



Kapitalforeningen BLS Invest

Årsrapport
2017

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Udviklingen i foreningen i 2017.....</i>	<i>8</i>
<i>BLS Invest årsberetning 2017.....</i>	<i>10</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>17</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>21</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>24</i>
<i>Generalforsamling 2018.....</i>	<i>25</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>25</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledeshverv.....</i>	<i>26</i>
Årsregnskaber.....	27
<i>Globale Aktier KL.....</i>	<i>27</i>
<i>Globale Aktier Akk.....</i>	<i>33</i>
<i>Danske Aktier KL.....</i>	<i>39</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>45</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>45</i>
<i>Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.....</i>	<i>47</i>
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt.....</i>	<i>48</i>
<i>Beholdningslister.....</i>	<i>49</i>

Nærværende årsrapport for 2017 for Kapitalforeningen BLS Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde primo marts 2018. 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 2017 omfattede foreningen tre afdelinger:

Globale Aktier KL
Globale Aktier Akk.
Danske Aktier KL

Kapitalforeningen BLS Invest
Kalvebod Brygge 1 - 3
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

Finanskalender 2018

7. marts Meddelelse vedr. årsrapport 2017
24. april Ordinær generalforsamling 2018

Bestyrelse

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

Depositær

Nykredit Bank A/S

Revision

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

Porteføljerådgiver

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og forvalter har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2017 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 2017.

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 7. marts 2018

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 årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Kapitalforeningen BLS Invest for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne 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 årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017 i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav.

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

Valg af revisor

Vi blev første gang valgt som revisor for Kapitalforeningen BLS Invest den 19. april 2017 for regnskabsåret 2017.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

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

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

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

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

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

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

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

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, øvrige finansielle instrumenter, andre aktiver og anden gæld fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

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

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

I tilknytning til vores revision af regnskaberne er det vores ansvar at læse ledelsesberetningerne og i den forbindelse overveje, om ledelsesberetningerne er væsentligt inkonsistent med regnskaberne 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 forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med regnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskaberne 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 regnskaberne.

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 regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af afdelingernes interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om afdelingernes evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i regnskaberne eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusion er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at afdelingerne ikke længere kan fortsætte driften.
- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskaberne, herunder noteoplysningerne, samt om regnskaberne 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 regnskaberne 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 7. marts 2018

Ernst & Young
Godkendt Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 30700228

Ole Karstensen	Rasmus Berntsen
MNE-nr.: mne16615	MNE-nr.: mne35461
Statsautoriserede revisorer	

Udviklingen i foreningen i 2017

Kapitalforeningen BLS Invest blev stiftet den 7. november 2007.

Foreningens vedtægtsmæssige formål er for en eller flere investorer at skabe et afkast ved investering i likvide midler, herunder valuta, eller finansielle instrumenter, jf. vedtægternes §2.

Foreningen bestod ultimo 2017 af tre afdelinger.

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

Afkastudviklingen

Afdeling Globale Aktier KL og afdeling Globale Aktier Akk. gav et afkast på henholdsvis 21,1% og 21,6% efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter, og afdeling Danske Aktier KL gav et afkast på 15,0%. De absolutte afkast er højere end forventet ved indgangen til året.

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 2017'.

Regnskabsresultat og formueudvikling m.v.

I 2017 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 621,7 mio. kr. mod 179,3 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 4.087 mio. kr. ved udgangen af året mod 2.705 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 2017'.

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

Omkostninger i 2017

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 103,3 mio. kr. mod 45,0 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 2017

På den ordinære generalforsamling i BLS Invest, der blev afholdt den 25. april 2017, stillede bestyrelsen forslag om en række justeringer af vedtægterne. Ændringerne blev godkendt.

Bestyrelsen blev genvalgt, og konstituerede sig efterfølgende med Chris Bigler som formand.

Endvidere behandlede generalforsamlingen forslag om nyvalg af Ernst & Young Godkendt Revisionspartnerselskab, der blev valgt.

Med gennemførelsen af MiFID II, blev der foretaget tilpasninger i BLS Invests markedsføringsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S med virkning fra 1. maj 2017.

Ledelsesberetning

Afkastudviklingen i 2017

Afdeling	Afkast 2017
Globale Aktier KL	21,1%
Globale Aktier Akk.	21,6%
Danske Aktier KL	15,0%

Resultat og formue i 2017

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Globale Aktier KL	476,9	2.837,7	2.099,72
Globale Aktier Akk.	59,5	610,8	1.529,50
Danske Aktier KL	85,3	638,9	1.559,51

Omkostningsprocenter

Afdeling	Omk.procent 2017	Omk.procent 2016	Omk.procent 2015
Globale Aktier KL	3,10	2,09	2,56
Globale Aktier Akk.	2,11	2,40	2,54
Danske Aktier KL	2,31	1,01	3,87

ÅOP i årsrapporten

Afdeling	ÅOP 2017	ÅOP 2016	ÅOP 2015
Globale Aktier KL	3,36	3,10	2,13
Globale Aktier Akk.	2,40	2,83	2,71
Danske Aktier KL	2,48	4,30	1,99

BLS Invest årsberetning 2017

Med udgangen af 2017 er der nu gået ti år siden stiftelsen af BLS Invest, og vi kan se tilbage på en tid, hvor aktiemarkederne for størstedelen har været opadgående, på trods af en start med en af historiens største finansielle kriser. Vi er tilfredse med den langsigtede værdiskabelse, som vores medinvestorer har været en del af, og ser positivt på mulighederne for fortsat at opleve langsigtet positiv værditilvækst. Vi finder det glædeligt, at BLS Invest har kunnet levere konkurrencedygtige langsigtede afkast efter alle omkostninger med begrænset langsigtet risiko, defineret som risikoen for varige tab af kapital. Det er bestyrelsens holdning, at afkast efter alle omkostninger bør være mere i fokus end omkostninger alene, som ellers er fokuspunktet i megen omtale af investeringsfonde og forvaltning generelt.

Afkast i 2017

De absolutte afkast var meget tilfredsstillende i BLS Invests tre afdelinger. Afdeling Globale Aktier KL opnåede i 2017 et afkast på 21,1 procent, mens afdeling Globale Aktier Akk. opnåede et afkast på 21,6 procent. Til sammenligning opnåede de globale aktiemarkeder målt ved MSCI AC World et afkast på 8,9 procent målt i danske kroner.

Siden opstart af afdeling Globale Aktier KL d. 30. september 2008 og frem til udgangen af 2017, har afkastet været 239,5 procent, svarende til et årligt afkast på 14,1 procent efter alle omkostninger, mens de globale aktiemarkeder, igen målt ved MSCI AC World, i samme periode har givet et afkast på 138,4 procent, svarende til 9,8 procent om året. En investering på 100.000 kr. ved opstarten på afdeling Globale Aktier KL ville således være blevet til 339.478 kr. ved udgangen af 2017, hvilket til sammenligning havde været 238.369 kr. ved et markedsafkast fra MSCI AC World.

Levetidsafkastet for afdeling Globale Aktier Akk. har været 52,9 procent siden opstarten d. 28. november 2014, svarende til et gennemsnitligt årligt afkast 14,8 procent, mens afkastet for verdensmarkedet i samme periode har været 32,5 procent, svarende til 9,6 procent om året.

For afdeling Danske Aktier KL var afkastet 15,0 procent i 2017, mens det danske aktiemarked målt ved KAXCAP havde et afkast på 16,8 procent. Siden opstart d. 26. februar 2008 og frem til udgangen af 2017 har afdelingens afkast været 180,4 procent,

svarende til et årligt afkast på 11,0 procent, mens KAXCAP har haft et afkast på 140,2 procent, svarende til 9,3 procent om året. Fra opstarten og til udgangen af 2017 ville 100.000 kr. således være steget til 280.400 kr. mod omkring 240.190 kr. ved det danske aktiemarked målt ved KAXCAP. I forhold til afdeling Globale Aktier KL skal det huskes, at der var forskel i opstartstidspunktet på afdelingerne, der bevirker, at tallene ikke er direkte sammenlignelige.

Alle afkast er efter alle omkostninger og inklusive geninvesterede udbytter. Selvom historiske afkast ikke er en garanti for fremtidige afkast, finder vi de langsigtede absolutte afkast tilfredsstillende.

De positive afkast har været bredt funderet, ligesom det også er tilfældet siden opstart. Vi anser det som positivt, at kursudviklingen ikke har været båret af enkelte højdespringere, men af en generel langsigtet værditilvækst og vækst i de underliggende frie pengestrømme. Kursudviklingen på de globale afdelinger har igennem året været påvirket af et fald i den amerikanske dollar på mere end tolv procent i forhold til den danske krone, da omkring halvdelen af porteføljer er investeret i amerikansk-noterede selskaber. Det skal dog holdes for øje, at det er globale selskaber med globale pengestrømme. BLS Invest afdækker ikke valutamæssige eksponeringer, og dette kan således påvirke kursudviklingen opgjort i danske kroner.

Ti år siden starten på BLS Invest

Som nævnt i indledningen er BLS Invest fyldt ti år, og et af de store temaer for kapitalforeninger, fondsmæglere og finansielle virksomheder som helhed, i denne levetid, har været stigende regulering. Dette har lige så fyldt meget gennem 2017, hvor særligt de europæiske myndigheders MiFID II har fyldt i den finansielle dagspresse.

Stigende regulering fører i høj grad til stigende omkostninger – såvel direkte som indirekte – og man kan derfor frygte, at stigende regulering vil gøre det sværere for nye fondsmæglere og mindre investeringsfonde at blive stiftet. Effekten kan således ende med at være en konsolidering hos større finansielle institutioner, og således mindske investorers valgmuligheder. Dette til trods for, at et udtalt formål med tiltaget har været at øge gennemsigtighed og give investorer bedre valgmuligheder og -frihed.

Havde vi stået foran at skulle starte BLS Invest i dag, er det således ikke sikkert, at vi havde haft mulighed for at opfylde målsætningen om at lave en uafhængig forening og forvaltning, da det utvivlsomt er blevet

Ledelsesberetning

mere ressourcekrævende gennem årene med de stigende regulatoriske krav og de omkostninger dette måtte medføre. Dette vil i så fald kræve en større kapital allerede fra de spæde skridt.

Med dette sagt ser vi dog ikke ensidigt negativt på de regulatoriske tiltag, da der er indtil flere tiltag, der vil synliggøre skjulte omkostninger og rådgiverprovisioner, og dermed tydeliggøre hvorledes finansielle rådgivere har været økonomisk incentiveret til at anbefale visse foreninger frem for andre. BLS Invest har, som et led i målet om at være uafhængige, ikke distributionsaftaler med andre finansielle rådgivere eller banker end BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Det kan bemærkes, at ansatte i BLS Capital alene må investere sine investerbare midler i afdelingerne i BLS Invest, og dette sikrer et sammenfald af interesser. Der er således et løbende fokus på at minimere omkostninger, der går til ikke-værdiskabende aktiviteter – ligesom vi også forventer, at selskaberne i vores afdelinger optimerer deres omkostningsstrukturer.

Det er vores overbevisning, at BLS Capitals fokus på selvstændig og intern analyse af nuværende og potentielle ejerskaber vil være en konkurrencemæssig fordel for BLS. Som et led i MiFID II er det forventet, at mængden af børsmæglerhuse og disses analyser vil blive mindre, da betalingerne for analyse og handel fremadrettet skal være opdelt, hvilket vurderes at føre til en generelt mere kritisk stillingtagen til, hvad der betales for. Dette kan tænkes at føre til mindre fokus på selskaber, hvor handelsaktiviteten ikke er tilpas høj til at være i fokus. Markederne kan således blive mindre effektive – helt grundlæggende vil der være potentiale for en større afvigelse mellem pris og underliggende værdi. Dette anser foreningens rådgiver som positivt for mængden af fremtidige investeringsmuligheder, da det netop er denne type afvigelser, som rådgiver i BLS Capital forsøger at udnytte til at investere i virksomheder til priser, der undervurderer deres langsigtede værdi.

Mange investorers stigende brug af ETF'er som investeringsobjekter fører ligeledes i højere grad til mere og mere passivt investeret kapital. Dette vil sige, at der investeres (eller måske spekuleres) uden at tage aktiv stilling til, hvilket aktiv, der købes og hvilken prissætning, der måtte være på dette aktiv. Det vurderes, at dette ligeledes mindsker effektiviteten i prissætningen i relation til den underliggende værdi og afkastpotentialet i investeringer, som kombineret med ovenstående anskuelser om mindre analysedækning kan føre til langsigtede, attraktive investeringsmuligheder for BLS Invest. Yderligere er ETF'ere finansielle

instrumenter med en forholdsvis kort levetid – den første ETF blev introduceret omkring 1990 – men er i høj grad først blevet anvendt efter den seneste finansielle krise. Dette medvirker, at det ikke er instrumenter, der for alvor er blevet testet under hårdere markedsvilkår, og det vurderes, at kunne skabe en utilsigtet risiko for købere af ETF'ere.

Uændret investeringstilgang

Investeringsfilosofien og -tilgangen er, selvfølgelig, som det har været tilfældet siden opstarten af BLS Invest, uændret. Fokus er fortsat på at identificere virksomheder med konkurrencemæssige fordele, der tillader dem at have attraktiv værdiskabende omsætnings- og indtjeningsvækst. Dette vil være i industrier, der generelt ikke kræver store løbende investeringer i driften, og som dermed kan opnå attraktive indtjeningsmarginer og høje afkast på den investerede kapital. Oftest vil disse industrier være tiltagende konsoliderende om få og rationelle aktører.

Afkastet på den investerede kapital er rådgivers primære redskab i vurderingen af kvaliteten i en forretning. Nøgletallet beskriver et selskabs evne til at skabe indtjening målt i forhold til, hvor meget kapital det kræver at holde driften kørende. Den investerede kapital består således af den kapital, ejeren af en virksomhed har tilført selskabet, samt den gæld, der er optaget for at have yderligere finansiering. Et selskab der kan tjene ti kroner pr. hundrede kroner investeret er, alt andet lige, ikke ligeså værdiskabende som et selskab, der formår at skabe en indtjening på 25 kroner pr. hundrede kroner investeret. Et lavere afkast på den investerede kapital kan således være udtryk for et selskab, der kræver store løbende investeringer i driften for at kunne vokse – og det er typisk ikke denne type selskaber, der finder vej til afdelingerne i BLS Invest.

Det er værdiskabende, såfremt et selskab formår at skabe et attraktivt afkast på den investerede kapital, når der tages højde for de forretningsmæssige risici, der måtte være forbundet med driften. Forrentningen skal for at være attraktiv klart overgå, hvad der for medejere måtte være rimeligt at forvente som alternativt afkast, hvis denne kapital i stedet var udloddet som udbytte eller aktietilbagekøb. Jo større forretningsmæssige risici driften inkluderer, jo højere et afkast på den investerede kapital skal der til for at det vurderes værdiskabende.

Et godt eksempel på et selskab, der formår at tjene betydelige summer uden, at det kræver betydelige investeringer er den britiske ejer af hotel-brands, Inter-

continental Hotels Group (IHG), der i 2017 blev tilkøbt de globale afdelinger. IHG er ejer af de store og markedsledende hotel-brands Holiday Inn, Holiday Inn Express og Intercontinental, som en del af en portefølje af en lang række navne. IHG har over en årrække frasolgt hotelejendomme, og hele indtjeningen er således baseret på royalties fra hotelejere, der betaler for retten til at bruge IHGs brands, og ikke fra hoteller, som kæden selv ejer.

Netop dette er nøglen til den høje, løbende værdiskabelse i IHG. Selskabet ejer således ikke selv hotelbygningerne, men drives i stedet som en franchisekæde. Dette betyder, at ejere af hotelejendomme indgår en aftale med IHG om rettighederne til at anvende et af kædens mange hotelnavne mod en årlig betaling. IHG kan på denne vis vokse antallet af værelser med omkring fem til seks procent om året uden, at dette kræver ejendomsinvesteringer. IHG opnår dermed attraktiv og profitabel vækst uden, at dette optager betydelige pengestrømme, der således kan tilgå medejere gennem betydelige udbyttebetalinger, hvor udlodningspotentialer estimeres i omegnen af 6-6,5 procent og voksende.

IHG's langsigtede vækst er understøttet af en stigende rejselyst over hele kloden i takt med, at en generel stigende velstand kombineret med øget disponibel indkomst øger rejselysten - herunder en høj vækst i antallet af eksempelvis kinesisk rejsende. Derudover opleves der en stigende konsolidering af hotelkæder verden over, hvor hotelejere i stedet for at være selvstændige søger samarbejdsaftaler med de store kæder, herunder IHG, men ligeså de amerikanske kæder Marriott-Starwood, samt Hilton.

Interessen for at være en del af disse kæder skyldes, at det giver adgang til betydelige loyalitetsklubber, og en større andel af bookinger foretages således gennem en mere profitabel og direkte vej, end via online rejseagenter som hotels.com og booking.com, der tager gebyrer på op imod 30 procent af værelsesbetalingen. Til sammenligning er betalingen til IHG på omkring seks procent af hotelomsætningen, hvortil kommer en årlig betaling på tre til fire procent, der går til IHGs udvikling af systemer og overordnede markedsføring. Gennem centrale styrings- og hjælpeværktøjer kan IHG assistere hotelejerne i optimering af værelsespriser. IHG forventes i slutningen af 2018 at lancere et nyt system til dette.

Driftsindtjeningen udgør omkring 45 kroner pr. 100 kroner i omsætning, og da det ikke kræver særlige investeringer fra IHG at drive forretningen er afkastet

på den investerede kapital knap 60 procent. Dette forventes at stige, da yderligere indtjening som nævnt ikke kræver yderligere investeringer. Det er en forretningsmodel, der er helt i tråd med filosofien i BLS Invest, og vi ser derfor frem til at tage del i IHG's forventede langsigtede, betydelige værdiskabning.

Langsigtede investeringer

Langsigtet værdiskabelse er målet med investeringerne i BLS Invest, og det er vurderingen, at aktiekurserne over tid bør afspejle den underliggende værdiskabelse og udvikling i frie pengestrømme. Aktiemarkedet kan svinge mere eller mindre på såvel kort som lang sigt, og jo kortere et perspektiv vurderes over, desto mindre kan som regel tilskrives fundamentale udviklinger. I BLS Invest jages der derfor ikke kortsigtede, spekulative kursstigninger, men derimod langsigtede ejerskabspositioner i værdiskabende børsnoterede virksomheder.

Vi elsker de selskaber, som vi er medejere af - men det betyder ikke, at vi er forelskede i dem. Der tages løbende stilling til, om der sker ændringer i forretningsmodellerne eller den konkurrencemæssige situation, og i hvilken grad dette påvirker afkastpotentialer. Som eksempel på dette er Berkshire Hathaway, Warren Buffetts investeringsselskab, der var en del af BLS Invest siden opstarten på afdeling Globale Aktier KL. Berkshire Hathaway blev frasolgt i starten af 2017. Ikke fordi troen på investeringstilgangen i Berkshire Hathaway har ændret sig, men særligt grundet to andre forhold.

For det første har selskabet nydt en stærk kursudvikling, og som følge af dette har prissætningen nået et niveau, hvor afkastpotentialer blev vurderet mindre, og større andetsteds. Derudover er der en grundlæggende bekymring om, hvorvidt Berkshire Hathaway vil være i stand til at investere de stadigt stigende frie pengestrømme fra sine mange forsikrings- og driftselskaber, uden at dette vil føre til en gradvis forringelse af kapitalafkastene.

Det er her værd at bemærke, at BLS Capital har en grænse på aktivmængden inden for såvel Danske som Globale Aktier, idet der er sat loft på henholdsvis tre milliarder kroner i Danske Aktier og tre milliarder amerikanske dollars inden for Globale Aktier. Formålet med dette er at holde den forvaltede formue på et niveau, hvor der ikke skal gås på kompromis med investeringsmulighederne. Jo større en forvaltet formue, jo mindre råderum vil en forvalter have til optimalt at kunne udnytte kortsigtede, uforklarlige kursudsving uden at handelen bliver kurspåvirkende. Samtidig kan

mængden af aktiver under forvaltning være en begrænsende faktor for, hvilken størrelse selskaber, der kan investeres i – BLS Capital har generelt ikke positioner på mindre end to procent af porteføljen, og uden et loft på kapitalstørrelsen, ville dette kunne føre til meget store ejerandele i enkelte selskaber, hvilket ville begrænse mulighederne for ageren i markedet.

Ikke en konstant jagt

At være langsigtet bevirker også, at det ikke er målet hele tiden at jage nye, uopdagede potentielle højdespringere, og der er således en beskedent udskiftning i vores porteføljeselskaber. Det er i gennemsnit mere end fem år siden, at de første aktier i vores nuværende globale selskaber blev tilkøbt. Dette er endog længere tilbage endnu for selskaberne i afdeling Danske Aktier KL. Hermed ikke sagt, at der ikke foretages justeringer i eksponeringen mod de enkelte selskaber.

Aktiemarkedsudsving kan være en samarbejdspartner for den langsigtede investor, og betydelige kursfald kan således udnyttes til at erhverve ejerandele på attraktive kursniveauer, såfremt kursudviklingen ikke er en afspejling af ændringer i forretningsmodellens grundlæggende kvaliteter. Dette er en af årsagerne til, at rådgiver i BLS Capital ser stor værdi i at opnå et højt detaljekendskab i en lille gruppe af særligt udvalgte virksomheder. Det mener vi, og BLS Capital, mindsker risikoen i porteføljen, da det giver mulighed for at opnå bedre indsigt og derigennem vurdere den reelle risiko i investeringen; risikoen for varige kapitaltab.

Den løbende porteføljestyring holder prissætningen på porteføljen forholdsvis konsistent, og har gjort dette gennem flere år. Via porteføljestyringen mindskes eksponeringen mod de selskaber, hvor den kortsigtede kursudvikling har udviklet sig hurtigere end væksten i pengestrømmene, mens eksponeringen til selskaber, hvor kursudviklingen ikke har fulgt forretningen – og således har fået en lavere prissætning – øges. Prissætningen på porteføljerne er steget begrænset trods de pæne, absolutte kursstigninger vurderet på pengestrømsrenten. Dette skal ses i lyset af en vækst i de frie pengestrømme per aktie på omkring ti procent, og der skal således prisstigninger på mere end dette til for at prissætningen vurderes påvirket, når der ikke har været betydelige skift i udsigterne til fortsat vækst i pengestrømme og værdi. Kombineret med den omtalte porteføljepleje begrænser dette den eventuelle stigning i prissætningen på porteføljerne gennem året. Pengestrømsrenten er således knap 4,5 procent, hvilket er på niveau med

sidste år.

Kursfald er ikke udtryk for varige kapitaltab, så længe pengestrømmene og indtjening ikke lider tab, men evnen til at vurdere, hvorvidt kortsigtet forretningsudvikling er udtryk for varig ændring eller alene er midlertidig modstand, øges i takt med at kendskab til forretningsmodellen bliver mere dybdegående. Alle selskaber – uafhængigt af kvalitet – vil fra tid til anden møde modstand. Spørgsmålet er, om udfordringerne er strukturelle eller forbigående.

Selv gode selskaber kan ramme modvind

Et eksempel herpå er den amerikanske reservedelsforhandler AutoZone, der i 2017 havde den svageste kursudvikling i de globale afdelinger, og faldt igennem året med knap 21 procent i danske kroner. AutoZone har været en del af afdeling Globale Aktier KL siden starten af 2011, og har i denne tid bidraget med betydelig værdiskabelse til os som medejere. I første halvdel af året var kursudviklingen særdeles negativ og var kortvarigt nede med hele 42 procent i forhold til indgangen på året. På dette tidspunkt udgjorde de årlige frie pengestrømme i selskabet mere end otte procent af markedsværdien.

AutoZone leverede gennem mere end ti år hvert kvartal to-cifrede stigninger i indtjeningen per aktie og de frie pengestrømme, men i starten af 2017 kom der medieomtale om Amazons indtræden på markedet – og som det har været tilfældet for andre selskaber inden for detailhandel, førte dette til uro blandt spekulanter om en erodering af forretningsmodellen. Oven i dette kom hele industrien i urelateret modvind fra en række andre fronter, hvormed den imponerende række af betydelig indtjeningsvækst blev brudt, og salget i AutoZones eksisterende butikker var igennem to kvartaler fladt, eller endda negativt, i forhold til året før.

Spørgsmålet for rådgiver i BLS Capital blev således at vurdere, hvorvidt dette var midlertidig modstand eller varige ændringer i forretningen og den forventede værdiskabelse. Gennem grundig analyse af såvel AutoZone som en række konkurrenter, samt møder med ledelsen i selskabet kom rådgiver frem til en konklusion om, at dette var midlertidig modvind. Beskeden fra ledelsen i AutoZone var således, at hvis man var glad for forretningen i 2016, burde man ligeledes være glad for denne i 2017. Igennem året blev positionen i AutoZone øget markant, da kursfaldene førte til et markant øget afkastpotentiale. Over årets sidste måneder kunne AutoZone og industrien som helhed da også melde, at omsætningsvæksten i for-

handlerne var tilbage på samme væksthiveau som tidligere.

Alene få udskiftninger

AutoZone er således fortsat en del af de globale afdelinger, der i 2017 fik tilføjet tidligere omtalte hotelbrand-ejer IHG, og derudover igen blev medejere af Novo Nordisk, spiritusproducenten Diageo samt Alphabet, der er ejer af den verdensledende søgemaskine Google. Udover IHG har de tre andre selskaber tidligere været en del af de globale afdelinger, men har i en periode været ude af porteføljen. I 2017 blev investeringsselskabet Berkshire Hathaway, softwareudvikleren SimCorp, forbrugsselskabet Reckitt Benckiser og moderermælksproducenten Mead Johnson frasolgt – i Mead Johnsons tilfælde var det et tvunget frasalgt efter, at selskabet blev opkøbt af Reckitt Benckiser. SimCorp havde i ejerskabet for de globale afdelinger givet et afkast på mere end 240 procent inklusive geninvesterede udbytter.

I afdeling Danske Aktier KL blev allergiselskabet ALK-Abello, ingrediensproducenten Chr. Hansen samt betalingsformidleren Nets frasolgt, mens bryggeriet Carlsberg blev genkøbt til porteføljen.

Nets blev frasolgt i forbindelse med opkøbstilbuddet på 165 kroner pr. aktie fra kapitalfonden Hellman & Friedman. Ejerskabet blev således kortere end forventet. Ovenpå en mindre succesfuld børsnotering blev Nets frasolgt porteføljen med et positivt afkast. Elektroniske og digitale betalingsmuligheder er en langsigtet attraktiv industri. Denne industri har BLS Invest været investeret i gennem flere år i de globale afdelinger, hvor Mastercard og Visa fortsat udgør en betydelig andel. Det er en industri, hvor de ledende forretninger besidder betydelige markedsandele, og har afkast på den investerede kapital på mere end 100 procent. Mastercard og Visa har gennem årene bidraget markant til kursudviklingen i de globale afdelinger, og gjorde det ligeså i 2017, hvor Mastercard var største bidragsyder.

Et par udvalgte selskaber

Den dansk baserede speditør DSV havde i 2017 den højeste kursudvikling i afdeling Danske Aktier KL med over 56 procent inklusive udbytter. DSV har været en del af afdeling Danske Aktier KL siden opstarten for ti år siden, og driver en forretningsmodel med lave kapitalbindinger og høje indtjeningsmarginer. Integrationen af amerikanske UTi, der blev overtaget i januar 2016, er gået hurtigere end forventet, og DSV leverer i dag industriledende profitabilitet. Dette tilskrives en ganske unik og værdiskabelsesfokuseret kultur under

ledelse af administrerende direktør, Jens Bjørn Andersen, finansdirektør Jens Lund og Carsten Trolle, der er chef for virksomhedens sø- og luftfragt. Deres utrættelige fokus på optimering af omkostningseffektivitet og arbejdskapitalen medvirker en stor pengestrømskonvertering, hvormed den regnskabsmæssige indtjening, i det store hele, bliver til frie pengestrømme.

Selvom dette kan virke banalt, er det ikke tilfældet for en lang række andre virksomheder, hvor store løbende investeringer i driften eller lange betalingstider fra selskabets kunder fører til betydelige forskelle på, hvornår et salg gennemføres og hvornår kunden reelt betaler. At begrænse arbejdskapitalen er ofte et spørgsmål om den rette kultur, hvilket er til stede i DSV – og for den sags skyld også i amerikanske Expeditors International of Washington, der er den mest profitable og succesfulde speditør og en del af de globale afdelinger.

Optimeringen af arbejdskapital kræver et fokus på at begrænse tiden fra en levering er foretaget til fakturaen sendes til kunden for betaling – og hvor den enkelte medarbejder har fokus på at begrænse betalingstiden på fakturaen, således at mængden af udestående, ubetalte fakturaer mindskes. Dette kræver, at kulturen ikke alene er til stede i toppen af hierarkiet, men også bliver udbredt til selskabets kontorer i mere end 80 lande. At dette er tilfældet, tilskrives i høj grad den kompetente ledelse.

Novo Nordisk blev som tidligere nævnt igen en del af de globale afdelinger efter at være frasolgt i starten af 2015, hvor eksponeringen i afdeling Danske Aktier KL ligeledes blev reduceret. Dette var grundet væsentlige kursstigninger og derigennem mindre attraktiv pris-sætning og afkastpotentiale, og rådgivers bekymring for en ændret markedsdynamik, og derfor ikke et spørgsmål om manglende kvalitet i selskabet, der fortsat formår at forrente den investerede kapital med mere end 100 procent og have en pengestrømskonvertering på omkring 90 procent. Efter et udfordringsrigt 2016, hvor aktiekursen faldt med mere end 35 procent, var det i marts muligt at genkøbe Novo Nordisk på kurser der var omkring 100 kroner, eller 30 procent, lavere, end da den blev frasolgt i 2015.

Dette er et godt eksempel på de store udsving aktiemarkedet kan bringe, om end vækstraterne ikke er på samme niveau, som det blev set i det sidste årti frem til 2016. Det ændrer dog umiddelbart ikke på, at Novo Nordisk sidder på en klinisk ledende produktportefølje, og at gruppen af diabetes- og fedmepatienter vil være støt stigende fremadrettet ligeså. Med et afkast

på mere end 35 procent inklusive udbytter i 2017 bidrog Novo Nordisk pænt til kursudviklingen i alle tre afdelinger, og i højere grad til de globale afdelinger, hvor selskabet blev tilkøbt i slutningen af første kvartal.

Rådgiver ser et stort potentiale i den klinisk førende produktportefølje, hvor seneste godkendelse i USA af præ-insulinet Semaglutide vurderes positivt. Semaglutide bør give Novo Nordisk mulighed for at øge markedsandelen på det vigtige nordamerikanske marked for GLP-1 og samtidig etablere et solidt grundlag for det begyndende marked for behandling af fedme, der er et stigende samfundsmæssigt problem i store dele af den vestlige verden. Semaglutide kan således give vægttab på omkring 16 procent i løbet af første års behandling.

Gambling og værdiskabelse

Der er stor forskel på at investere langsigtet og på at gamble på et kasino, men det kan i rådgivers optik være en god langsigtet investering at være medejer af et kasino – endog to kasinoer. Galaxy Entertainment og Sands China er fortsat en del af de globale afdelinger, og har efter kursmæssige hårde år i 2014 og 2015, bidraget markant positivt gennem de seneste to år. Kasinoerne ligger på Macau, der er en specielt administreret region i Kina, og det eneste sted, hvor der legalt må gambles i landet. Den kursmæssige nedtur i 2014 og 2015 blev udnyttet til at øge eksponeringen på attraktive niveauer, og aktiv porteføljeforvaltning har således øget afkastet fra disse investeringer.

Der ses fortsat potentiale for yderligere værdiskabelse i takt med, at Galaxy Entertainment investerer i yderligere hoteller på øen, hvor de har det største ubenyttede landområde. Selvom udbytterne ikke ligger på samme niveau, som for de resterende fem kasinooperatører på øen i dag, anser rådgiver det som yderst fornuftigt, at der investeres betydeligt i udvidelsen af forretningen. Udbytterne forventes at stige i fremtiden i takt med, at de betydelige udvidelser bliver færdiggjort, og store pengestrømme kan frigøres.

Sands China betaler derimod allerede i dag et udbytte svarende til fem procent af markedsværdien, og ejer med længder flest hotelværelser på øen. Infrastrukturelle mangler sætter i dag en begrænsning på antallet af tilrejsende, og det anses for positivt, at regeringen har investeret i opbyggelsen af nye tilgange til øen, ligesom hurtigtog vil gøre det lettere for kinesere at komme til Macau fra længere afstande.

Som medejere af udvalgte kasinoer på øen siden

2011 vurderede rådgiver, at modstanden igennem 2014 og 2015 var midlertidig, hvorfor opkøbene af flere ejerandele på lavere kursniveauer blev foretaget med ro i maven. En investering bliver hverken mere eller mindre forkert baseret på antallet af markedsdeltagere, der er enige i valget – en investering skal baseres på ens egen holdning baseret på grundige analyser, og det vurderes her, at BLS Invest har en konkurrencemæssig fordel i at turde at gå mod strømmen. Galaxy Entertainment havde det højeste afkast i de globale afdelinger i 2017, som det var også tilfældet i 2016, og opnåede i 2017 et afkast på knap 64 procent i danske kroner.

Lidt om forventningerne

Tidligere års afkast er dog ikke det, der skaber troen på fortsat værdiskabelse, da det jo er gårsdagens udvikling. Det vigtigste er forventningerne til vores selskabs fremtidige udvikling i de essentielle frie pengestrømme, der danner grundlaget for vurderingen af selskabernes fundamentale værdi, samt enden for virksomheden til at fastholde sine konkurrencemæssige fordele. Det er fortsat forventningen, at vores selskaber vil vokse indtjeningen pr. aktie og de frie pengestrømme i omegnen af 10 procent. Det vurderes yderligere, at den i december vedtagne amerikanske skattereform vil øge de frie pengestrømme i de amerikanske baserede selskaber med op i mod otte procent. Påvirkningen på amerikansk eksponerede selskaber baseret uden for landet er mere usikkert. Overordnet bør den nye lovgivning frigøre en større andel af før-skat pengestrømme til mulige aktionærudlodninger. Udlodningerne har god mulighed for som minimum at følge indtjeningsvæksten.

Kvaliteten af foreningens selskaber i såvel afdeling Danske Aktier KL, som de globale afdelinger, vurderes fortsat at være høj med gennemsnitlige afkast på den investerede kapital på mere end 40 procent, og overordnet lille eller endda ingen gæld. Dette understøtter robustheden i selskaberne og bør mindske effekten af eventuelt stigende renteniveauer. De frie pengestrømme udgør knap 4,5 procent i begge porteføljer, og disse bliver i det store hele udloddet til medejerne gennem udbytter for godt halvdelen og yderligere betydelige aktietilbagekøb, der vurderes at være værdiskabende taget aktiemarkedets prissætning på selskaberne og deres lyse fremtidsudsigter i betragtning.

Mens kvalitet og værdiskabelse bør afspejles i den langsigtede kursudvikling, påvirkes værdipapirer på kortere sigt ofte af ikke fundamentale udviklinger, som eksempelvis overvurdering af kortsigtede nyhedsstrømme, politiske valg, udviklingen i renter, rå-

varepriser, valutakurser eller tidligere aktiekursudvikling. 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 således forventningen til 2018, at afdelingernes selskaber vil fortsætte med at skabe de bedst mulige rammer for at skabe værdi for langsigtede medejere.

Selskaberne besidder generelt evnen til selv at fastsætte sine salgspriser, 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 2017.

Risikoforhold i foreningens afdelinger

Risikoprofilen i foreningens afdelinger er først og fremmest bestemt i foreningens vedtægter og investoroplysninger. 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 Central Investorinformation

Risikoskalaen i Central Investorinformation (CI) angiver en risi-kovurdering 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 2017. 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)	Risikovurdering
Globale Aktier KL	13,0%	27,3%	27,3%	5	Høj
Globale Aktier Akk.	15,0%	19,2%	19,2%	5	Høj
Danske Aktier KL	11,8%	58,1%	58,1%	5	Høj

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 gældende 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.

Tabellen herunder beskriver spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2017.

Koncentration i aktieafdelingerne ultimo 2017

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andele
Globale Aktier KL	25	9,3%	36%
Globale Aktier Akk.	25	9,3%	36%
Danske Aktier KL	10	10,2%	50%

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 2017.

Valutaeksponering i aktieafdelingerne ultimo 2017

Afdeling	DKK og EUR	USD relateret	GBP	JPY	Øvrige
Globale Aktier KL	18%	51%	12%	-	19%
Globale Aktier Akk.	18%	51%	12%	-	19%
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 er valutarisikoen begrænset. Afdelingen kan have aktier udstedt i fremmed valuta, og der kan ligge 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 m.v. 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 og anbefalinger fra Finanstilsynet.

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

Bestyrelsen har udpeget en forvalter, investeringsforvaltningsselskabet Nykredit Portefølje Administration A/S, der leder foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt en depositar, Nykredit Bank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parter funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

Generalforsamling og investorforhold

Foreningens vedtægtsmæssige bindeled til investorerne er generalforsamlingen, som hvert år holder sit ordinære møde inden udgangen af april. Indkaldelse til generalforsamling bliver udsendt i god tid og udført 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.

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 investorernes investeringsbehov
- at sikre, at hver afdeling leverer det bedst mulige afkast givet afdelingens investeringsstil og risiko-profil.

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, der varetager opgaverne som forvalter, depositar, porteføljerådgiver samt distributør.

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

Ledelsesberetning

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

I stedet for en egentlig direktion har foreningen ansat Nykredit Portefølje Administration A/S som forvalter. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsaf-lønning hos forvalteren. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administrations bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. 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 service-ydelser

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 og markedsføringsbidrag til udvalgte distributører. Se mere om disse aftaler i afsnittet 'Væsentlige aftaler'. Aftalerne er bl.a. indgået for at sikre en kompetent rådgivning og servicering af investorerne. Aftalerne er desuden indgået, for at foreningen kan være konkurrencedygtig i forhold til at tiltrække nye investorer og dermed øge foreningens størrelse.

Bestyrelsen sikrer gennem aftaler og rapportering fra 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 porteføljevalter og 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, porteføljevalter, 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 complianceoversigter.

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

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

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

Foreningens aktionærrettigheder

I de afdelinger, der investerer enten direkte i aktier eller i andre investeringsforeninger, har foreningen aktionær- eller investorrrettigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller investeringsforeningernes generalforsamlinger. Læs mere om bestyrelsens politik for udøvelse af stemmerettigheder i afsnittet 'Øvrige forhold'.

Revisionen

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

Væsentlige aftaler

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

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 2017 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP m.v. 0,9 mio. kr. mod 0,7 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 2017 var foreningens samlede omkostninger til administration 7,5 mio. kr. mod 5,4 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 samt for de to udbyttebetalende afdelinger et gebyr af udviklingen i afdelingens performance. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investoroplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til managementhonorar 91,9 mio. kr. mod 33,0 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 indtil udgangen af april 2017 et markedsføringsbidrag og en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele.

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til markedsføring til udgangen af april 2,2 mio. kr. mod 4,9 mio. kr. året før.

Revision

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 35 t.kr. mod 51 t.kr. året før.

I 2017 har foreningen ikke haft omkostninger til revision ud over det, der vedrører den lovpligtige revision.

Generalforsamling 2018

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 24. april 2018.

Udlodning

For 2017 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse de foreløbige udlodninger, som bestyrelsen besluttede at udbetale i januar 2018. Udlodningen i kr. pr. andel for de enkelte afdelinger er angivet i nedenstående tabel.

Afdeling	Udlodning*
Globale Aktier KL	142,00 kr.
Danske Aktier KL	147,00 kr.

* Udbyttet er udbetalt via VP Securities A/S i januar 2018 som foreløbig udlodning.

Øvrige forhold

Samfundsansvar

Foreningens ledelse har vurderet, at foreningen ind til 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 ud fra et måltal på minimum 1 person for det underrepræsenterede køn.

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 ledelsehverv

Bestyrelse

Chris Bigler

Bestyrelsesformand

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

Medlem af bestyrelsen for:
Sport Danmark A/S og 2 koncernforbundne selskaber
Unisport A/S

Øvrige hverv:
Direktør i Bigler Holdings ApS
Direktør i Sport Danmark A/S og 2 koncernforbundne selskaber

Ole Christiansen

Medlem

Direktør, Ole Christiansen & Co. ApS
Født 1956, indvalgt i bestyrelsen 2016

Medlem af bestyrelsen for:
Caretag ApS
Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest

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.
Danske Rederier
Datterselskaber i Hafnia-gruppen
Den Danske Maritime Fond

Øvrige hverv:
Medlem af Komiteen for Assuranceforeningen Skuld

Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2017 afholdt 6 ordinære møder.

Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2017 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 2017 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

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 2017

Afdelingen opnåede et afkast på 21,06% i 2017.

Afkastet er meget 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 8,90% i 2017.

Afdelingens nettoresultat blev på 476,9 mio. kr. i 2017. Ultimo 2017 udgjorde formuen i afdelingen 2.837,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 2.099,72 kr. pr. andel. For 2017 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 142,00 kr. pr. andel, svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2017 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 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.

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

Globale Aktier KL

Nøgletal	2017	2016	2015	2014	2013
Årets afkast i procent	21,06	10,19	16,26	5,53	24,57
Indre værdi pr. andel (i kr.)	2.099,72	1.867,17	1.926,90	1.788,34	1.779,40
Udlodning pr. andel (i kr.)	142,00	136,00	229,00	154,00	82,00
Omkostningsprocent ^{*)}	3,10	2,09	2,56	1,60	3,51
Sharpe ratio	1,13	1,09	0,95	1,08	1,92
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	476.935	178.942	254.881	88.316	224.128
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	2.837.714	1.972.386	1.790.791	1.580.807	1.490.207
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.352	1.056	930	884	837
Omsætningshastighed	0,39	0,38	0,34	0,62	0,62

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

Globale Aktier KL

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2017	2016
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	3	8
	Renteudgifter	-42	-24
2	Udbytter	48.131	35.325
	I alt renter og udbytter	48.092	35.309
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	513.743	185.291
	Afledte finansielle instrumenter	16	-45
	Valutakonti	-593	-81
	Øvrige aktiver/passiver	-156	14
4	Handelsomkostninger	-1.863	-1.977
	I alt kursgevinster og -tab	511.147	183.202
	I alt indtægter	559.239	218.511
5	Administrationsomkostninger	80.049	37.009
	Resultat før skat	479.190	181.502
	Skat	2.255	2.560
	Årets nettoresultat	476.935	178.942
	Overskudsdisponering		
6	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	191.909	143.664
	Overført til udlodning næste år	763	517
	Overført til formuen	284.263	34.761

Globale Aktier KL

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2017	2016
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	12.974	1.844
	I alt likvide midler	12.974	1.844
7	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	401.806	326.812
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.477.127	1.641.234
	I alt kapitalandele	2.878.933	1.968.046
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	1.150	1.099
	Aktuelle skatteaktiver	2.488	2.622
	I alt andre aktiver	3.638	3.721
	Aktiver i alt	2.895.545	1.973.611
	 PASSIVER		
8,9	Investorerens formue	2.837.714	1.972.386
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	57.831	1.225
	I alt anden gæld	57.831	1.225
	Passiver i alt	2.895.545	1.973.611
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 24.

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

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 45 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 47.

	2017	2016		
1 Renteindtægter				
Indestående i depotselskab	3	8		
I alt renteindtægter	3	8		
2 Udbytter				
Noterede aktier fra danske selskaber	11.976	5.777		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	36.155	29.548		
I alt udbytter	48.131	35.325		
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	42.942	28.223		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	35.958	-12.325		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	81.261	113.128		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	353.582	56.265		
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	513.743	185.291		
4 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger	-2.539	-2.556		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	676	579		
I alt handelsomkostninger	-1.863	-1.977		
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
5 Administrationsomkostninger 2017				
Honorar til bestyrelse mv.	-	215	215	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Markedsføringsomkostninger	1.632	-	1.632	
Gebyrer til depotselskab	479	-	479	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	72.274	-	72.274	
Fast administrationshonorar	5.126	-	5.126	
Øvrige omkostninger	237	74	311	
I alt administrationsomkostninger 2017	79.758	291	80.049	
Administrationsomkostninger 2016				
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	
I alt administrationsomkostninger 2016	36.692	317	37.009	

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2017	2016
6 Til rådighed for udlodning		
Renter og udbytter	48.136	35.333
Ikke refunderbare udbytteskatter	-2.433	-3.556
Kursgevinster og -tab til udlodning	223.327	140.020
Udlodningsregulering	3.176	8.643
Udlodning overført fra sidste år	517	750
Minimumsindkomst	272.723	181.190
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-80.049	-37.009
I alt til rådighed for udlodning	192.674	144.181
7 Kapitalandele		
Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.		
	2017	2016
8 Investorerens formue		
Investorerens formue primo	1.972.386	1.790.791
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-143.664	-212.824
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-	20.301
Emissioner i året	650.889	442.079
Indløsninger i året	-119.914	-246.903
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.082	-
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	191.909	143.664
Overført til udlodning næste år	763	517
Overført fra resultatopgørelsen	284.263	34.761
I alt investorerens formue	2.837.714	1.972.386
9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	1.056	930
Emissioner i året	356	233
Indløsninger i året	-60	-107
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	1.352	1.056
10 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,48	99,66
Øvrige finansielle instrumenter	0,44	0,09
I alt	97,92	99,75
Andre aktiver/Anden gæld	2,08	0,25
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

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 2017

Afdelingen opnåede et afkast på 21,63% i 2017. Afkastet er meget 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 8,9% i 2017.

Afdelingens nettoresultat blev på 59,5 mio. kr. i 2017. Ultimo 2017 udgjorde formuen i afdelingen 610,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.529,50 kr. pr. andel. .

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2017 været 15,0% 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 Globale Aktier Akk. er markedsrisiko samt selskabsspecifik risiko. Afdeling Globale Aktier Akk. indeholder derudover valutarisiko, dvs. risiko for at værdien af selskaber noteret i anden valuta end danske kroner, reduceres som følge af svækkelse af den fremmede valuta i forhold til danske kroner.

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

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

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

Globale Aktier Akk.

Nøgletal	2017	2016	2015	2014
Årets afkast i procent	21,63	9,51	16,44	-1,39
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.529,50	1.257,47	1.148,24	986,11
Omkostningsprocent	2,11	2,40	2,54	0,42
Sharpe ratio	0,94	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	59.463	9.773	5.241	-412
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	610.828	99.377	63.021	28.619
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	400	79	55	29
Omsætningshastighed	0,35	0,51	0,41	0,04

Globale Aktier Akk.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2017	2016
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	1	1
	Renteudgifter	-10	-2
2	Udbytter	7.076	1.652
	I alt renter og udbytter	7.067	1.651
	Kursgevinster og -tab		
3	Kapitalandele	63.001	10.377
	Afledte finansielle instrumenter	-	20
	Valutakonti	-759	-19
	Øvrige aktiver/passiver	-2	1
4	Handelsomkostninger	-370	-110
	I alt kursgevinster og -tab	61.870	10.269
	I alt indtægter	68.937	11.920
5	Administrationsomkostninger	8.875	2.001
	Resultat før skat	60.062	9.919
	Skat	599	146
	Årets nettoresultat	59.463	9.773

Globale Aktier Akk.

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2017	2016
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	1.999	237
	I alt likvide midler	1.999	237
6	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	83.774	15.803
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	526.205	83.424
	I alt kapitalandele	609.979	99.227
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	238	55
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	499	-
	Aktuelle skatteaktiver	157	75
	I alt andre aktiver	894	130
	Aktiver i alt	612.872	99.594
	 PASSIVER		
7,8	Investorerens formue	610.828	99.377
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.055	217
	Gæld vedrørende handelsafvikling	989	-
	I alt anden gæld	2.044	217
	Passiver i alt	612.872	99.594
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

Globale Aktier Akk.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 24.

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

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 45 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 47.

	2017	2016		
1 Renteindtægter				
Indestående i depotselskab	1	1		
I alt renteindtægter	1	1		
2 Udbytter				
Noterede aktier fra danske selskaber	2.011	277		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.065	1.375		
I alt udbytter	7.076	1.652		
3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede	3.789	694		
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede	3.792	325		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	4.014	2.533		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, urealiserede	51.406	6.825		
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	63.001	10.377		
4 Handelsomkostninger				
Bruttohandelsomkostninger	-968	-143		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	598	33		
I alt handelsomkostninger	-370	-110		
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
5 Administrationsomkostninger 2017				
Honorar til bestyrelse mv.	-	46	46	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Markedsføringsomkostninger	144	-	144	
Gebyrer til depotselskab	165	-	165	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.409	-	7.409	
Fast administrationshonorar	1.020	-	1.020	
Øvrige omkostninger	67	12	79	
I alt administrationsomkostninger 2017	8.815	60	8.875	
Administrationsomkostninger 2016				
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	
I alt administrationsomkostninger 2016	1.982	19	2.001	

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

6 Kapitalandele

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2017	2016
7 Investoreernes formue		
Investoreernes formue primo	99.377	63.021
Emissioner i året	461.064	26.497
Indløsninger i året	-9.232	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	156	86
Overført fra resultatopgørelsen	59.463	9.773
I alt investoreernes formue	610.828	99.377
8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	79	55
Emissioner i året	327	24
Indløsninger i året	-6	-
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	400	79
9 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,19	99,41
Øvrige finansielle instrumenter	0,33	0,24
I alt	99,52	99,65
Andre aktiver/Anden gæld	0,48	0,35
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

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 2017

Afdelingen opnåede et afkast på 15,03% i 2017. Afkastet er tilfredsstillende og højere end ledelsens forventninger primo året.

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 16,8% i 2017.

Afdelingens nettoresultat blev på 85,3 mio. kr. i 2017. Ultimo 2017 udgjorde formuen i afdelingen 638,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 1.559,51 kr. pr. andel. For 2017 indstiller bestyrelsen, at afdelingen udlodder 147,00 kr. pr. andel, svarende til det i januar foreløbigt bestyrelsesgodkendte og udbetalte udbytte.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2017 været 11,8% 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 investoplysninger.

Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

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

Danske Aktier KL

Nøgletal	2017	2016	2015	2014	2013
Årets afkast i procent	15,03	-1,69	32,37	5,29	28,15
Indre værdi pr. andel (i kr.)	1.559,51	1.487,47	1.786,10	1.540,95	1.590,95
Udlodning pr. andel (i kr.)	147,00	135,00	263,00	235,00	134,00
Omkostningsprocent ^{*)}	2,31	1,01	3,87	1,50	3,69
Sharpe ratio	1,25	1,29	1,08	1,02	1,60
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	85.276	-9.376	167.058	36.637	158.817
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	638.886	633.727	618.473	524.482	738.748
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	410	426	347	340	465
Omsætningshastighed	0,41	0,57	0,13	0,17	0,65

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

Danske Aktier KL

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2017	2016
Note	Renter og udbytter		
	Renteudgifter	-29	-94
1	Udbytter	9.052	9.180
	I alt renter og udbytter	9.023	9.086
	Kursgevinster og -tab		
2	Kapitalandele	91.011	-12.195
3	Handelsomkostninger	-414	-273
	I alt kursgevinster og -tab	90.597	-12.468
	I alt indtægter	99.620	-3.382
4	Administrationsomkostninger	14.344	5.994
	Årets nettoresultat	85.276	-9.376
	Overskudsdisponering		
5	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	60.222	57.516
	Overført til udlodning næste år	347	33
	Overført til formuen	24.707	-66.925

Danske Aktier KL

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2017	2016
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	13.934	756
	I alt likvide midler	13.934	756
6	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	603.614	633.577
	I alt kapitalandele	603.614	633.577
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	30.106	-
	I alt andre aktiver	30.106	-
	Aktiver i alt	647.654	634.333
	 PASSIVER		
7,8	Investoreernes formue	638.886	633.727
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	8.768	606
	I alt anden gæld	8.768	606
	Passiver i alt	647.654	634.333
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 24.

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

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 45 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 47.

1 Udbytter			
Noterede aktier fra danske selskaber		9.052	9.180
I alt udbytter		9.052	9.180
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele			
Noterede aktier fra danske selskaber, realiserede		37.546	43.369
Noterede aktier fra danske selskaber, urealiserede		53.465	-55.564
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele		91.011	-12.195
3 Handelsomkostninger			
Bruttohandelsomkostninger		-488	-663
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		74	390
I alt handelsomkostninger		-414	-273
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
4 Administrationsomkostninger 2017			
Honorar til bestyrelse mv.	-	48	48
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12
Markedsføringsomkostninger	399	-	399
Gebyrer til depotselskab	212	-	212
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	12.178	-	12.178
Fast administrationshonorar	1.375	-	1.375
Øvrige omkostninger	89	31	120
I alt administrationsomkostninger 2017	14.263	81	14.344
Administrationsomkostninger 2016			
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
I alt administrationsomkostninger 2016	5.887	107	5.994
		2017	2016
5 Til rådighed for udlodning			
Renter og udbytter		9.052	9.180
Kursgevinster og -tab til udlodning		67.118	49.192
Udlodningsregulering		-1.289	4.844
Udlodning overført fra sidste år		33	327
Minimumsindkomst		74.914	63.543
Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst		-14.345	-5.993
I alt til rådighed for udlodning		60.569	57.550

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

6 Kapitalandele

Beholdningsoversigten kan rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	2017	2016
7 Investorerens formue		
Investorerens formue primo	633.727	618.471
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-57.516	-44.900
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	210	-19.823
Emissioner i året	38.871	310.070
Indløsninger i året	-61.990	-220.719
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	308	4
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	60.222	57.516
Overført til udlodning næste år	347	33
Overført fra resultatopgørelsen	24.707	-66.925
I alt investorerens formue	638.886	633.727
8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	426	347
Emissioner i året	28	182
Indløsninger i året	-44	-103
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	410	426
9 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,96	99,78
Øvrige finansielle instrumenter	2,12	0,12
I alt	94,08	99,90
Andre aktiver/Anden gæld	5,92	0,10
I alt finansielle instrumenter i procent	100,00	100,00

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, såfremt det er aftalt med tredjemand.

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

Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger indregnes i takt med, at de afholdes. Disse består af afdelingsdirekte omkostninger og en andel af foreningens fællesomkostninger. Fællesomkostningerne fordeles overvejende mellem afdelingerne i forhold til deres gennemsnitlige formue. 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 m.v. 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., aktuelle skatteaktiver bestående af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet samt tilgodehavender vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede salg af finansielle instrumenter samt emissioner før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorenes formue.

Foreningens noter

Nettoemissions- og -indløsningsindtægter

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

Anden gæld

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

Omregning af fremmed valuta

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

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

Nøgletal

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

Afkast i procent

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

Indre værdi pr. andel

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

Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

Omkostningsprocent

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

Sharpe ratio

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

Omsætningshastighed

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

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 2017 til ansatte, excl. ledelsen, hos forvalteren Nykredit Portefølje Administration A/S udgør 70.724 t.kr. (2016: 69.537 t.kr.), hvoraf 70.108 t.kr. (2016: 68.817 t.kr.) er fast løn og 616 t.kr. (2016: 720 t.kr.) er variabel løn.

Den samlede lønsum til ledelsen hos forvalteren udgør 4.047 t.kr. (2016: 5.177 t.kr.), hvoraf 3.327 t.kr. (2016: 4.317 t.kr.) er fast løn og 720 t.kr. (2016: 860 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 2017 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 109 (2016: 108).

Foreningens noter

Hoved- og nøgletalsoversigt	2017	2016	2015	2014	2013
Årets afkast i procent					
Globale Aktier KL	21,06	10,19	16,26	5,53	24,57
Globale Aktier Akk.	21,63	9,51	16,44	-1,39	-
Danske Aktier KL	15,03	-1,69	32,37	5,29	28,15
Indre værdi pr. andel					
Globale Aktier KL	2.099,72	1.867,17	1.926,90	1.788,34	1.779,40
Globale Aktier Akk.	1.529,50	1.257,47	1.148,24	986,11	-
Danske Aktier KL	1.559,51	1.487,47	1.786,10	1.540,95	1.590,95
Udlodning pr. andel (i kr.)					
Globale Aktier KL	142,00	136,00	229,00	154,00	82,00
Globale Aktier Akk.	-	-	-	-	-
Danske Aktier KL	147,00	135,00	263,00	235,00	134,00
Omkostningsprocent					
Globale Aktier KL *)	3,10	2,09	2,56	1,60	3,51
Globale Aktier Akk.	2,11	2,40	2,54	0,42	-
Danske Aktier KL *)	2,31	1,01	3,87	1,50	3,69
Sharpe ratio					
Globale Aktier KL	1,13	1,09	0,95	1,08	1,92
Globale Aktier Akk.	0,94	-	-	-	-
Danske Aktier KL	1,25	1,29	1,08	1,02	1,60
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)					
Globale Aktier KL	476.935	178.942	254.881	88.316	224.128
Globale Aktier Akk.	59.463	9.773	5.241	-412	-
Danske Aktier KL	85.276	-9.376	167.058	36.637	158.817
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)					
Globale Aktier KL	2.837.714	1.972.386	1.790.791	1.580.807	1.490.207
Globale Aktier Akk.	610.828	99.377	63.021	28.619	-
Danske Aktier KL	638.886	633.727	618.473	524.482	738.748
Andele ultimo (i 1.000 stk.)					
Globale Aktier KL	1.352	1.056	930	884	837
Globale Aktier Akk.	400	79	55	29	-
Danske Aktier KL	410	426	347	340	465
Omsætningshastighed					
Globale Aktier KL	0,39	0,38	0,34	0,62	0,62
Globale Aktier Akk.	0,35	0,51	0,41	0,04	-
Danske Aktier KL	0,41	0,57	0,13	0,17	0,65

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

Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2017

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	USD	711,37	24.499	108.060	3,75%
	CIE Financiere Richemont	CHF	88,3	104.813	58.886	2,05%
	Galaxy Entertainment	HKD	62,7	4.164.172	207.090	7,20%
	Intercontinental Hotels	GBP	47,19	197.970	78.359	2,72%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	245,4	32.104	58.657	2,04%
	Nike	USD	62,55	301.000	116.738	4,05%
	Samsonite	HKD	35,9	4.578.702	130.377	4,53%
	Sands China	HKD	40,35	4.480.971	143.410	4,98%
	Starbucks	USD	57,43	396.596	141.223	4,90%
	Walt Disney Co	USD	107,51	188.122	125.403	4,35%
Daglige forbrugsgoder	Diageo	GBP	27,25	280.450	64.101	2,23%
	Estee Lauder	USD	127,24	71.400	56.330	1,96%
Finans	American Express	USD	99,31	115.915	71.376	2,48%
	S&P Global Inc	USD	169,4	58.894	61.859	2,15%
	Moody's Corp.	USD	147,61	81.007	74.141	2,57%
	Prudential PLC	GBP	19,06	454.070	72.572	2,52%
	St. James's Place	GBP	12,26	1.298.093	133.486	4,63%
Sundhed	Coloplast	DKK	493,5	318.797	157.326	5,47%
	Novo Nordisk	DKK	334,5	315.775	105.627	3,67%
Industri & service	Expeditors	USD	64,69	654.815	262.649	9,12%
	Kone Oyj-B	EUR	44,78	166.841	55.626	1,93%
Teknologi	Alphabet	USD	1.046,40	15.680	101.733	3,53%
	Mastercard Inc	USD	151,36	280.167	262.935	9,13%
	Visa Inc.	USD	114,02	130.296	92.115	3,20%
Råvare	U.I.E.	DKK	1.299,00	106.892	138.853	4,83%
Aktier i alt					2.878.933	100,00%
Beholdning i alt					2.878.933	100,00%

Valutakurser per 31. december 2017: CHF: 636,26, DKK: 100, EUR: 744,54, GBP: 838,76, HKD: 79,32 og USD: 620,04

Foreningens noter

Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Globale Aktier AKK

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2017

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
					t.kr.	Procent
Diskretionære forbrugsgoder	Autozone Inc.	USD	711,37	5.003	22.067	3,62%
	CIE Financiere Richemont	CHF	88,30	21.722	12.204	2,00%
	Galaxy Entertainment	HKD	62,70	888.828	44.203	7,25%
	Intercontinental Hotels	GBP	4.719,00	43.110	17.064	2,80%
	Lvmh Moet Hennessy	EUR	245,40	7.065	12.909	2,12%
	Nike	USD	62,55	65.024	25.219	4,13%
	Samsonite	HKD	35,90	985.838	28.071	4,60%
	Sands China	HKD	40,35	961.305	30.766	5,05%
	Starbucks	USD	57,43	83.412	29.702	4,87%
	Walt Disney Co	USD	107,51	40.579	27.050	4,43%
Daglige forbrugsgoder	Diageo	GBP	2.725,00	57.630	13.172	2,16%
	Estee Lauder	USD	127,24	14.800	11.676	1,91%
Finans	American Express	USD	99,31	23.928	14.734	2,41%
	S&P Global Inc	USD	169,40	12.133	12.744	2,09%
	Moody's Corp.	USD	147,61	17.692	16.192	2,65%
	Prudential PLC	GBP	1.905,50	100.075	15.995	2,62%
	St. James's Place	GBP	1.226,00	272.750	28.048	4,60%
Sundhed	Coloplast	DKK	493,50	66.845	32.988	5,41%
	Novo Nordisk	DKK	334,50	67.930	22.723	3,73%
Industri & service	Expeditors	USD	64,69	138.300	55.473	9,09%
	Kone Oyj-B	EUR	44,78	35.705	11.904	1,95%
Teknologi	Alphabet	USD	1.046,40	3.410	22.124	3,63%
	Mastercard Inc	USD	151,36	59.323	55.674	9,12%
	Visa Inc.	USD	114,02	27.179	19.215	3,15%
Råvare	U.I.E.	DKK	1.299,00	21.604	28.064	4,61%
Aktier i alt					609.979	100,00%
Beholdning i alt					609.979	100,00%

Valutakurser per 31. december 2017: CHF: 636,26, DKK: 100, EUR: 744,54, GBP: 838,76, HKD: 79,32 og USD: 620,04

Foreningens noter

Kapitalforeningen BLS Invest - Afdeling Danske Aktier KL

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2017

Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi	
				t.kr.	Procent
Carlsberg A/S B	DKK	745,00	84.733	63.126	10,46%
Coloplast B	DKK	493,50	126.969	62.659	10,38%
DSV A/S	DKK	488,60	129.532	63.289	10,49%
Jeudan A/S	DKK	725,50	82.377	59.765	9,90%
Københavns Lufthavne	DKK	5670,00	7.112	40.325	6,68%
Novo Nordisk A/S B	DKK	334,50	193.085	64.587	10,70%
Ringkjøbing Landbobank A/S	DKK	321,50	202.906	65.234	10,81%
SimCorp A/S	DKK	353,30	167.785	59.278	9,82%
U.I.E.	DKK	1.299,00	48.471	62.964	10,43%
William Demant	DKK	173,50	359.575	62.387	10,34%
Aktier i alt				603.614	100,00%
Beholdning i alt				603.614	100,00%

Valutakurser per 31. december 2017: DKK: 100