne var tilkøbt i, undervurderede den langsigtede værdiskabelse i selskabet. Det bidrog således markant positivt til afkastet for året, men trods dette er vi ærgerlige over ikke at have muligheden for fortsat at være medejere.

I afdeling Danske Aktier blev den danske producent af allergivacciner ALK-Abello samt betalingsnetværksudbyderen Nets tilkøbt, mens FLSmidth, Topdanmark og Matas blev frasolgt porteføljen.

Nets blev tilkøbt porteføljen i forbindelse med selskabets børsnotering, og positionen er efterfølgende øget, da rådgiver finder forretningsmodellen stærk med forholdsvis pæn vækst i omsætningen på 5-6 procent, fortsat god mulighed for at øge indtjeningsgraderne, massiv generering af frie pengestrømme, samt at ledelsen bestående af direktør Bo Nilsson og finansdirektør Klaus Pedersen er særdeles kompetent og yderst motiveret for langsigtet fremtidig værdiskabelse.

## Selskabernes resultater

Indtjeningen i både afdeling Danske Aktier samt de globale afdelinger voksede glædeligt med omtrent 10 procent i 2016, og der forventes ligeledes vækstrater i underkanten af 10 procent for de kommende år. Grundet selskabernes høje indtjeningsmarginer og begrænsede behov for anlægsinvesteringer, vokser pengestrømmene i takt med indtjeningen. Pengestrømme er i vores optik den reelle indtjening i et selskab, da frie pengestrømme giver mulighed for stigende udlodninger, og udbyttevæksten har således også været omkring 10 procent i begge porteføljer gennem 2016.

God driftsmæssig udvikling udløser ikke nødvendigvis øjeblikkelig kursfremgang – det gjorde sig igen gældende sidste år i foreningens globale afdelinger.

# Ledelsesberetning

---

Et af disse eksempler var den tidligere omtalte britiske formuerådgiver St. James's Place. Som nævnt oplevede aktien massive kursfald efter Brexit, og trods pæne kursstigninger over resten af året, faldt kursen med 10,7 procent i danske kroner, inklusiv udbytter, over hele året. Forretningsmodellen går i sin enkelthed ud på, at St. James's Place modtager en årlig procentsats af den formue, de rådgiver omkring for deres kunder. Da omkring 70 procent af disse midler er placeret i værdipapirer i anden valuta end det britiske pund, steg formuen, målt i pund, gevaldigt henover året, samtidig med at tilgangen af midler fra eksisterende og nye kunder fortsat var i pæn fremgang. Ved udgangen af 2015 udgjorde formuen næsten 59 milliarder pund, hvorimod den var mere end 75 milliarder pund ved udgangen af 2016 – en stigning på mere end 25 procent. Forretningen er britisk funderet, og ud over en nylig investering i nogle få kontorer i Asien, har selskabet ikke forretning andre steder. Derfor så foreningens rådgiver en meget tydelig afkobling mellem underliggende forretningsmæssig fremgang og udvikling i aktiekursen, hvorfor positionen som tidligere nævnt blev øget henover året. Udbyttet udgør i dag omkring 3 procent af markedsværdien, og den stærke driftsmæssige fremgang forventes at resultere i årlige vækstrater i udbyttet på omkring 20 procent.

De højeste afkast i de globale afdelinger kom fra de to kasinooperatører på Macau, Galaxy Entertainment og Sands China, der steg med henholdsvis 44 og 40 procent i danske kroner, inklusiv udbytter, efter begge selskaber havde oplevet negativ kursudvikling i 2014 og 2015. Kasinoomsætningen på øen Macau, der er en speciel administreret del af Kina, har været negativt påvirket af centralregeringens øgede fokus på nedbringelse af korruption. Kasinoomsætningen faldt da fortsat i 2016, men begyndte at stige i andet halvår sammenlignet med andet halvår i 2015. Begge kasinoer har færdiggjort deres store investeringsprojekter, og Sands Chinas "The Parisian" stod således færdig og klar til succesfuld åbning i midten af september.

De positive takter i andet halvår kom blandt andet på baggrund af et stigende antal gæster til øen samtidig med, at gæsterne bliver længere og bruger flere penge pr. besøg. Og det er netop den tese BLS Invest har troet på igennem de sidste seks år, hvor vi har haft ejerskab i en eller flere af de blot seks kasinooperatører på øen. Vi har således holdt fast i vores ejerskab gennem den kursmæssigt hårde periode, og udnyttet kursfaldene til at købe flere aktier. Positionerne blev dog reduceret en smule i forbindelse med de pæne

kursstigninger i 2016 – rebalancering af porteføljer er ikke kun en disciplin, der relaterer sig til kursfald.

Danske Coloplast bidrog negativt til afkastet i såvel afdeling Danske Aktier som de globale afdelinger, da selskabet havde en negativ kursudvikling på 12 procent igennem året, trods et driftsmæssigt pænt år med god udvikling i pengestrømmene. I selskabets sidste regnskabsår, der sluttede i september 2016, havde Coloplast en organisk omsætningsvækst på syv procent, hvilket er pænt, men i bunden af de langsigtede mål om 7-9 procents årlig omsætningsvækst. Dette blev påvirket af en større amerikansk distributørs sammenlægning af en række lagre, og dermed et lavere ordreniveau til Coloplast indtil disse lagre igen var nedbragt. Administrerende direktør, Lars Rasmussen, kunne dog berette, at salget, primært i kontinens-afdelingen, fra distributører til de endelige brugere fortsat var tocifret, hvilket indikerer, at Coloplasts lavere ordreniveau vil være en midlertidig fase. Coloplast har en industriledende produktportefølje inden for flere af deres segmenter, og lanceringen af stomi-produktet SenSura Mio Convex var endda så succesfuldt, at produktionen ikke kunne følge med, og efterspørgslen var således højere, end det var muligt at levere. Vi ser fortsat positivt på selskabets muligheder, og bider mærke i, at prissætningen på fondsbørsen blot er blevet mere attraktiv grundet en tocifret indtjeningsvækst igennem seneste regnskabsår og tidligere nævnte 12 procents kursfald. Coloplasts forrenter den investerede kapital med omkring 80 procent, balancen er konservativt finansieret uden gæld, og de underliggende pengestrømme udgør omkring 4 procent af markedsværdien i dag.

Insulinproducenten Novo Nordisk har i mange år været en af danskernes favoritaktier, og de historiske resultater, samt afkast, har da også været imponerende. Sidste år havde Novo Nordisk dog den laveste kursudvikling i afdeling Danske Aktier, og faldt gennem 2016 med næsten 35 procent. Efter i mange år at have oplevet høje prisstigninger for insulin på det vigtige nordamerikanske marked, er der oplevet en stigende opmærksomhed herpå fra de amerikanske indkøbsorganisationer. Dette har sat et pres på omsætnings- og indtjeningsvæksten i verdensledende Novo Nordisk. Ledelsen måtte da også nedjustere de langsigtede forventninger til fremgangen i driftsindtjeningen fra 10 procent - over de næste 4-5 år, til 5 procent. Trods forventede prisfald på insulin i omegnen af 4-5 procent i 2017, og herefter en normalisering omkring 3 procent om året, ser vi positivt på Novo Nordisks muligheder for fremadrettet at skabe langsigtet aktionær-

værdi. Victoza, der udgjorde næsten 20 procent af omsætningen i 2016, og har omkring 50 procents markedsandel i USA, voksede tocifret i 2016, og er en stor indtjeningskilde for Novo Nordisk. Der ses samtidig muligheder for at anvende produktet i behandling af fedme. Både fedme og diabetes rammer, desværre, flere og flere mennesker verden over, og der bør således være en stigende efterspørgsel efter mere og mere insulin og andet diabetesrelateret medicin. Vi bider samtidig mærke i, at ledelsen har fastholdt målene om en forrentning af den investerede kapital på 125 procent og en konverteringsgrad fra indtjening til kontanter på 90 procent – hvilket er centrale elementer i rådgivers vurdering af selskabskvalitet. Selvom indtjeningen blot vil være svagt stigende de næste par år grundet faldende insulinpriser og øgede investeringer i forretningen, ser vi gode muligheder for, at Novo Nordisk igen, i årene efter, kan vokse i indtjening og pengestrømme med 5-10 procent. Dette skyldes blandt andet en stærk produktportefølje med mulighed for at tage markedsandele på det amerikanske marked. Vi har stor tillid til udnævnelsen af Lars Fruergaard til administrerende direktør og hans evner til at drive forretningen langsigtet og værdiskabende.

## Forventninger til 2017

Investeringsfilosofien og -strategien fokuserer på at være langsigtede medejere i kvalitetsselskaber med højt værdiskabespotentialer. Det er således forventningen til 2017, at disse selskaber vil fortsætte med at skabe de bedst mulige rammer for at skabe værdi for langsigtede medejere. Det primære kvalitetsmål for BLS Invest er forrentningen af den investerede kapital, der ved udgangen af 2016 var over 40 procent i foreningens porteføljer, hvilket understreger kvaliteten af forretningsmodellerne og de kompetente ledelser, der allokere den kapital, vi sammen har stillet deres forretning til rådighed.

Denne kvalitet forventes afspejlet i stigende indtjening og pengestrømme, hvilket bør føre til langsigtede kursstigninger og stigende udlodninger gennem såvel udbytter som aktietilbagekøbsprogrammer.

Mens kvalitet og værdiskabelse bør afspejles i den langsigtede kursudvikling, påvirkes værdipapirer på kortere sigt ofte af ikke fundamentale udviklinger, som eksempelvis politiske valg, udviklingen i renter, råvare og valutakurser. BLS Invest søger at give medinvestorer de bedste muligheder for at deltage i en langsigtet værdiskabelse, men kurser kan svinge meget over kortere perioder, og her føler vi os trygge ved, at foreningens rådgiver BLS Capital, forholder sig til, hvilke muligheder kursudsving måtte bringe.

Det er rådgivers vurdering, at begge porteføljer er af høj kvalitet, hvilket afspejles i høje afkast på den investerede kapital på omkring 42 procent for afdeling Danske Aktier, samt over 47 procent for begge globale afdelinger, samt lav eller endog ingen gæld. Guld kan dog købes for dyrt, men med en prissætning hvor de årlige frie pengestrømme udgør omkring 4,5 procent af markedsværdien for begge porteføljer, vurderes selskaberne fortsat attraktivt prisfastsat. Selskaberne besidder generelt evnen til selv at fastsætte sine priser, og dette er således reelle pengestrømme, der forventes at være beskyttet mod stigende inflation eller omkostningspres fra råvarepriser. Med disse selskaber ser fremtiden lys ud – også selv om kortsigtede kursudviklinger ikke kan forudsiges. Dette blev endnu engang bekræftet i 2016.



## 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 direktionen og foreningens investeringsrådgiver.

Dette og det følgende afsnit beskriver de væsentligste risikoforhold i foreningens afdelinger, og hvordan foreningens ledelse håndterer spørgsmålet om risici generelt. Afsnittet omhandler de risici, som ledelsen finder relevante, men skal ikke opfattes som en prioriteret og udtømmende opstilling i relation til alle forudsete og uforudsete scenarier.

### Risiko

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

### Standardafvigelse

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

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

### Maksimalt registreret kursfald

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

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

### Risikoskalaen i Væsentlig Investorinformation

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

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

### Risikovurdering

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.

# Ledelsesberetning

---

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standard-afvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risiko-vurdering
Globale Aktier KL	13,2%	27,3%	27,3%	5	Høj
Globale Aktier Akk. <sup>1)</sup>	13,9%	19,2%	19,2%	5	Høj
Danske Aktier KL	13,0%	58,1%	58,1%	5	Høj

Note: 1) For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal inkl. standardafvigelsen baseret på afkasttal der er blevet suppleret med afkast fra referenceindeks.

## 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.

Se hvilke af de nævnte risikofaktorer, der er særligt relevante for de enkelte afdelinger, i afdelingsberetningerne.

### Aktiemarkedsrisiko

Kursudviklingen på aktiemarkedene kan til tider svinge voldsomt, og kursværdien på aktier kan falde meget og hurtigt. Aktiemarkedene kan blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings aktieinvesteringer. Desuden vil markeds- og 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 søges holdt 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 markeds- og 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 over for 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 p.t. den begrænsning, at der maksimalt må investeres 10% af afdelingens formue i et enkelt selskab.

### Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2016

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
Globale Aktier KL	25	9,6%	36%
Globale Aktier Akk.	25	9,6%	36%
Danske Aktier KL	12	9,9%	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 2016.

## Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2016

Afdeling	DKK og EUR	USD relateret	GBP	JPY	Øvrige
Globale Aktier KL	22%	49%	12%	-	17%
Globale Aktier Akk.	21%	49%	12%	-	18%
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 aktier.

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, men ledelsen søger at anvende de detaljerede myndighedsregler, der gælder for ledelsen af danske UCITS. 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 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 (depotselskab), Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parters funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

### 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 ud over generalforsamlingen er foreningens hjemmeside [blsinvest.dk](http://blsinvest.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 investeroplysninger, 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, depositar samt foreningens rådgiver.

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 for foreningen. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsafklønning hos forvalteren. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administrations bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden person-sammenfald. Foreningen aflønner forvalteren i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens investeroplysninger.

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 blsinvest.dk.

## **Delegering og eksterne leverandører af servicenydelser**

Forvalteren og foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: Investeringsrådgivning, market maker, investorrådgivning, markedsføring og distribution.

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

## **Handel med investeringsbeviser**

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og investeroplysninger, der kan hentes via hjemmesiden blsinvest.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 markedsføringsskik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbekyttelse og god skik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

## **Handel med underliggende værdipapirer**

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

## **Risikostyring og regnskabsafslutning**

Foreningens finansielle risici styres inden for rammerne af vedtægter, investeroplysninger og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med forvalter, investeringsrådgiver og 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-overgater.

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

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

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

## **Foreningens aktionærrettigheder**

I de afdelinger, der investerer enten direkte i aktier eller i andre investeringsforeninger, har foreningen aktionær- eller investorrettigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller investeringsforeningernes 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 porteføljerådgivning.

### 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 alternative investeringsfonde m.v., lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depositar 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 investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP mv. 0,7 mio. kr. mod 1,2 mio. kr. året før.

### Forvaltningsaftale

Foreningen har en forvaltningsaftale 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. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investoroplysninger på hjemmesiden.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til administration 5,4 mio. kr. mod 5,1 mio. kr. året før.

### Aftaler om investeringsrådgivning

Foreningen har en aftale om investeringsrådgivning med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Ifølge aftalen skal rådgiver levere rådgivning, der kan danne grundlag for, at forvalteren kan træffe beslutninger om placering af investorernes midler. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for den enkelte afdeling.

Som led i aftalen betaler foreningen et gebyr, der afhænger af formuen i den enkelte afdeling. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til investeringsrådgiver 33,0 mio. kr. mod 57,0 mio. kr. året før.

### Samarbejdsaftale

Foreningen har 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 investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring 4,9 mio. kr. mod 4,8 mio. kr. året før.

### Revision

I 2016 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 51 t.kr. mod 65 t.kr. året før.

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



## Generalforsamling 2017

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 25. april 2017.

### Udlodning

For 2016 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse de foreløbige udlodninger, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2017. Udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger er angivet i nedenstående tabel.

### Bestyrelsens forslag til udlodning for 2016

Afdeling	Udlodning*
Globale Aktier KL	136,00 kr.
Danske Aktier KL	135,00 kr.

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

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar (SRI)

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

### Politik vedrørende det underrepræsenterede køn

Bestyrelsen vil løbende evaluere sine kompetencer og behovet for nye kompetencer. Hvis det bliver aktuelt at udskifte et medlem, vil bestyrelsen først og fremmest lægge vægt på kvalifikationer i forhold til den samlede bestyrelses kompetencefordeling. Såfremt to kandidater er lige kvalificerede i så henseende, vil bestyrelsen foretrække det køn, som måtte være underrepræsenteret for at opnå diversitet også i den henseende.

### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Bestyrelsen har fastlagt en politik for udøvelse af stemmerettigheder, herunder, at foreningen, i det omfang foreningens stemmeret på en generalforsamling kan være med til at sikre opfyldelsen af afkast til investorerne, vil vurdere anvendelsen af stemmeretten.

### Usikkerhed ved indregning eller måling

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

### Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold i foreningens afdelinger, der kan have påvirket indregningen eller målingen heraf.

### Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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

## Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledeshverv

### Bestyrelse

#### Chris Bigler

Bestyrelsesformand

---

Direktør, Sport Danmark A/S  
Født 1970, indvalgt i bestyrelsen 2007

---

Medlem af bestyrelsen for:  
Sport Danmark A/S og 3 koncernforbundne selskaber

#### Ole Christiansen

Medlem

---

Fhv. Aktiechef Realdania,  
Født 1956, indvalgt i bestyrelsen 2016

---

#### Anne Christina Skjønnemand

Medlem

---

Juridisk direktør, advokat, Topdanmark Forsikring A/S  
Født 1965, indvalgt i bestyrelsen 2014

---

Medlem af bestyrelsen for:  
Nykredit Livsforsikring A/S  
Topdanmark Liv Holding A/S  
Topdanmark Livsforsikring A/S

#### Mikael Øpstun Skov

Medlem

---

CEO, Hafnia Tankers ApS  
Født 1963, indvalgt i bestyrelsen 2013

---

Medlem af bestyrelsen for:  
Clipper Group A/S  
Clipper Group Ltd.  
Danmarks Rederiforening  
Datterselskaber i Hafnia-gruppen

Øvrige hverv:

Medlem af Komiteen for Assuranceforeningen Skuld  
Medlem af Vækstteam for Det Blå Danmark

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2016 afholdt 4 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2016 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 2016 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

### Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

#### Martin Udbye Madsen

Adm. direktør

---

Medlem af bestyrelsen for  
InvestIn SICAV

#### Tage Fabrin-Brasted

Direktør

---

Medlem af bestyrelsen for Investeringsfondsbranchen

## 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 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 10,19%. Afkastet findes tilfredsstillende og er højere end ledelsens forventninger primo året.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning er det globale aktiemarked udtrykt ved MSCI AC World Daily inklusive udbytter, der opgøres uden almindelige omkostninger ved porteføljepleje, steget med 10,70% i 2016.

Afdelingens nettoresultat blev på 178,9 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 1.972,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.867,17 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 136,00 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 2016 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

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	10,19	16,26	5,53	24,57	20,69
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.867,17	1.926,90	1.788,34	1.779,40	1.474,85
Udlodning pr. andel (i kr.)	136,00	229,00	154,00	82,00	50,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	2,09	2,56	1,60	3,51	3,18
Sharpe ratio	1,09	0,95	1,08	1,92	0,78
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	178.942	254.881	88.316	224.128	81.845
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.972.386	1.790.791	1.580.807	1.490.207	685.425
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.056	930	884	837	466
Omsætningshastighed	0,38	0,34	0,62	0,62	0,45

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

## Globale Aktier KL

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2016</b>	<b>2015</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	8	-
	Renteudgifter	-24	-45
2	Udbytter	35.325	33.923
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>35.309</b>	<b>33.878</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	185.291	269.879
	Afledte finansielle instrumenter	-45	8
	Valutakonti	-81	292
	Øvrige aktiver/passiver	14	58
4	Handelsomkostninger	-1.977	-1.828
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>183.202</b>	<b>268.409</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>218.511</b>	<b>302.287</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>37.009</b>	<b>44.255</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>181.502</b>	<b>258.032</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.560</b>	<b>3.151</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>178.942</b>	<b>254.881</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	143.664	212.824
	Overført til udlodning næste år	517	750
	<b>Overført til formuen</b>	<b>34.761</b>	<b>41.307</b>

## Globale Aktier KL

---

### Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	1.844	7.851
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>1.844</b>	<b>7.851</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	326.812	255.529
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.641.234	1.529.142
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.968.046</b>	<b>1.784.671</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.099	706
	Aktuelle skatteaktiver	2.622	1.805
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.721</b>	<b>2.511</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.973.611</b>	<b>1.795.033</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Investorerens formue</b>	<b>1.972.386</b>	<b>1.790.791</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.225	3.563
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	679
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.225</b>	<b>4.242</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.973.611</b>	<b>1.795.033</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 "Bestyrelsens aflønning" 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.

	2016	2015		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	8	-		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>8</b>	<b>-</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	5.777	2.914		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	29.548	31.009		
<b>I alt udbytter</b>	<b>35.325</b>	<b>33.923</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	28.223	64.015		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	-12.325	46.739		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	113.128	136.676		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	56.265	22.449		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>185.291</b>	<b>269.879</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-2.556	-2.567		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	579	739		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-1.977</b>	<b>-1.828</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2016</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	226	226	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Markedsføringsomkostninger	3.565	-	3.565	
Gebyrer til depotselskab	397	-	397	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	28.742	-	28.742	
Fast administrationshonorar	3.761	-	3.761	
Øvrige omkostninger	208	89	297	
<b>I alt administrationsomkostninger 2016</b>	<b>36.692</b>	<b>317</b>	<b>37.009</b>	
<b>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>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	35.333	33.923
Ikke refunderbare udbytteskatter	-3.556	-3.866
Kursgevinster og -tab til udlodning	140.020	218.893
Udlodningsregulering	8.643	8.657
Udlodning overført fra sidste år	750	222
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>181.190</b>	<b>257.829</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-37.009	-44.255
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>144.181</b>	<b>213.574</b>
<b>7 Kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen. Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 44.		
	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>8 Investorernes formue</b>		
Investorernes formue primo	1.790.791	1.580.805
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-212.824	-136.129
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	20.301	13.914
Emissioner i året	442.079	379.686
Indløsninger i året	-246.903	-302.370
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	-	4
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	143.664	212.824
Overført til udlodning næste år	517	750
Overført fra resultatopgørelsen	34.761	41.307
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>1.972.386</b>	<b>1.790.791</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	930	884
Emissioner i året	233	144
Indløsninger i året	-107	-98
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>1.056</b>	<b>930</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,66	99,18
Øvrige finansielle instrumenter	0,09	0,44
<b>I alt</b>	<b>99,75</b>	<b>99,62</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,25	0,38
<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 2016

Afdelingen opnåede et afkast på 9,51%. Afkastet findes tilfredsstillende og er højere end ledelsens forventninger primo året.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning er det globale aktiemarked udtrykt ved MSCI AC World Daily inklusive udbytter, der opgøres uden almindelige omkostninger ved porteføljepleje, steget med 10,70% i 2016.

Afdelingens nettoresultat blev på 9,8 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 99,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.257,47 kr. pr. andel.

## Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med afkast fra referenceindeks de seneste fem år til ultimo 2016 været 13,9% 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 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 investeroplysninger. 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

	2016	2015	2014
Årets afkast i procent	9,51	16,44	-1,39
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.257,47	1.148,24	986,11
Omkostningsprocent	2,40	2,54	0,42
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	9.773	5.241	-412
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	99.377	63.021	28.619
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	79	55	29
Omsætningshastighed	0,51	0,41	0,04



## Globale Aktier Akk.

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2016</b>	<b>2015</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	1	-
	Renteudgifter	-2	-2
2	Udbytter	1.652	942
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.651</b>	<b>940</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	10.377	5.818
	Afledte finansielle instrumenter	20	1
	Valutakonti	-19	-29
	Øvrige aktiver/passiver	1	-
4	Handelsomkostninger	-110	-76
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>10.269</b>	<b>5.714</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>11.920</b>	<b>6.654</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>2.001</b>	<b>1.317</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>9.919</b>	<b>5.337</b>
	<b>Skat</b>	<b>146</b>	<b>96</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>9.773</b>	<b>5.241</b>

## Globale Aktier Akk.

---

### Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	237	476
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>237</b>	<b>476</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	15.803	8.948
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	83.424	53.710
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>99.227</b>	<b>62.658</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	55	25
	Aktuelle skatteaktiver	75	27
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>130</b>	<b>52</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>99.594</b>	<b>63.186</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Investorerens formue</b>	<b>99.377</b>	<b>63.021</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	217	165
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>217</b>	<b>165</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>99.594</b>	<b>63.186</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 "Bestyrelsens aflønning" 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.

	2016	2015		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	1	-		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>1</b>	<b>-</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	277	79		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.375	863		
<b>I alt udbytter</b>	<b>1.652</b>	<b>942</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	694	1.821		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	325	1.271		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	2.533	1.183		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	6.825	1.543		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>10.377</b>	<b>5.818</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-143	-125		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	33	49		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-110</b>	<b>-76</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2016</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	11	11	
Revisionshonorar til revisorer	8	2	10	
Markedsføringsomkostninger	170	-	170	
Gebyrer til depotselskab	126	-	126	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	1.285	-	1.285	
Fast administrationshonorar	341	-	341	
Øvrige omkostninger	52	6	58	
<b>I alt administrationsomkostninger 2016</b>	<b>1.982</b>	<b>19</b>	<b>2.001</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2015</b>				
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	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>1.305</b>	<b>12</b>	<b>1.317</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### 6 Kapitalandele

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.  
Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 44.

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>7 Investoreernes formue</b>		
Investoreernes formue primo	63.021	28.619
Emissioner i året	26.497	30.407
Indløsninger i året	-	-1.313
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	86	67
Overført fra resultatopgørelsen	9.773	5.241
<b>I alt investoreernes formue</b>	<b>99.377</b>	<b>63.021</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	55	29
Emissioner i året	24	27
Indløsninger i året	-	-1
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>79</b>	<b>55</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,41	98,91
Øvrige finansielle instrumenter	0,24	0,75
<b>I alt</b>	<b>99,65</b>	<b>99,66</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,35	0,34
<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 Copenhagen A/S samt i selskaber, hvis aktier handles på et andet reguleret marked i Danmark.

### Udvikling i 2016

Afdelingen opnåede et afkast på -1,69%. Afkastet findes ikke tilfredsstillende, og er lavere end ledelsens forventninger primo året, men vi kan glæde os over, at selskabernes driftsindtjening har udviklet sig tilfredsstillende.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning er det danske aktiemarked udtrykt ved OMXCAPGI inklusive udbytter, der opgøres uden almindelige omkostninger ved porteføljepleje, steget med 3,22% i 2016.

Afdelingens nettoresultat blev på -9,4 mio. kr. i 2016. Ultimo 2016 udgjorde formuen i afdelingen 633,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.487,47 kr. pr. andel. For 2016 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 135,00 kr. pr. andel.

Årets afkast i procent	-1,69
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.487,47
Udlodning pr. andel (i kr.)	135,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,01
Sharpe ratio	1,29
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-9.376
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	633.727
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	426
Omsætningshastighed	0,57

## Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2016 været 13,0% 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".

	2016	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	-1,69	32,37	5,29	28,15	24,33
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.487,47	1.786,10	1.540,95	1.590,95	1.333,95
Udlodning pr. andel (i kr.)	135,00	263,00	235,00	134,00	100,00
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,01	3,87	1,50	3,69	2,45
Sharpe ratio	1,29	1,08	1,02	1,60	0,23
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-9.376	167.058	36.637	158.817	92.810
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	633.727	618.473	524.482	738.748	530.413
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	426	347	340	465	397
Omsætningshastighed	0,57	0,13	0,17	0,65	0,41

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

## Danske Aktier KL

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2016</b>	<b>2015</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteudgifter	-94	-148
1	Udbytter	9.180	11.763
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.086</b>	<b>11.615</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	-12.195	178.734
3	Handelsomkostninger	-273	-1
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-12.468</b>	<b>178.733</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-3.382</b>	<b>190.348</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>5.994</b>	<b>23.290</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-9.376</b>	<b>167.058</b>
	<b>Overskudsdisponering</b>		
5	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	57.516	91.069
	Overført til udlodning næste år	33	327
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-66.925</b>	<b>75.662</b>

# Danske Aktier KL

---

## Balance i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	756	2.698
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>756</b>	<b>2.698</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	633.577	617.731
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>633.577</b>	<b>617.731</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>634.333</b>	<b>620.429</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Investorerens formue</b>	<b>633.727</b>	<b>618.473</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	606	1.956
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>606</b>	<b>1.956</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>634.333</b>	<b>620.429</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 "Bestyrelsens aflønning" 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.

	<b>2016</b>	<b>2015</b>		
<b>1 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	9.180	11.763		
<b>I alt udbytter</b>	<b>9.180</b>	<b>11.763</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	43.369	96.463		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	-55.564	78.385		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	-	1.724		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	-	2.162		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>-12.195</b>	<b>178.734</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-663	-555		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	390	554		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-273</b>	<b>-1</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2016</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	73	73	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Markedsføringsomkostninger	1.200	-	1.200	
Gebyrer til depotselskab	219	-	219	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.014	-	3.014	
Fast administrationshonorar	1.334	-	1.334	
Øvrige omkostninger	101	32	133	
<b>I alt administrationsomkostninger 2016</b>	<b>5.887</b>	<b>107</b>	<b>5.994</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2015</b>				
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	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>23.186</b>	<b>104</b>	<b>23.290</b>	



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>5 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	9.180	11.764
Kursgevinster og -tab til udlodning	49.192	106.070
Udlodningsregulering	4.844	-3.152
Udlodning overført fra sidste år	327	4
<b>Minimumsindkomst</b>	<b>63.543</b>	<b>114.686</b>
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-5.993	-23.290
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>57.550</b>	<b>91.396</b>
<b>6 Kapitalandele</b>		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen. Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2016 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 44.		
	<b>2016</b>	<b>2015</b>
<b>7 Investorerens formue</b>		
Investorerens formue primo	618.471	524.482
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-44.900	-79.985
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-19.823	20.291
Emissioner i året	310.070	355.304
Indløsninger i året	-220.719	-368.994
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	4	317
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	57.516	91.069
Overført til udlodning næste år	33	327
Overført fra resultatopgørelsen	-66.925	75.662
<b>I alt investorerens formue</b>	<b>633.727</b>	<b>618.473</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	347	340
Emissioner i året	182	156
Indløsninger i året	-103	-149
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>426</b>	<b>347</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,78	99,26
Øvrige finansielle instrumenter	0,12	0,43
<b>I alt</b>	<b>99,90</b>	<b>99,69</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,10	0,31
<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 danske UCITS.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

### Præsentation af regnskabstal

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

## Resultatopgørelsen

### Renter

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

### Udbytter

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

### Udbytteskat

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

### Kursgevinster og -tab

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

## Handelsomkostninger

De samlede direkte handelsomkostninger består af 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 investorenes formue.

## Administrationsomkostninger

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.

## Udlodning

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

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

## Balancen

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

## Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af 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.

# Foreningens noter

---

## Netto emissions- og indløsningsindtægter

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

## Anden gæld

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

## Omregning af fremmed valuta

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

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

## Nøgletal

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

### Afkast i procent

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

### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes 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.

### **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 2016 til ansatte, excl. ledelsen, hos forvalteren Nykredit Portefølje Administration A/S udgør 69.537 t.kr. (2015: 68.532 t.kr.), hvoraf 68.817 t.kr. (2015: 68.014 t.kr.) er fast løn og 720 t.kr. (2015: 518 t.kr.) er variabel løn.

Den samlede lønsum til ledelsen hos forvalteren udgør 5.127 t.kr. (2015: 4.891 t.kr.), hvoraf 4.267 t.kr. (2015: 3.616 t.kr.) er fast løn og 860 t.kr. (2015: 1.275 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 2016 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 108 (2015: 107).

## Foreningens noter

<b>Hoved- og nøgletaloversigt</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
<b>Årets afkast i procent</b>					
Globale Aktier KL	10,19	16,26	5,53	24,57	20,69
Globale Aktier Akk.	9,51	16,44	-1,39	-	-
Danske Aktier KL	-1,69	32,37	5,29	28,15	24,33
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
Globale Aktier KL	1.867,17	1.926,90	1.788,34	1.779,40	1.474,85
Globale Aktier Akk.	1.257,47	1.148,24	986,11	-	-
Danske Aktier KL	1.487,47	1.786,10	1.540,95	1.590,95	1.333,95
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>					
Globale Aktier KL	136,00	229,00	154,00	82,00	50,00
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	135,00	263,00	235,00	134,00	100,00
<b>Omkostningsprocent</b>					
Globale Aktier KL *)	2,09	2,56	1,60	3,51	3,18
Globale Aktier Akk.	2,40	2,54	0,42	-	-
Danske Aktier KL *)	1,01	3,87	1,50	3,69	2,45
<b>Sharpe ratio</b>					
Globale Aktier KL	1,09	0,95	1,08	1,92	0,78
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	1,29	1,08	1,02	1,60	0,23
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
Globale Aktier KL	178.942	254.881	88.316	224.128	81.845
Globale Aktier Akk.	9.773	5.241	-412	-	-
Danske Aktier KL	-9.376	167.058	36.637	158.817	92.810
<b>Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
Globale Aktier KL	1.972.386	1.790.791	1.580.807	1.490.207	685.425
Globale Aktier Akk.	99.377	63.021	28.619	-	-
Danske Aktier KL	633.727	618.473	524.482	738.748	530.413
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
Globale Aktier KL	1.056	930	884	837	466
Globale Aktier Akk.	79	55	29	-	-
Danske Aktier KL	426	347	340	465	397
<b>Omsætningshastighed</b>					
Globale Aktier KL	0,38	0,34	0,62	0,62	0,45
Globale Aktier Akk.	0,51	0,41	0,04	-	-
Danske Aktier KL	0,57	0,13	0,17	0,65	0,41

\* ) 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 2016

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	USD	789,79	7.419	41.306	2,10%
	CIE Financiere Richemont	CHF	67,45	85.353	39.932	2,03%
	Galaxy Entertainment	HKD	33,80	4.892.822	150.369	7,64%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	181,40	43.334	58.449	2,97%
	Nike	USD	50,83	226.740	81.247	4,13%
	Samsonite	HKD	22,15	5.434.502	109.450	5,56%
	Sands China	HKD	33,70	1.441.371	44.166	2,24%
	Starbucks	USD	55,52	184.446	72.191	3,67%
	Walt Disney Co	USD	104,22	142.722	104.858	5,33%
Daglige forbrugsgoder	Estee Lauder	USD	76,49	77.600	41.843	2,13%
	Mead Johnson Nutrition	USD	70,76	75.887	37.854	1,92%
	Reckitt Benckiser	GBP	68,86	111.568	66.921	3,40%
Finans	American Express	USD	74,08	77.315	40.376	2,05%
	Berkshire Hathaway Inc-CI B	USD	162,98	36.846	42.334	2,15%
	S&P GLOBAL INC	USD	107,54	48.294	36.612	1,86%
	Moody's Corp.	USD	94,27	116.907	77.692	3,95%
	Prudential PLC	GBP	16,28	357.070	50.621	2,57%
	St. James's Place	GBP	10,14	1.314.328	116.091	5,90%
Sundhed	Coloplast	DKK	476,30	207.400	98.785	5,02%
Industri & service	Expeditors	USD	52,96	282.715	105.550	5,36%
	Kone Oyj-B	EUR	42,57	128.251	40.595	2,06%
Teknologi	Mastercard Inc	USD	103,25	260.117	189.330	9,62%
	SimCorp	DKK	344,20	237.791	81.848	4,16%
	Visa Inc.	USD	78,02	169.896	93.444	4,75%
Råvare	U.I.E.	DKK	1.241,00	117.792	146.180	7,43%
Aktier i alt					1.968.046	100,00%
Beholdning i alt					1.968.046	100,00%

Valutakurser per 31. december 2016: CHF: 693,61, DKK: 100, EUR: 743,55, GBP: 871,08, HKD: 90,93 og USD: 704,96.

## Foreningens noter

---

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier Akk.

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2016

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	USD	789,79	371	2.066	2,08%
	CIE Financiere Richemont	CHF	67,45	4.327	2.024	2,04%
	Galaxy Entertainment	HKD	33,80	247.328	7.601	7,66%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	181,40	2.175	2.934	2,96%
	Nike	USD	50,83	12.380	4.436	4,47%
	Samsonite	HKD	22,15	275.338	5.545	5,59%
	Sands China	HKD	33,70	72.905	2.234	2,25%
	Starbucks	USD	55,52	9.162	3.586	3,61%
	Walt Disney Co	USD	104,22	7.079	5.201	5,24%
Daglige forbrugsgoder	Estee Lauder	USD	76,49	4.100	2.211	2,23%
	Mead Johnson Nutrition	USD	70,76	3.906	1.948	1,96%
	Reckitt Benckiser	GBP	68,86	5.622	3.372	3,40%
Finans	American Express	USD	74,08	3.778	1.973	1,99%
	Berkshire Hathaway Inc-Cl B	USD	162,98	1.917	2.203	2,22%
	S&P GLOBAL INC	USD	107,54	2.783	2.110	2,13%
	Moody's Corp.	USD	94,27	5.792	3.849	3,88%
	Prudential PLC	GBP	16,28	17.585	2.493	2,51%
	St. James's Place	GBP	10,14	70.415	6.220	6,27%
Sundhed	Coloplast	DKK	476,30	11.225	5.346	5,39%
Industri & service	Expeditors	USD	52,96	14.000	5.227	5,27%
	Kone Oyj-B	EUR	42,57	6.310	1.997	2,01%
Teknologi	Mastercard Inc	USD	103,25	13.133	9.559	9,63%
	SimCorp	DKK	344,20	9.993	3.440	3,47%
	Visa Inc.	USD	78,02	8.429	4.636	4,67%
Råvare	U.I.E.	DKK	1.241,00	5.654	7.017	7,07%
Aktier i alt					99.227	100,00%
Beholdning i alt					99.227	100,00%

Valutakurser per 31. december 2016: CHF: 693,61, DKK: 100, EUR: 743,55, GBP: 871,08, HKD: 90,93 og USD: 704,96.

## Foreningens noter

---

### Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Danske Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2016

Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
				t.kr.	Procent
ALK Abello	DKK	920,00	48.079	44.233	6,98%
Christian Hansen Holding	DKK	391,10	42.534	16.635	2,63%
Coloplast B	DKK	476,30	129.194	61.535	9,71%
DSV A/S	DKK	314,20	190.839	59.962	9,46%
Jeudan A/S	DKK	717,00	76.908	55.143	8,70%
Københavns Lufthavne	DKK	6.200,00	9.873	61.213	9,66%
NETS A/S	DKK	123,60	491.269	60.721	9,58%
Novo Nordisk A/S B	DKK	254,70	240.895	61.356	9,68%
Ringkjøbing Landbobank A/S	DKK	1.463,00	41.238	60.331	9,52%
SimCorp A/S	DKK	344,20	182.273	62.738	9,90%
U.I.E.	DKK	1.241,00	49.621	61.580	9,72%
William Demant	DKK	122,80	229.075	28.130	4,44%
Aktier i alt				633.577	100,00%
Beholdning i alt				633.577	100,00%