

Kapitalforeningen
Nykredit Invest

Årsrapport
2015

Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	5
<i>Årsrapporten 2015 i hovedtræk</i>	5
<i>Forventninger til 2016</i>	6
<i>Udviklingen i foreningen i 2015</i>	7
<i>De økonomiske omgivelser i 2015</i>	11
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger</i>	15
<i>Bæredygtige investeringer</i>	18
<i>Fund Governance</i>	19
<i>Væsentlige aftaler</i>	21
<i>Generalforsamling 2016</i>	22
<i>Øvrige forhold</i>	22
<i>Forhold vedrørende ledelsen</i>	23
Årsregnskaber.....	25
<i>Balance Defensiv</i>	25
<i>Balance Moderat</i>	30
<i>Balance Offensiv</i>	35
<i>Foreningens noter</i>	40
<i>Anvendt regnskabspraksis</i>	40
<i>Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.</i>	42
<i>Hoved- og nøgletaloversigt</i>	43

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

Foreningsoplysninger

Kapitalforeningen Nykredit Invest blev stiftet den 6. december 2001. Ultimo 2015 omfattede foreningen tre afdelinger:

Balance Defensiv
Balance Moderat
Balance Offensiv

Kapitalforeningen Nykredit Invest er en kapitalforening, som har til formål at sikre investorerne en god og stabil formue-tilvækst over en årrække. Kapitalforeningen Nykredit Invest har indgået administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S, samt rådgivningsaftale og depotselskabs aftale med Nykredit Bank A/S. Samarbejdspartnerne indgår i Nykredit koncernen.

Kapitalforeningen Nykredit Invest
Otto Mønstedes Plads 9
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00
Fax: 44 55 91 70
CVR nr: 26 35 16 50
Finanstilsynets reg.nr.: 24.037
Hjemmeside: nykreditinvest.dk

Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

Bestyrelse

Direktør Carsten Lønfeldt (formand)
Professor dr.jur. Jesper Lau Hansen
Professor David Lando
Direktør Tine Roed

Depositær

Nykredit Bank A/S

Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Finanskalender 2016

25. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2015
14. april Ordinær generalforsamling 2016
25. august Halvårsmeddelelse 2016

Porteføljerådgiver

Nykredit Asset Management

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

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

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

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 25. februar 2016

Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

Jim Isager Larsen

Tage Fabrin-Brasted

Bestyrelse

Carsten Lønfeldt
Formand

Jesper Lau Hansen

David Lando

Tine Roed

Til investorerne i Kapitalforeningen Nykredit Invest

Påtegning på årsregnskabet

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

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

Konklusion

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

Udtalelse om ledelsesberetningen

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

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

København, den 25. februar 2016

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk
Statsautoriseret revisor

Årsrapporten 2015 i hovedtræk

- År 2015 blev et godt år for foreningen. Foreningens afdeling Balance Defensiv leverede et afkast på 3,6% i 2015, mens afdeling Balance Moderat og afdeling Balance Offensiv gav et afkast på henholdsvis 6,9% og 8,6%. Afkastene var på niveau med eller højere end ledelsens forventninger primo året. Relativt til benchmark leverede foreningens tre afdelinger et merafkast. Foreningens ledelse finder disse afkast tilfredsstillende.
- Foreningens formue var 8.547 mio. kr. ultimo 2015 mod 7.882 mio. kr. ultimo 2014.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 407,4 mio. kr. i 2015 mod 752,1 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 21,5 mio. kr. i 2015 mod 19,8 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 0,25% i 2015 mod 0,27% året før.
- Foreningens økonomiske omgivelser i 2015 blev atter præget af en skuffende udvikling i den globale økonomiske vækst. USA og Europa leverede moderat fremgang, mens der var stilstand i Japan. Kina og de øvrige emerging markets lande oplevede en nedgang i vækstraten forårsaget af omstillingen i den kinesiske økonomi, hvor efterspørgslen efter råvarer blev reduceret. Lav inflation og fortsatte pengepolitiske lempelser medførte endnu et år med lave renter, selvom den amerikanske centralbank hævede styringsrenten mod slutningen af 2015.
- Den globale økonomiske vækst forventes at blive moderat i 2016. Væksten forventes primært drevet af USA og Europa, hvorimod Japan, Kina og udviklingslandene fortsat ventes at skulle kæmpe med økonomiske udfordringer i 2016.
- I 2016 forventes centralbankerne igen at agere forskelligt. Den amerikanske centralbank skønnes at fortsætte en forsigtig stramning af pengepolitikken med små forhøjelser af styringsrenten over året. Den Europæiske Centralbank ventes derimod at fastholde en lav rente samt fortsat foretage obligationsopkøb for at sikre fremgang i beskæftigelsen og den økonomiske vækst. Renterne skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i 2016, men kan godt stige en anelse sidst i 2016 som en reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget efter marts 2017. Afkastpotentialet på obligationer vurderes derfor at være beskedent i 2016.
- Med en forventning om moderat vækst i den globale økonomi, lave renter og energipriser, skønnes virksomhederne at kunne generere moderat indtjeningsvækst i 2016. Det kommende år vurderes imidlertid at blive vanskeligt på aktiemarkederne i 2016. Nervøsiteten for væksten i Kina og yderligere olieprisfald har primo 2016 skabt store kursfald, hvorfor negative afkast på aktier ikke kan udelukkes for hele året.
- Baseret på disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse i bedste fald beskedne afkast i foreningens afdelinger i 2016. Afkastudsving i løbet af året må forventes, og negativt afkast kan ikke udelukkes i foreningens afdelinger for hele året.

Forventninger til 2016

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

USA forventes fortsat at trække den økonomiske vækst i verden i 2016. Fremgangen i økonomien skønnes at være kommet ind i et mere modent stadie og vurderes at blive på niveau med de foregående to år. Trods en solid fremgang i beskæftigelsen og lønnen, forventes vækstraten i privatforbruget at aftage en anelse i 2016.

I Europa ventes forøgede økonomiske vækstrater i 2016. Flere lande vurderes at kunne høste gevinster fra de gennemførte strukturreformer, ligesom den lave oliepris og den lempelige pengepolitik ventes at hjælpe til. Det vurderes tillige, at privatforbruget bliver en drivkraft som følge af stigende beskæftigelse og reallønsfremgang. Derimod skønnes nettoeksporten ikke at bidrage positivt til væksten det kommende år, trods den svage euro. De lavere vækstudsigter for emerging markets landene menes at ville modvirke valutafordelen.

I Danmark ventes den økonomiske vækst at blive moderat i 2016. Privatforbruget vil blive den primære årsag til væksten, hvilket skal ses i sammenhæng med en fornuftig reallønsfremgang, en stigning i beskæftigelsen samt det meget lave renteniveau. Samtidig er der ikke tegn på, at husholdningernes stigende friværdi vil blive omsat til forbrug, da der fortsat er fokus på gældsnedbringelse og opsparing. Derudover vurderes kronens svækkelse at bidrage positivt til væksten, da det forventes at gavne eksportmulighederne udenfor euroområdet – herunder særligt USA. Vækstpotentialet i den danske økonomi er imidlertid behæftet med usikkerhed, da stilstanden i væksten fra slutningen af 2015 kan fortsætte i en periode af 2016.

Omstillingen af den kinesiske økonomi fra eksport og investeringer til øget indenlandsk privatforbrug ventes at fortsætte i 2016 og årene derefter. Omstillingen kan imidlertid vise sig vanskelig. På trods af den kinesiske centralbanks pengepolitiske indgriben ad flere omgange i 2015, udviste økonomien en reduceret vækstrate, hvilken også forventes at være tilfældet i 2016.

Den moderate økonomiske vækst på globalt plan ventes ikke at skabe et løn- eller prispres. Tværtimod forventes de lave rå-

varepriser og herunder især den lave oliepris at skabe perioder med fortsat lav inflation eller direkte faldende priser i 2016.

Den økonomiske udvikling og de finansielle markeder vil i 2016 være omgærdet af geopolitiske risici. Situationen mellem

Rusland og Ukraine, konflikten i Syrien og konflikten mellem Saudi Arabien og Iran kan give spændinger og nervøsitet i 2016. Derudover vil Storbritanniens afstemning om EU-medlemskabet kunne skabe markedsusikkerhed i 2016.

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

I 2016 vurderes de korte markedsrenter i Europa at blive holdt nede af den lave styringsrente og den Europæiske Centralbanks forlængede opkøbsprogram. Mod slutningen af året forventes der en moderat rentestigning som reaktion på, at opkøbsprogrammet ikke forventes forlænget efter marts 2017. Renterne vil dog stadig vurderes til at være lave. Der må derfor forventes beskedne afkast af obligationer i 2016.

Aktiemarkedene ventes at blive vanskelige og med store kursudsving i 2016. Over de seneste år har de globale aktier oplevet kraftige kursstigninger, uden at indtjeningen har fulgt med i samme grad. Afkastet er således primært kommet som følge af en højere prisfastsættelse. Indtjeningsvæksten i de børsnoterede selskaber ventes at blive moderat i 2016. Nervøsitet for væksten i Kina og yderligere olieprisfald har skabt store kursfald primo 2016, hvorfor negative afkast på aktier ikke kan udelukkes for hele året.

Baseret på disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse i bedste fald beskedne afkast i foreningens afdelinger i 2016. Afkastudsving i løbet af året må forventes, og negativt afkast kan ikke udelukkes i foreningens afdelinger for hele året.

Udviklingen i foreningen i 2015

Afkastudviklingen i 2015

Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 2015 på niveau med eller bedre end ventet primo året som følge af den positive udvikling på en række aktiemarkeder og svækkelsen af euroen.

Afdeling Balance Defensiv gav i 2015 et afkast på 3,6%, hvilket var højere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 2,8%.

Afdeling Balance Moderat gav i 2015 et afkast på 6,9%, hvilket var højere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 5,3%.

Afdeling Balance Offensiv gav i 2015 et afkast på 8,6%, hvilket var højere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 7,0%.

Oversigt over investeringsafkast i 2015

Obligationsdel af benchmark

Nordea Govt. CM 5Y 0,2%

Investeringsafkast i foreningen

Korte obligationer 0,6%

Lange obligationer 0,8%

Kreditobligationer -1,3%

Emerging Markets obligationer -4,7%

Aktiedel af benchmark

MSCI All Country World 9,0%

Investeringsafkast i foreningen

Globale aktier 12,5%

Amerikanske aktier 12,0%

Amerikanske small/mid cap aktier -4,3%

Europæiske aktier 11,7%

Danske aktier 32,9%

Japanske aktier 18,3%

Emerging Markets aktier 1,0%

Relativt til benchmark gav foreningens afdelinger et merafkast i 2015. Afkastudviklingen relativt til afdelingernes respektive benchmark kan beskrives ved, at afdelingerne har opnået et merafkast på såvel obligationssiden som på aktiesiden. Dernæst har afdelingerne opnået et merafkast på periodevis overvægt af aktier via investering i afdeling Taktisk Allokering.

Afkastudviklingen i foreningens obligationsinvesteringer blev bedre end benchmark i 2015, idet foreningen opnåede et merafkast af investeringerne i danske stats- og realkreditobligationer i forhold til benchmark. Derimod bidrog en overvægt i kreditobligationer og emerging markets obligationer negativt til merafkast.

I aktiedelen af afdelingernes investeringer bidrog allokeringen til globale aktier, europæiske aktier, danske aktier og emerging markets aktier positivt i forhold til aktiedelen af benchmark. En overvægt af danske aktier øgede endvidere merafkastet. Derimod medførte et lavere afkast af afdelingernes investeringer i japanske aktier og amerikanske small og midcap aktier end investeringernes respektive benchmark, at det relative afkast i afdelingerne blev dæmpet i 2015.

Fordelingen mellem aktier og obligationer fik i 2015 en positiv effekt på det relative afkast i foreningens afdelinger. Overvægt i aktier via investeringen i afdeling Taktisk Allokering gennem dele af 1. halvår 2015 bidrog således positivt relativt til afdelingernes respektive benchmark.

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

Investeringer i foreningens afdelinger

Fordelingen mellem aktier og obligationer fik i 2015 en positiv effekt på det relative afkast i foreningens afdelinger via investeringer i afdeling Taktisk Allokering.

Ved indgangen til 2015 havde afdelingerne en neutral eksponering til aktier som følge af, at den globale økonomi var i en opbremsningsfase.

I slutningen af januar kunne der i kombination med Den Europæiske Centralbanks kvantitative lempelse af pengepolitikken imidlertid observeres en vis bedring i de konjunkturmæssige omgivelser. På den baggrund blev andelen af aktier i afdelingerne øget.

Medio marts reduceredes aktieallokeringen igen til neutral vægt, da det vurderedes, at værdiansættelsen af aktier inddiskonterede den forventede fremgang i økonomien.

Medio maj blev andelen i aktier igen øget på basis af en forventning om fornyet fremdrift i den globale økonomi. Da denne forventning ikke holdt stik, blev aktieandelen igen reduceret til neutral vægt i slutningen af juli. Aktieandelen blev holdt på neutral vægt året ud.

Primo juli udvidede afdelingernes investeringer i emerging markets obligationer sig fra kun at være i obligationer denomineret lokal valuta til også at omfatte emerging markets obligationer i hård valuta og emerging markets virksomhedsobligationer.

I slutningen af august blev investeringerne i erhvervsobligationer omlagt, idet afdelingernes investering i afdeling Virksomhedsobligationer blev udskiftet med andele i afdeling Kreditobligationer i Investeringsforeningen Nykredit Invest. Afdeling Kreditobligationer foretager taktisk allokering indenfor kreditsegmentet af investeringsuniverset. Denne afdeling kan investere i sikre statsobligationer, investment grade obligationer og high yield obligationer afhængigt af markedsforventningerne.

Afdelingernes investeringer kan ses i tabellen "Fordeling i afdelingernes investeringer ultimo 2015".

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

Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2015 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 407,4 mio. kr. mod 752,1 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 8.547 mio. kr. ved udgangen af året mod 7.882 mio. kr. ved starten af året.

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

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

Omkostninger i 2015

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 21,5 mio. kr. mod 19,8 mio. kr. året før.

Administrationsomkostningerne opgjort efter vedtægternes § 23, stk. 5 udgjorde for 0,26%, 0,25% og 0,31% for henholdsvis afdeling Balance Defensiv, afdeling Balance Moderat og afdeling Balance Offensiv af de respektive afdelingers gennemsnitlige formue i 2015. I 2014 udgjorde omkostningsprocenten 0,27, 0,26 og 0,38 for henholdsvis afdeling Balance Defensiv, afdeling Balance Moderat og afdeling Balance Offensiv.

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

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

Afkastudviklingen i 2015

Afdeling	Afkast 2015	Benchmark-afkast 2015
Balance Defensiv	3,6%	2,8%
Balance Moderat	6,9%	5,3%
Balance Offensiv	8,6%	7,0%

Resultat og formue i 2015

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Balance Defensiv	148,7	4.507,7	192,52
Balance Moderat	240,1	3.719,2	194,19
Balance Offensiv	18,6	320,5	139,74

Omkostninger

Afdeling	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014	Omk.procent 2013
Balance Defensiv	0,26	0,27	0,25
Balance Moderat	0,25	0,26	0,25
Balance Offensiv	0,31	0,38	0,45

ÅOP

Afdeling	ÅOP 2015	ÅOP 2014	ÅOP 2013
Balance Defensiv	1,31	1,38	1,37
Balance Moderat	1,56	1,58	1,64
Balance Offensiv	1,76	1,82	2,00

Fordeling i afdelingernes investeringer ultimo 2015

Aktiver	Balance Defensiv	Balance Moderat	Balance Offensiv
Korte obligationer	0,0%	0,0%	0,0%
Lange obligationer	51,2%	27,5%	10,4%
Virksomhedsobligationer	6,7%	5,9%	5,6%
Emerging Markets obl.	4,8%	3,0%	2,2%
Obligationer i alt	62,7%	36,4%	18,1%
Globale aktier	3,9%	8,3%	11,6%
Amerikanske aktier	7,4%	16,6%	22,8%
Amerikanske small/mid cap aktier	1,5%	3,4%	4,9%
Europæiske aktier	4,3%	9,4%	13,3%
Danske aktier	2,7%	5,5%	5,9%
Japanske aktier	1,5%	2,8%	3,5%
Emerging Markets akt.	2,3%	4,8%	7,5%
Aktier i alt	23,7%	50,8%	69,5%
Blandede aktiver	8,8%	9,9%	11,0%
Alternativer	4,7%	2,8%	1,2%
Kontanter	0,2%	0,1%	0,2%
I alt	100,0%	100,0%	100,0%

De økonomiske omgivelser i 2015

Skuffende fremgang i den globale økonomi

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

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

Moderat opsving i USA

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

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

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

Fremgang i Euroområdet

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

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

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

Den græske krise

Gennem første halvdel af 2015 tilspidsede situationen omkring den store græske statsgæld sig. Den græske premierminister Alexis Tsipras forsøg på kompromisløs forhandlingstaktik overfor kreditorerne IMF, EU og Den Europæiske Centralbank bar ikke frugt. Ude af stand til at betale aftalte afdrag på statsgælden og med græske banker, der var tvunget til at holde lukket pga. manglende tilførsel af likviditet fra Den Europæiske Centralbank, måtte grækerne i juli indgå en aftale med kreditorerne om reformer for at få rettet op på den græske økonomi.

Faldende vækstrate i kinesisk økonomi

Omstillingen af den kinesiske økonomi fra eksport og investeringer til øget indenlandsk privatforbrug viste i 2015 svaghedstegn. Investeringsvæksten aftog mærkbart, og fremgangen i det private forbrug kunne ikke fuldt opveje det. Den økonomiske vækst i Kina blev på 6,9% i 2015, hvilket afspejler et lavere niveau i forhold til de foregående år. Den økonomiske vækst blev hjulpet med pengepolitisk indgriben ad flere omgange gennem året, hvor den kinesiske centralbank sænkede styringsrenten og selektivt reducerede bankernes reservekrav.

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

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

Økonomisk stilstand i Japan

Væksten i den japanske økonomi var svag i 2015, idet vækstraten blev på 0,5%. Det politiske program benævnt Abenomics, som blev lanceret i slutningen af 2012, har ikke givet de ønskede effekter på hverken vækst- eller prissiden. I løbet af 2015 blev den økonomiske politik derfor drejet væk fra pengepolitiske instrumenter og over mod mere finanspolitiske tiltag. Trods dette synes der ikke at være udsigt til markant højere vækst i det kommende år, hvor den stærkere japanske yen skønnes at udgøre en risikofaktor.

Behersket fremgang i Danmark

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

Væksten i dansk økonomi blev drevet af fremgangen i det danske privatforbrug. En af drivkræfterne bag det øgede privatforbrug har været stigningen i beskæftigelsen i alle landsdele, herunder især hovedstadsområdet.

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

Faldende råvarepriser

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

Fortsat stort udbud af olie medførte, at olieprisen igen oplevede store fald i 2015. Råolieprisen målt i USD faldt således 30% gennem 2015, efter at være faldet med 46% gennem 2014. Fortsat stor produktion af skiferolie og -gas i USA kombineret med uenighed i OPEC om et produktionsloft medførte de faldende oliepriser. Også andre råvarer oplevede prisfald, der således i gennemsnit faldt med 25% målt ved S&P råvareindekset i 2015.

Fortsat lempelig pengepolitik

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

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

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

En afledt effekt af ECBs kvantitative lempelse blev en tilstrømning af likviditet til sikre økonomier med valuta bundet til euro-

en, i første omgang Schweiz. Dette igangsatte en spekulation om revaluering af den schweiziske franc. Da presset blev for stort, valgte den schweiziske nationalbank at opgive fastkurspolitikken overfor euroen og lod schweizerfrancen stige med over 20% indenfor få timer i januar 2015.

Efter denne styrkelse af den schweiziske franc rettede interessen sig mod den danske krone. Internationale spekulanter håbede på og danske pensionskasser m.v. frygtede en tilsvarende opskrivning af den danske krone med det resultat, at valutareserverne voksede uhensigtsmæssigt meget. Danmarks Nationalbank reagerede ved at sænke renten på indskudsbeviser ad flere gange til -0,75%. Selvom Danmarks Nationalbank har haft et ønske om at normalisere den danske pengepolitik, holdt den negative rente på 0,75% året ud. Efter årsskiftet har Danmarks Nationalbank hævet renten på indskudsbeviser til -0,65%.

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

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

Store valutakursudsving

År 2015 blev præget af store kursudsving mellem de toneangivende valutaer i verden med væsentlig indflydelse på afkastet af udenlandske investeringer.

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

Den kinesiske centralbank havde gennem en længere periode holdt den kinesiske valuta, renminbi, kursmæssigt stabilt over for den amerikanske dollar. Styrkelsen af den amerikanske dollar samt svækkelsen af den kinesiske økonomi i 2015 bevirkede, at den kinesiske centralbank valgte at svække renminbien over for dollaren i august 2015. Kursen på renminbien blev succesivt depreciert i små ryk over den resterende del af 2015 og i begyndelsen af 2016. Signalet med valutakurssvækkelsen blev af de internationale markeder opfattet som et svaghedstegn, hvilket skabte uro på de finansielle markeder.

Markedsudviklingen i 2015

Lave afkast på obligationsmarkederne

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

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

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

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

Det danske obligationsmarked, målt ved J.P. Morgan Obligationsindeks DK, gav et afkast på -0,2% som følge af den svage rentestigning på de lange danske statsobligationer i 2015.

Rentefaldet primo året medførte en kraftig stigning i antallet af konverteringer af konvertible realkreditobligationer i 2015. Dette bidrog til et kraftigt forøgelse af renterisikoen, hvilket realkreditmarkedet havde visse udfordringer med at absorbere. I kombination med introduktionen af nye regler for pengeinstitutters opgørelse af likviditetsreserver, der reducerer bankernes muligheder for at bruge realkreditobligationer i likviditetsreserven, gav dette en væsentlig udvidelse af realkreditspændet i perioden maj-juli 2015. Danske realkreditobligationer opnåede således ikke et særligt godt afkast i 2015.

Markedet for realkreditobligationer, målt ved Nykredit Realkreditindeks, gav et afkast på -0,3% i 2015.

Negativ udvikling for virksomhedsobligationer

Udviklingen i markedet for virksomhedsobligationer var svagt negativ i 2015 som følge af udvidelse i kreditspændet.

Markedet for kreditobligationer nød i begyndelsen af året godt af Den Europæiske Centralbanks opkøbsprogram og det lave niveau for konkurser. Rentestigninger i andet kvartal gav imidlertid et samlet negativt afkast i 1. halvår. Øget usikkerhed angående udviklingen i Kina samt råvareprisfaldet medførte udvidelsen af kreditspændet i 2. halvår, idet især udstedelser fra mineselskaber og olieselskaber blev ramt af kursfald. Derudover blev det europæiske kreditobligationsmarked ramt af skandalen i Volkswagen.

Europæiske virksomhedsobligationer målt ved Merrill Lynch EMU Corporates gav i 2015 et afkast -0,2% i kr., mens globale high yield obligationer målt ved JP Morgan Global HY indeks gav et afkast på -4,3% i amerikanske dollar.

Negativt år for Emerging Markets Obligationer

Det globale marked for emerging markets obligationer blev i 2015 påvirket af faldende vækstrate i Kina og prisfaldene på en række råvarer, herunder råolien. Derudover skabte forventningen om en stramning af den amerikanske pengepolitik en udstrømning af midler fra aktivklassen med store kursfald for lokalvalutaerne til følge.

Markedet for emerging markets obligationer denomineret i lokal valuta faldt med 5,0% omregnet til danske kroner i 2015.

Positive afkast på de globale aktiemarkeder

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

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

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

Det kinesiske aktiemarked blev i 1. halvår påvirket af den lempelege pengepolitik i Kina. Aktiemarkedet målt med indekset for Shanghai børs steg med ca. 60% fra årets start til medio juni, hvorefter markedet faldt med over 30% i de følgende uger, inden myndighederne fik stoppet markedskrakket. Myndighederne søgte gennem flere tiltag at stabilisere aktiemarkedet i 2. halvår af 2015. En ny regel introduceret pr. 1. januar 2016, hvor aktiehandlen ville blive suspenderet ved kursfald på 7%, bevirkede sammen med nye svage tal for den kinesiske økonomi fornyet uro på det kinesiske aktiemarked. År 2016 blev således indledt med anseelige kursfald. Reglen blev herefter ophævet.

I 2015 var der globalt stor forskel på afkastudviklingen på sektorniveau. Forbrugssektorerne, sundhedssektoren og teknologi-sektoren gav højeste afkast, mens energi- og minesektoren blev hårdest ramt som følge af de faldende råvarepriser. Generel industri og forsyningselskaber gav også afkast under middel som følge af manglende evne til at skabe den forventede indtjeningsvækst i 2015.

I teknologisektoren opnåede en række store internetselskaber derimod høje afkast, hvor aktier i Amazon.com og Netflix mere end fordoblede kursen. Også andre internetselskaber som Facebook, Alphabet (Google), Tencent og Naspers gav høje afkast i 2015.

Positiv udvikling på det danske aktiemarked

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

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

Risikoforhold i foreningens 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.

Risiko

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

Standardafvigelse

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

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

Maksimalt registreret kursfald

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

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

Risikoskalaen i Central Investorinformation

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

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

Risikovurdering

Som det fremgår af tabellen, har afdeling Balance Defensiv som ventet den laveste standardafvigelse, mens afdeling Balance Offensiv har den højeste standardafvigelse. Det maksimale kursfald er tilsvarende lavest i afdeling Balance Defensiv og højest for afdeling Balance Offensiv.

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.

Risikovurdering i foreningens afdelinger pr. 31. december 2015

Afdeling	Standardafvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
Balance Defensiv	5,4%	19,3%	22,5%	4	Middel
Balance Moderat	9,0%	30,2%	35,1%	4	Middel
Balance Offensiv	11,2%	13,3%	13,3%	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.

Aktivfordelingsrisiko

Investerer en afdeling i forskellige aktivklasser, vil vægtvalget af aktivklasser i forhold til benchmark udgøre en risikofaktor.

I afdeling Balance Defensiv kan aktieandelen udgøre 20-40%. Ultimo 2015 udgjorde aktieandelen 28,1% inklusive aktieandelen i blandede afdelinger, hvilket skal sammenlignes med benchmarkvægten i aktier på 28%.

I afdeling Balance Moderat kan aktieandelen udgøre 40-70%. Ultimo 2015 udgjorde aktieandelen 56,0% inklusive aktieandelen i blandede afdelinger, hvilket skal sammenlignes med benchmarkvægten i aktier på 56%.

I afdeling Balance Offensiv kan aktieandelen udgøre 60-90%. Ultimo 2015 udgjorde aktieandelen 75,4% inklusive aktieandelen i blandede afdelinger, hvilket skal sammenlignes med benchmarkvægten i aktier på 75%.

Som udgangspunkt vil afdelinger med en blandet aktivsammensætning være udsat for de samme risikomomenter som de underliggende investeringer. Ved at blande aktiverne kan der dog opnås en risikoreduktion, idet nogle aktiver ikke afkastmæssigt udvikler sig på samme måde som andre i samme periode. Det kan således i nogle perioder iagttages, at obligationer falder i kurs, mens aktier stiger og omvendt.

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 markedsmæssige, sektormæssige, nationale, regionale eller generelle økonomiske forhold kunne påvirke værdien af en afdelings investering både positivt og negativt.

Geografisk risiko

Investering i værdipapirer i et begrænset geografisk område eller ét enkelt land giver en særlig risiko. Fx kan de finansielle markeder i det pågældende område eller land blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings investering. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i det enkelte område eller land, fx valuta og renteniveau, påvirke investeringens værdi.

Kreditrisiko

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

Foreningens afdelinger investerer i afdelinger med realkreditobligationer, virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer, hvorved kreditrisiko kan påvirke afkastene i foreningens afdelinger.

Likviditetsrisiko

I særlige tilfælde kan lokale, nationale eller globale forhold betyde, at nogle værdipapirer og valutaer kan være svære at købe og/eller sælge. Det kan fx være, fordi der kun er udstedt få værdipapirer af den pågældende slags, så større køb eller salg kan presse markedsprisen på værdipapirer meget enten op eller ned. Det kan i sig selv påvirke værdien af afdelingens investeringer. Det kan i sjældne tilfælde betyde, at afdelingen må suspendere indløsning og salg af nye investeringsbeviser i en kortere eller længere periode.

Modpartsrisiko

Når en afdeling investerer i afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som fx ADR's og GDR's, eller foretager udlån af værdipapirer kan der være en risiko for, at modparten ikke overholder sine forpligtelser. Det kan betyde et tab for afdelingen.

Politisk risiko

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

Rente- og obligationsmarkedsrisiko

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

Varigheden i de afdelinger, som afdelingerne Balance Defensiv, Balance Moderat og Balance Offensiv i 2015 har investeret i, har ligget mellem 1,4 og 7,5 år opgjort ultimo 2015.

Risiko ved investeringsstil

En afdeling, der er afgrænset til at investere i en særlig del af aktie- eller obligationsmarkedet, har en risiko for, at efterspørgslen på de finansielle markeder i perioder flytter væk fra denne særlige del af markedet. I disse perioder kan værdien af afdelingens investeringer falde eller give et lavere afkast end markedet.

Risiko på kontantindestående

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

Risiko ved værdiansættelse

Ved investering i værdipapirer, som ikke handles på et reguleret marked, eller som sjældent handles, kan der være en fejlrisiko ved den løbende værdiansættelse. En afdeling, der i udpræget grad investerer i unoterede kapitalandele, må basere sin beregning af indre værdi på periodiske regnskabsrapporteringer og andre meddelelser. Disse rapporteringer vil som oftest være baseret på beregnede værdiansættelser, der er afhængige af værdiansættelsesmodeller samt skøn vedrørende fremtidig indtjening og kontantstrøm. Værdiansættelsen kan derfor være eksponeret til pludselige ændringer i opadgående eller nedadgående retning.

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.

Bæredygtige investeringer

Foreningen investerer via andre foreninger, bl.a. Investeringsforeningen Nykredit Invest, hvis politik og arbejde med bæredygtige investeringer er beskrevet nedenfor.

Nykredit Invest har i 2015 fokuseret på at udvikle og udvide sine stemmeaktiviteter samt har arbejdet med klimaudfordringen og de muligheder, den grønne omstilling giver. Derudover har foreningen i 2015 ekskluderet Goldcorp fra sit investeringsunivers, ligesom foreningen har påbegyndt håndteringen af skandalerne i Petrobras og Volkswagen.

Politik hvilende på bredt anerkendte konventioner og normer

Politikken for bæredygtige investeringer i Nykredit Invest hviler på erkendelsen, at bæredygtighed kan være en katalysator for mindre risiko og bedre afkast.

Grundlaget for foreningens politik for bæredygtige investeringer er UN PRI's seks principper for ansvarlige investeringer. Foreningens distributør og investeringsrådgiver, Nykredit, har tilsluttet sig disse principper, og står for kontakten til UN PRI. Politikken og den årlige rapportering til UN PRI om arbejdet med de seks principper er tilgængelig på hjemmesiden.

Politikken i praksis

Nykredit Invest har indgået et samarbejde med Nykredit om den praktiske håndtering af politikken for bæredygtige investeringer. Nykredits egen afdeling for bæredygtige investeringer får bistand fra eksterne eksperter til screening og analyser af selskaber samt aktivt ejerskab. MSCI ESG Research bistår med screening og analyser, mens Ethix rådgiver om aktivt ejerskab.

Nykredit screener hvert kvartal såvel udstedere af aktier som obligationer i foreningens afdelinger. Blandt de mere end tusind virksomheder i afdelingernes porteføljer har Nykredit fundet flere tilfælde af brud på bredt anerkendte FN-konventioner eller Global Compact's principper.

Dialog og aktivt ejerskab

Respekten for international ret deler foreningen med langt størstedelen af verdens selskaber. Hvis et selskab, som foreningen investerer i, mod forventning i sin forretning udviser en adfærd, der er i strid med international ret, så ønsker foreningen som udgangspunkt via dialog og aktivt ejerskab at påvirke selskabet til at overholde gældende international ret.

Foreningen gør af flere årsager denne ekstra indsats frem for blot at sælge aktierne eller obligationerne. For det første for at få rettet op på problemet, hvis der er en mulighed for det. For det andet kan der være en langsigtet gevinst for ikke alene samfundet, men også virksomheden selv og dermed ejerne, hvis virksomheden får rettet op på problemet.

Systematik i processen

Aktivt ejerskab forudsætter klare mål, tidsgrænser og ikke mindst vedholdenhed. Nykredit og vor rådgiver Ethix har en stribe værktøjer til rådighed i denne proces. Udover direkte møder med selskabet og deltagelse i selskabets generalforsamling, så kan det også inkludere samarbejde med andre investorer. I løbet af processen evaluerer Nykredit løbende udviklingen i det aktive ejerskab. Hvis det ikke er realistisk at nå målet, så ekskluderes selskabet fra investeringsuniverset. Ved udgangen af året var 20 selskaber ekskluderet. Listen er offentligt tilgængelig på foreningens hjemmeside.

Stemmeafgivning

Nykredit Invest besluttede i efteråret 2015 at udvide sin deltagelse i selskabernes generalforsamlinger betragteligt. I løbet af 2016 vil foreningen deltage i generalforsamlingerne vedrørende de største positioner. Som led i dette arbejde vedtog foreningen en ny politik for stemmeafgivning, der hviler på anbefalingerne fra Komiteen for god Selskabsledelse. Foreningens rådgiver vil stå for den praktiske del af stemmeafgivningen sammen med proxy voting provider Glass-Lewis.

Fund Governance

Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsfonde mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Foreningens ledelse er omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v., men ledelsen søger at anvende de detaljerede myndighedsregler, der gælder for ledelsen af danske UCITS. 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.

Investeringsfundsbranchen (IFB), der er investeringsfondenes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefalinger til sine medlemmer om Fund Governance. Samtidig har NASDAQ Copenhagen A/S besluttet, at de offentligt handlede selskaber skal forholde sig til reglerne for god selskabsledelse på "følg-eller-forklar"-basis. Det er bestyrelsens holdning, at foreningen som udgangspunkt følger IFB's anbefalinger, og at foreningen herudover bør være opmærksom på de til enhver tid gældende Corporate Governance regler for offentligt handlede selskaber.

Generalforsamling og investorforhold

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

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne udover generalforsamlingen er foreningens hjemmeside nykreditinvest.dk samt publikationen "Nykredit Invest", der udkommer hvert kvartal.

Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

Foreningens bestyrelse består af fire medlemmer, der er nærmere beskrevet i afsnittet 'Foreningens bestyrelse'.

Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden. Bestyrelsen lægger især vægt på

- at kontrollere, at foreningens samarbejdspartnere overholder myndighedskrav, aftaler og bestyrelsens beslutninger
- at sikre, at aftaler med foreningens samarbejdspartnere udformes således, at de giver foreningen det bedst mulige forhold mellem ydelse og pris sammenlignet med andre mulige samarbejdspartnere
- at udforme en investeringsstrategi, der er i overensstemmelse med vedtægter og prospekter, og løbende justere den
- at sikre, at foreningens struktur er i overensstemmelse med investorenes investeringsbehov
- at sikre, at hver afdeling leverer det bedst mulige afkast givet afdelingens investeringsstil og risikoprofil.

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit-koncernen, der varetager opgaverne som depositar, depotselskab, investeringsrådgiver 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 omkring håndtering af interessekonflikter.

Bestyrelsen gennemgår sin forretningsorden hvert år.

Alle bestyrelsesmedlemmer er på valg hvert år. Bestyrelsen lægger vægt på erfaring ved udførelse af sine kontrolopgaver. Den har derfor ikke fastsat en øvre grænse for, hvor mange valgperioder et bestyrelsesmedlem kan opnå. Foreningens vedtægter har dog sat en aldersgrænse for bestyrelsens medlemmer på 70 år.

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

I stedet for en egentlig direktion har foreningen ansat investeringsforvaltningsselskabet Nykredit Portefølje Administration A/S som forvalter. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsaflø-

ning i investeringsforvaltningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administration A/S's bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner forvalteren i henhold til den indgåede aftale, jf. foreningens investoroplysninger.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og forvalteren samt med direktionen heri.

Forretningsgange

Der er lavet skriftlige forretningsgange på alle områder, der er vigtige for foreningen. Samtidig er der funktionsadskillelse i den daglige drift hos forvalteren samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og forvalterens direktion.

Direktionen hos forvalteren har udpeget en klageansvarlig for at sikre en hurtig og effektiv behandling af eventuelle klager. Proceduren for en eventuel klage er beskrevet på foreningens hjemmeside nykreditinvest.dk.

Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

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

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

Handel med investeringsbeviser

Vilkårene for værdifastsættelse, emission, indløsning og handel med foreningens andele er beskrevet i foreningens vedtægter og investoroplysninger, der kan hentes via hjemmesiden nykreditinvest.dk.

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

Bestyrelsen sikrer gennem aftaler og rapportering fra forvalteren, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringsetik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbeskyttelse og god etik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

Handel med underliggende værdipapirer

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

Risikostyring og regnskabsafslutning

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

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

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

Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

Foreningens aktionærrettigheder

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

Revisionen

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

Væsentlige aftaler

Foreningen har indgået aftaler om bl.a. administration, depot 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 investeringsforeninger m.v., lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depositatar påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling plus VP-omkostninger. Gebyrsatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP mv. 3,8 mio. kr. mod 3,9 mio. kr. året før.

Administrationsaftale

Foreningen har en administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S. Ifølge aftalen skal Nykredit Portefølje Administration A/S varetage de administrative opgaver og den daglige ledelse i foreningen i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, Finanstilsynets bestemmelser, foreningens vedtægter, bestyrelsens anvisninger og de aftaler, foreningen har indgået.

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til administration 8,5 mio. kr. mod 7,5 mio. kr. året før.

Aftaler om investeringsrådgivning

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

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til investeringsrådgiver 8,8 mio. kr. mod 7,7 mio. kr. året før.

Samarbejdsaftale

Foreningen har en markedsføringsaftale med Nykredit Bank A/S. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen og rådgivningen af investorerne samt at servicere både potentielle og eksisterende investorer i foreningen.

Som led i denne aftale har foreningen i 2015 betalt et markedsføringsbidrag og en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele. Disse betalinger bortfaldt primo 2016. Foreningen betaler desuden et løbende gebyr baseret på værdien af andelene i de enkelte afdelinger. Se mere om de aktuelle gebyrsatser i foreningens gældende investorinformation på hjemmesiden.

Revision

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 63 t.kr. mod 62 t.kr. året før.

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

Generalforsamling 2016

Foreningens generalforsamling afholdes torsdag den 14. april 2016.

Øvrige forhold

Samfundsansvar

Foreningens investeringer sker med inddragelse af hensynet til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse. I samarbejde med Nykredit koncernen har foreningen formuleret en politik for bæredygtige investeringer (SRI/Socially Responsible Investments). Politikken er beskrevet i afsnittet "Bæredygtige investeringer".

Foreningen bliver administreret af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykredit-koncernen. Administrationen foregår indenfor rammerne af Nykredit-koncernens politik for samfundsmæssigt ansvar. Denne politik er beskrevet nærmere på koncernens hjemmeside nykredit.dk.

Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

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

Det er bestyrelsens holdning, at foreningen skal benytte den stemmeret på en generalforsamling, som følger med ejerskab af værdipapirer, hvis det kan være med til at opfylde målet med aktivt ejerskab.

Foreningen gør brug af sin stemmeret, hvis den ud fra en konkret vurdering skønner, at en aktiv stillingtagen – evt. i samarbejde med andre investorer – vil kunne give en positiv effekt på afkastet eller bæredygtigheden i investeringen. Som udgangspunkt ønsker foreningens bestyrelse, at udøvelse af stemmeret sker over for virksomheder, der ikke lever op til foreningens bæredygtige og etiske investeringspolitik.

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

Foreningen har ikke fundet lejlighed til at anvende sin stemmeret i 2015.

Usikkerhed ved indregning eller måling

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

Primo 2016 har aktiemarkederne været præget af megen uro med kraftige kursfald til følge. Dette har negativt påvirket afkastet i foreningens aktieinvesteringer.

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

Forhold vedrørende ledelsen

Direktionen

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

Adm. direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige ledelseshverv:
Ingen.

Direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige ledelseshverv:
Bestyrelsesformand i Investeringsfondsbranchen

Foreningens bestyrelse

Direktør **Carsten Lønfeldt**, formand
Højbro Plads 6, 1200 København K

Født: 1947

Indvalgt i bestyrelsen: 2001

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen Nykredit Invest, Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros, Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening), Eye4Talent A/S og Fonden Dansk Standard. Næstformand for Kapitalforeningen Institutionel Investor, ETA Danmark A/S og Onmondo ApS. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Investin, Investeringsforeningen Nykredit Invest Almen Bolig, Kapitalforeningen EMD Invest, Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.), Kapitalforeningen Investin, Kapitalforeningen Investin Pro, Kapitalforeningen LB Investering, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III, Kapitalforeningen Nykredit Mira III, Kapitalforeningen Pro-Target Invest, Carmo A/S, Dalhoff Larsen & Horneman A/S, Fisker Ejendomsselskab A/S med tilhørende datterselskaber, NKB Private Equity III DK A/S, NKB Private Equity VI A/S, Polaris IV Invest Fonden og Resources Denmark ApS. Direktør/ejer i KCBL Management ApS, Direktør/ejer i NKB Invest 106 ApS, Medlem i Landskatteretten, Medlem i NASDAQ Copenhagen rådgivende udvalg.

Professor dr.jur. **Jesper Lau Hansen**

Københavns Universitet, Det Juridiske Fakultet, Studiestræde 6, 1455 København K.

Født: 1965

Indvalgt i bestyrelsen: 2004

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen Investin, Kapitalforeningen EMD Invest, Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.), Kapitalforeningen Institutionel Investor, Kapitalforeningen Investin, Kapitalforeningen Investin Pro, Kapitalforeningen LB Investering, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III, Kapitalforeningen Nykredit Mira III, Kapitalforeningen Pro-Target Invest, NKB Private Equity III DK A/S og NKB Private Equity VI A/S. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Nykredit Invest, Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros, Kapitalforeningen ATP Invest og Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening).

Professor **David Lando**

CBS, Institut for Finansiering, Solbjerg Plads 3, 1455 København K.

Født: 1964

Indvalgt i bestyrelsen: 2001

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Kapitalforeningen ATP Invest. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Nykredit Invest, Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros og Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening). Næstformand for bestyrelsen i Finanstilsynet og medlem af bestyrelsen i CBS.

Direktør **Tine Roed**

Dansk Industri, Industriens Hus, Rådhuspladsen, 1787 København V

Født: 1964

Indvalgt i bestyrelsen: 2010

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen Multi Manager Invest og Kapitalforeningen Nykredit Alpha. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Nykredit Invest, Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros, Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening) og Garantifonden for indskydere og investorer. Medlem i Skatterådet.

Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2015 afholdt 6 ordinære møder.

Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2015 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 115 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 40 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 25 t.kr.

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

Afdelingsberetning

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

Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer sine midler i en balanceret portefølje af investeringsforeningsafdelinger med såvel danske som udenlandske obligationer og aktier. Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et afkast, der som minimum er på linje med afdelingens benchmark over en markedsyklus. Afdelingen benytter et vægtet benchmark bestående af 28% MSCI All Country World ND og 72% Nordea GCM 5Y obligationsindeks omregnet til danske kroner.

Afdelingen er velegnet for investorer med en investeringshorisont på 5-10 år.

Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 3,59%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 2,81% i samme periode. Afkastet var på niveau med ledelsens forventning primo året og var bedre end sammenligningsgrundlaget. Afkastet findes tilfredsstillende.

Afdelingens merafkast kan primært tilskrives den periodemæssige overvægt af aktier og afkastet af aktieinvesteringerne, hvor danske og europæiske aktier leverede et merafkast i forhold til aktiedelen af benchmarket. Derudover gav afdelingens investeringer i danske obligationer et merafkast i forhold til obligationsdelen af benchmarket. Derimod bidrog afdelingens investeringer i emerging markets obligationer, kreditobligationer og amerikanske small cap aktier negativt til det relative afkast i 2015.

Afdelingen ændrede i august allokeringen i kreditblokken ved at inkludere Nykredit Invest Kreditobligationer som erstatning for afdeling Virksomhedsobligationer i Investeringsforeningen Multi Manager Invest. Den nye afdeling har mulighed for at investere i danske stat og realkredit obligationer samt europæiske investment grade- og europæiske high yield obligationer.

Nøgletal

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

Afdelingens nettoresultat blev på 148,7 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 4.507,7 mio. kr. svarende til en indre værdi på 192,52 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 5,4% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Via investeringer i underliggende afdelinger er afdelingen eksponeret til såvel rente- og obligationsmarkedsrisiko, aktiemarkedsrisiko, valutarisiko samt risiko ved valg af porteføljeforvaltere. Ved spredning på forskellige afdelinger med aktier og obligationer samt forskellige forvaltere søges risikoen i afdelingen reduceret. Der sker ingen afdækning af renterisikoen, aktiemarkedsrisikoen eller valutarisikoen i afdelingen.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i 2016 med øget beskæftigelse til følge. Den strategiske fase i økonomien vurderes derfor fortsat at være i fremgang. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år, men der kan komme en stigning mod slutning af året. Obligationer ventes på den baggrund at give beskedne afkast i 2016, mens afkastudviklingen for aktier ikke kan udelukkes at blive negativ set i lyset af de seneste års kursstigninger og det store kursfald primo 2016.

På den baggrund skønnes afkastudviklingen i afdelingen at blive beskedent positiv i 2016. Negativt afkast kan ikke udelukkes.

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	3,59	9,61	4,64	7,85	1,94
Indre værdi pr. andel (i kr.)	192,52	185,84	169,54	162,02	150,22
Omkostningsprocent	0,26	0,27	0,25	0,36	0,65
Sharpe ratio	0,89	1,04	1,44	0,23	-0,07
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	148.727	361.034	171.823	260.986	61.894
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	4.507.719	4.167.853	3.762.345	3.730.966	3.223.474
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	23.415	22.428	22.191	23.028	21.458
Omsætningshastighed	0,00	0,12	0,00	0,07	0,38

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	14	3
	Renteudgifter	-58	-
	I alt renter og udbytter	-44	3
	Kursgevinster og -tab		
2	Kapitalandele	160.102	371.668
	Øvrige aktiver/passiver	35	32
	Handelsomkostninger	-32	-
	I alt kursgevinster og -tab	160.105	371.700
	I alt indtægter	160.061	371.703
3	Administrationsomkostninger	11.334	10.640
	Resultat før skat	148.727	361.063
4	Skat	-	29
	Årets nettoresultat	148.727	361.034

Balance Defensiv

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	7.526	11.650
	I alt likvide midler	7.526	11.650
5	Kapitalandele		
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	3.894.593	3.529.519
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	606.832	627.918
	I alt kapitalandele	4.501.425	4.157.437
	Andre aktiver		
	Aktuelle skatteaktiver	433	406
	I alt andre aktiver	433	406
	Aktiver i alt	4.509.384	4.169.493
	PASSIVER		
6,7	Medlemmernes formue	4.507.719	4.167.853
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.665	1.640
	I alt anden gæld	1.665	1.640
	Passiver i alt	4.509.384	4.169.493
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" findes på side 21.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 23.

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

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

		2015	2014
1 Renteindtægter			
Indestående i depotselskab		14	3
I alt renteindtægter		14	3
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede		-	61
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede		72.091	23.267
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede		62.663	306.819
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede		171	120
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede		25.177	41.401
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele		160.102	371.668
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
3 Administrationsomkostninger 2015			
Honorar til bestyrelse mv.	-	59	59
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Gebyrer til depotselskab	2.143	-	2.143
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.559	-	4.559
Fast administrationshonorar	4.450	-	4.450
Øvrige omkostninger	76	26	102
I alt administrationsomkostninger 2015	11.247	87	11.334
Administrationsomkostninger 2014			
Honorar til bestyrelse mv.	-	61	61
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Gebyrer til depotselskab	2.205	-	2.205
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.082	-	4.082
Fast administrationshonorar	4.009	-	4.009
Øvrige omkostninger	230	32	262
I alt administrationsomkostninger 2014	10.545	95	10.640
4 Rente- og udbytteskatter			
Ikke refunderbar udbytteskat		-	29
I alt rente- og udbytteskatter		-	29
5 Kapitalandele		%	
Aktivfordeling			
Obligationer		71,90	
Aktier		28,10	
		100,00	

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden nykreditinvest.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2015	2014
6 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue primo	4.167.853	3.762.345
Emissioner i året	196.552	77.817
Indløsninger i året	-6.021	-33.676
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	608	333
Overført fra resultatopgørelsen	148.727	361.034
I alt medlemmernes formue	4.507.719	4.167.853
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	22.428	22.192
Emissioner i året	1.019	427
Indløsninger i året	-32	-191
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	23.415	22.428
8 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,33	84,62
Øvrige finansielle instrumenter	13,62	15,33
I alt	99,95	99,95
Andre aktiver/Anden gæld	0,05	0,05
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

Afdelingen investerer sine midler i en balanceret portefølje af investeringsforeningsafdelinger med såvel danske som udenlandske obligationer og aktier. Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et afkast, der som minimum er på linje med afdelingens benchmark over en markeds cyklus. Afdelingen benytter et vægtet benchmark bestående af 56% MSCI All Country World ND og 44% Nordea GCM 5Y obligationsindeks omregnet til danske kroner.

Afdelingen er velegnet for investorer med en investeringshorisont på over 10 år.

Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 6,87%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 5,33% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo året og højere end sammenligningsgrundlaget. Afkastet findes tilfredsstillende.

Afdelingens merafkast kan primært tilskrives den periode-mæssige overvægt af aktier og afkastet af aktieinvesteringerne, hvor danske og europæiske aktier leverede et merafkast i forhold til aktiedelen af benchmarket. Derudover gav afdelingens investeringer i danske obligationer et merafkast i forhold til obligationsdelen af benchmarket. Derimod bidrog afdelingens investeringer i emerging markets obligationer, kreditobligationer og amerikanske small cap aktier negativt til det relative afkast i 2015.

Afdelingen ændrede i august allokeringen i kreditblokken ved at inkludere Nykredit Invest Kreditobligationer som erstatning for afdeling Virksomhedsobligationer i Investeringsforeningen Multi Manager Invest. Den nye afdeling har mulighed for at investere i danske stat og realkredit obligationer samt europæiske investment grade- og europæiske high yield obligationer.

Nøgletal

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

Afdelingens nettoresultat blev på 240,1 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 3.719,2 mio. kr. svarende til en indre værdi på 194,19 kr. pr. andel.

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2015 været 9,0% p.a., svarende til risikoniveau 4 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Via investeringer i underliggende afdelinger er afdelingen eksponeret til såvel renterisiko, aktiemarkedsrisiko, valutarisiko samt risiko ved valg af porteføljeforvaltere. Ved spredning på forskellige afdelinger med aktier og obligationer samt forskellige forvaltere søges risikoen i afdelingen reduceret. Der sker ingen afdækning af renterisikoen, aktiemarkedsrisikoen eller valutarisikoen i afdelingen.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i 2016 med øget beskæftigelse til følge. Den strategiske fase i økonomien vurderes derfor fortsat at være i fremgang. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år, men der kan komme en stigning mod slutning af året. Obligationer ventes på den baggrund at give beskedne afkast i 2016, mens afkastudviklingen for aktier ikke kan udelukkes at blive negativ set i lyset af de seneste års kursstigninger og det store kursfald primo 2016.

Afdelingens afkast skønnes i bedste fald at blive beskedent i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af megen usikkerhed, og store kursudsving i afdelingens andele må derfor forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for året kan ikke udelukkes.

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	6,87	11,95	10,68	8,83	-1,71
Indre værdi pr. andel (i kr.)	194,19	181,71	162,32	146,65	134,76
Omkostningsprocent	0,25	0,26	0,25	0,36	0,64
Sharpe ratio	0,78	0,98	1,30	0,01	-0,19
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	240.112	370.836	313.316	236.923	-39.105
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	3.719.237	3.490.105	3.136.366	2.984.532	2.649.687
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	19.152	19.207	19.322	20.352	19.662
Omsætningshastighed	0,00	0,12	0,00	0,17	0,33

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	4	1
	Renteudgifter	-10	-
	I alt renter og udbytter	-6	1
	Kursgevinster og -tab		
	Obligationer	-	28
2	Kapitalandele	249.426	379.423
	Øvrige aktiver/passiver	10	7
	Handelsomkostninger	-37	-
	I alt kursgevinster og -tab	249.399	379.458
	I alt indtægter	249.393	379.459
3	Administrationsomkostninger	9.281	8.612
	Resultat før skat	240.112	370.847
4	Skat	-	11
	Årets nettoresultat	240.112	370.836

Balance Moderat

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	1.995	3.452
	I alt likvide midler	1.995	3.452
5	Kapitalandele		
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	3.244.291	2.928.580
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	474.076	559.257
	I alt kapitalandele	3.718.367	3.487.837
	Andre aktiver		
	Andre tilgodehavender	8	4
	Aktuelle skatteaktiver	95	91
	I alt andre aktiver	103	95
	Aktiver i alt	3.720.465	3.491.384
	 PASSIVER		
6,7	Medlemmernes formue	3.719.237	3.490.105
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.228	1.279
	I alt anden gæld	1.228	1.279
	Passiver i alt	3.720.465	3.491.384
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" findes på side 21.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 23.

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

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

		2015	2014
1 Renteindtægter			
Indestående i depotselskab		4	1
I alt renteindtægter		4	1
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede		-	35
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede		93.792	32.017
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede		132.261	307.766
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede		-252	452
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede		23.625	39.153
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele		249.426	379.423
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
3 Administrationsomkostninger 2015			
Honorar til bestyrelse mv.	-	50	50
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Gebyrer til depotselskab	1.513	-	1.513
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.857	-	3.857
Fast administrationshonorar	3.749	-	3.749
Øvrige omkostninger	69	22	91
I alt administrationsomkostninger 2015	9.207	74	9.281
Administrationsomkostninger 2014			
Honorar til bestyrelse mv.	-	51	51
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Gebyrer til depotselskab	1.584	-	1.584
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	3.405	-	3.405
Fast administrationshonorar	3.327	-	3.327
Øvrige omkostninger	206	18	224
I alt administrationsomkostninger 2014	8.541	71	8.612
4 Rente- og udbytteskatter			
Ikke refunderbar udbytteskat		-	11
I alt rente- og udbytteskatter		-	11
5 Kapitalandele		%	
Aktivfordeling			
Aktier		56,00	
Obligationer		44,00	
		100,00	

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden nykreditinvest.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2015	2014
6 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue primo	3.490.105	3.136.366
Emissioner i året	30.066	41.409
Indløsninger i året	-41.296	-58.857
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	250	351
Overført fra resultatopgørelsen	240.112	370.836
I alt medlemmernes formue	3.719.237	3.490.105
7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	19.207	19.322
Emissioner i året	161	237
Indløsninger i året	-216	-352
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	19.152	19.207
8 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,17	83,85
Øvrige finansielle instrumenter	12,79	16,11
I alt	99,96	99,96
Andre aktiver/Anden gæld	0,04	0,04
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

Afdelingen investerer sine midler i en balanceret portefølje af investeringsforeningsafdelinger med såvel danske som udenlandske obligationer og aktier. Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et afkast, der som minimum er på linje med afdelingens benchmark over en markeds cyklus. Afdelingen benytter et vægtet benchmark bestående af 75% MSCI All Country World ND og 25% Nordea GCM 5Y obligationsindeks omregnet til danske kroner.

Afdelingen er velegnet for investorer med en investeringshorisont på over 10 år.

Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 8,61%. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,96% i samme periode. Afkastet er højere end ledelsens forventning primo halvåret, primært som følge af den positive udvikling på aktiemarkedene. Afkastet findes tilfredsstillende.

Afdelingens større afkast end benchmark i halvåret kan tilskrives en relativt høj allokering til danske aktier. Derudover har forvalterbidraget i afdelingens væsentlige aktieinvesteringer bidraget positivt til det relative afkast i halvåret. Sekundært har en overvægt i emerging markets obligationer samt et merafkast af afdelingens investeringer i lange obligationer i forhold til obligationsdelen af benchmark bidraget positivt til halvårets merafkast.

Afdelingens nettoresultat blev på 18,6 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 320,5 mio. kr. svarende til en indre værdi på 139,74 kr. pr. andel.

Nøgletal

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

Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med benchmarkafkast de seneste fem år til ultimo 2015 været 11,2% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Via investeringer i underliggende afdelinger er afdelingen eksponeret til såvel renterisiko, aktiemarkedsrisiko, valutarisiko samt risiko ved valg af porteføljeformidlere. Ved spredning på forskellige afdelinger med aktier og obligationer samt forskellige formidlere søges risikoen i afdelingen reduceret. Der sker ingen afdækning af renterisikoen, aktiemarkedsrisikoen eller valutarisikoen i afdelingen.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

Forventninger

Den globale økonomi ventes at udvise moderat vækst i 2016 med øget beskæftigelse til følge. Den strategiske fase i økonomien vurderes derfor fortsat at være i fremgang. Markedsrenterne ventes at forblive lave i det kommende år, men der kan komme en stigning mod slutning af året. Obligationer ventes på den baggrund at give beskedne afkast i 2016, mens afkastudviklingen for aktier ikke kan udelukkes at blive negativ set i lyset af de seneste års kursstigninger og det store kursfald primo 2016.

Afdelingens afkast skønnes i bedste fald at blive beskedent i 2016. Forventningen er imidlertid omgærdet af megen usikkerhed, og store kursudsving i afdelingens andele må derfor forventes i løbet af 2016. Negativt afkast for året kan ikke udelukkes.

	2015	2014	2013	2012
Årets afkast i procent	8,61	12,86	14,00	-
Indre værdi pr. andel (i kr.)	139,74	128,66	114,00	100,00
Omkostningsprocent	0,31	0,38	0,45	0,72
Sharpe ratio	1,01	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	18.573	20.182	5.606	-64
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	320.484	223.707	94.025	14.938
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	2.294	1.739	824	149
Omsætningshastighed	0,00	0,05	0,00	0,03

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014
Note	Renter og udbytter		
1	Renteindtægter	6	-
	Renteudgifter	-21	-
	I alt renter og udbytter	-15	-
	Kursgevinster og -tab		
2	Kapitalandele	19.506	20.778
	Handelsomkostninger	-32	-
	I alt kursgevinster og -tab	19.474	20.778
	I alt indtægter	19.459	20.778
3	Administrationsomkostninger	886	596
	Årets nettoresultat	18.573	20.182

Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	518	3.661
	I alt likvide midler	518	3.661
4	Kapitalandele		
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	281.346	191.059
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	38.967	29.339
	I alt kapitalandele	320.313	220.398
	Aktiver i alt	320.831	224.059
	PASSIVER		
5,6	Medlemmernes formue	320.484	223.707
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	347	352
	I alt anden gæld	347	352
	Passiver i alt	320.831	224.059
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" findes på side 21.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" findes på side 23.

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

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

	2015	2014		
1 Renteindtægter				
Indestående i depotselskab	6	-		
I alt renteindtægter	6	-		
2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele				
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede	683	130		
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede	17.406	18.382		
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede	-1	-		
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede	1.418	2.266		
I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele	19.506	20.778		
	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt	
3 Administrationsomkostninger 2015				
Honorar til bestyrelse mv.	-	5	5	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Gebyrer til depotselskab	133	-	133	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	385	-	385	
Fast administrationshonorar	284	-	284	
Øvrige omkostninger	56	2	58	
I alt administrationsomkostninger 2015	877	9	886	
Administrationsomkostninger 2014				
Honorar til bestyrelse mv.	-	3	3	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Gebyrer til depotselskab	133	-	133	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	243	-	243	
Fast administrationshonorar	165	-	165	
Øvrige omkostninger	30	1	31	
I alt administrationsomkostninger 2014	590	6	596	
4 Kapitalandele		%		
Aktivfordeling				
Aktier		75,14		
Obligationer		24,86		
		100,00		

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden nykreditinvest.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2015	2014
5 Medlemmernes formue		
Medlemmernes formue primo	223.707	94.025
Emissioner i året	77.892	109.064
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	312	436
Overført fra resultatopgørelsen	18.573	20.182
I alt medlemmernes formue	320.484	223.707
6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)		
Cirkulerende andele primo	1.739	825
Emissioner i året	555	914
I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)	2.294	1.739
7 Finansielle instrumenter i procent		
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,60	85,13
Øvrige finansielle instrumenter	12,29	14,71
I alt	99,89	99,84
Andre aktiver/Anden gæld	0,11	0,16
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 investeringsforeninger m.v.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

Præsentation af regnskabstal

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

Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter renter på kontantindestående i depot-selskab. Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter.

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

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

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

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

Balancen

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

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

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

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

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 investorerens formue ultimo regnskabsåret.

Anden gæld måles til dagsværdi og består af skyldige omkostninger.

Omregning af fremmed valuta

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

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

Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger m.v. samt retningslinjer fra 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.

Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorenes formue divideret med antal 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

Foreningens noter

Hoved- og nøgletaloversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent					
Balance Defensiv	3,59	9,61	4,64	7,85	1,94
Balance Moderat	6,87	11,95	10,68	8,83	-1,71
Balance Offensiv	8,61	12,86	14,00	-	-
Indre værdi pr. andel					
Balance Defensiv	192,52	185,84	169,54	162,02	150,22
Balance Moderat	194,19	181,71	162,32	146,65	134,76
Balance Offensiv	139,74	128,66	114,00	100,00	-
Omkostningsprocent					
Balance Defensiv	0,26	0,27	0,25	0,36	0,65
Balance Moderat	0,25	0,26	0,25	0,36	0,64
Balance Offensiv	0,31	0,38	0,45	0,72	-
Sharpe ratio					
Balance Defensiv	0,89	1,04	1,44	0,23	-0,07
Balance Moderat	0,78	0,98	1,30	0,01	-0,19
Balance Offensiv	1,01	-	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)					
Balance Defensiv	148.727	361.034	171.823	260.986	61.894
Balance Moderat	240.112	370.836	313.316	236.923	-39.105
Balance Offensiv	18.573	20.182	5.606	-64	-
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)					
Balance Defensiv	4.507.719	4.167.853	3.762.345	3.730.966	3.223.474
Balance Moderat	3.719.237	3.490.105	3.136.366	2.984.532	2.649.687
Balance Offensiv	320.484	223.707	94.025	14.938	-
Andele ultimo (i 1.000 stk.)					
Balance Defensiv	23.415	22.428	22.191	23.028	21.458
Balance Moderat	19.152	19.207	19.322	20.352	19.662
Balance Offensiv	2.294	1.739	824	149	-
Omsætningshastighed					
Balance Defensiv	0,00	0,12	0,00	0,07	0,38
Balance Moderat	0,00	0,12	0,00	0,17	0,33
Balance Offensiv	0,00	0,05	0,00	0,03	-

Kapitalforeningen Nykredit Invest
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S
Otto Mønstedts Plads 9
1780 København V

Telefon 44 55 92 00
Fax 44 55 91 70

CVR nr. 26 35 16 50

nykreditinvest.dk