

Kapitalforeningen  
Nykredit Alpha

Årsrapport  
2015



## Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	5
<i>Årsrapporten 2015 i hovedtræk.....</i>	<i>5</i>
<i>Forventninger til 2016.....</i>	<i>6</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2015.....</i>	<i>7</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2015.....</i>	<i>9</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>12</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>16</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>18</i>
<i>Generalforsamling 2016.....</i>	<i>19</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>19</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>20</i>
Årsregnskaber.....	21
<i>Alternativer.....</i>	<i>21</i>
<i>KOBRA.....</i>	<i>27</i>
<i>MIRA.....</i>	<i>32</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>37</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>37</i>
<i>Oplysninger i henhold til Lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.....</i>	<i>39</i>
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt.....</i>	<i>40</i>

Nærværende årsrapport for 2015 for Kapitalforeningen Nykredit Alpha 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.

Kapitalforeningen Nykredit Alpha blev stiftet den 6. juli 2007. Ultimo 2015 omfattede foreningen tre afdelinger:

### Alternativer

KOBRA

MIRA

Kapitalforeningen Nykredit Alpha har til formål at sikre investorerne en god og stabil formuevækst over en årrække. Kapitalforeningen Nykredit Alpha har indgået forvaltningsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S, samt rådgivningsaftale og depotselskabsaftale med Nykredit Bank A/S. Samarbejdspartnerne indgår i Nykredit koncernen.

Kapitalforeningen Nykredit Alpha  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 70  
CVR nr: 30 82 15 56  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.034  
Hjemmeside: [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk)

### Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

Direktør Tine Roed (formand)  
Advokat, Partner Kim Esben Stenild Høiby  
MBA Mads Jensen, CFA  
Direktør Erik Højberg Nielsen

### Depositær

Nykredit Bank A/S

### Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### Porteføljerådgiver

Nykredit Asset Management

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

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 22. februar 2016

### Forvalter

**Nykredit Portefølje Administration A/S**

Jim Isager Larsen

Tage Fabrin-Brasted

### Bestyrelse

Tine Roed  
Formand

Kim Esben Stenild Højbye

Mads Jensen

Erik Højberg Nielsen

## Til investorerne i Kapitalforeningen Nykredit Alpha

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Kapitalforeningen Nykredit Alpha 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 22. februar 2016

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk  
Statsautoriseret revisor

### Årsrapporten 2015 i hovedtræk

- År 2015 blev et acceptabelt år for foreningens afdelinger, hvor afkastudviklingen dog ikke helt levede op til forventningen. Afdeling MIRA og afdeling KOBRA gav et positivt afkast på henholdsvis 2,6% og 4,6% i 2015, mens afdeling Alternativer, som fortsat er i opbygningsfasen, leverede et afkast på lige over 0,0%.
- Foreningens formue var 2.142 mio. kr. ultimo 2015 mod 2.000 mio. kr. ultimo 2014.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 32,4 mio. kr. i 2015 mod 4,1 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 24,0 mio. kr. i 2015 mod 32,1 mio. kr. året før.
- På en ekstraordinær generalforsamling den 6. marts 2015 blev det besluttet at afvikle afdeling AIDA. Afdelingen blev afviklet i juni 2015.
- Foreningens ledelse førte i 2015 forhandlinger med foreningens samarbejdspartner om en justering i betalingen for markedsføring og distribution. Forhandlingerne mandede ud i en afskaffelse af tegningsprovisionen i forbindelse med emissioner af andele i afdeling Alternativer. Ændringen trådte i kraft 4. januar 2016.
- 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 markeds 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.
- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse et positivt afkast på 2-10% i foreningens afdelinger i 2016. Væsentlige afkastudsving i løbet af året må imidlertid forventes i foreningens afdelinger.

### 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 af solid fremgang i beskæftigelsen og lønnen, forventes vækstraten i privatforbruget at aftage en anelse i 2016. Bolig- og erhvervsinvesteringer skønnes derimod at komme til at spille en stigende rolle i den økonomiske vækst i USA i det kommende år.

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 friværddi 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 råvarepriser 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 et 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 forøgelser af opkøbsprogrammet i det kommende år. Danmarks Nationalbank vurderes imidlertid selvstændigt at ville hæve styringsrenten 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. Den korte rente vil dog stadig vurderes til at være lav. De lange renter kan derimod udvise en svag stigning som følge af opsvinget i USA. Der må derfor forventes beskedne afkast af obligationer i 2016.

På realkreditobligationsmarkedet forventes en bedre stemning i 2016 i forhold til det forgangne år. Realkreditspændet forventes ikke udvidet, ligesom konverteringerne vil blive på et noget lavere niveau end set i 2. halvår 2014 og 1. halvår 2015. Dette forventes at understøtte afkastet i foreningens afdeling MIRA og afdeling KOBRA i 2016. De finansielle markeder må dog forventes at være omgærdet af megen usikkerhed, hvilket de store kursfald på aktiemarkederne primo 2016 vidner om.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse et afkast på 2-10% i foreningens afdelinger i 2016. Væsentlige afkastudsving i løbet af året må imidlertid forventes i foreningens afdelinger.



## Udviklingen i foreningen i 2015

### Afkastudviklingen

I 2015 opnåede foreningens afdelinger alle positive afkast, men afkastforventningen primo 2015 blev ikke indfriet med undtagelse i afdeling KOBRA. Samlet set findes afkastudviklingen acceptabel den volatile markedsudvikling taget i betragtning.

Afkastudviklingen i de to obligationsbaserede hedgefonde blev påvirket af uroen på realkreditmarkedet i 2. kvartal, hvor udtrækningerne var store, og hvor realkreditspændet blev udvidet kraftigt. Afdeling Alternativer var i 2015 fortsat i en opbygningsfase, hvor hovedparten af midlerne var placeret i korte og mellemlange danske obligationer med begrænset afkast til følge.

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

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2015 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 32,4 mio. kr. mod 4,1 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 2.142 mio. kr. ved udgangen af året mod 2.000 mio. kr. ved starten af året.

Formuetilvæksten i foreningen kan udover afkastet tilskrives emissionsaktivitet i afdelingerne Alternativer og KOBRA, mens der derimod har været indløsning i afdeling MIRA i 2015.

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. 24,0 mio. kr. mod 32,1 mio. kr. året før.

Administrationsomkostningerne opgjort efter vedtægternes § 21 udgjorde for afdeling Alternativer 0,71%, for afdeling KOBRA 1,79% og for afdeling MIRA 1,30% af afdelingernes respektive, gennemsnitlige formue i 2015.

Omkostningsprocenten for afdeling KOBRA og afdeling MIRA inkluderer afkastafhængigt honorar. Omkostningsprocenten eksklusive afkastafhængigt honorar udgjorde 1,32% og 1,30% for henholdsvis afdeling KOBRA og afdeling MIRA i 2015.

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'.

## Aktiviteter i foreningen i 2015

### Ledelsens afkastfokus

Foreningens ledelse arbejder løbende med afkastmål i foreningens afdelinger og opfølgning herpå. Der er opstillet mål for afkastudviklingen relativt til sammenligningsgrundlag samt eventuelt relativt til konkurrerende investeringsfonde i markedet. Foreningens ledelse gennemgår og vurderer afkastudviklingen på hvert ordinært bestyrelsesmøde.

Konklusionen på dette arbejde har i 2015 været, at afkastudviklingen i foreningens afdelinger samlet set har været acceptabel.

### Pristilpasninger

Foreningens ledelse følger løbende udviklingen i afdelingernes omkostninger samt prisudviklingen i markedet.

I efterårsmånederne førtes forhandlinger med foreningens hoveddistributør om omlægning af betaling for distribution, formidling, markedsføring mv. af foreningen og foreningens andele. Resultatet af disse forhandlinger mandede ud i afskaffelsen af tegningsprovision og andre omkostninger i forbindelse med emissioner og indløsninger i foreningens afdeling Alternativer. Samtidig blev strukturen for de løbende omkostninger forenklet og samlet i et managementgebyr. Den samlede omkostning målt med Årlig Omkostning i Procent (ÅOP) faldt i den forbindelse med 0,17 for afdeling Alternativer.

Ændringen trådte i kraft den 4. januar 2016.

### Afvikling af afdeling AIDA

Afdeling AIDA blev afviklet i juni 2015 efter en beslutning på en ekstraordinær generalforsamling den 6. marts 2015.

## Afkastudviklingen i 2015

Afdeling	Afkast 2015
Alternativer	0,0%
KOBRA	4,6%
MIRA	2,6%

## Resultat og formue i 2015

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Alternativer	-1,1	1.009,8	99,57
KOBRA	22,1	524,2	118,49
MIRA	11,3	607,9	193,56

## Omkostninger

Afdeling	Omk.procent 2015	Omk.procent 2014	Omk.procent 2013
Alternativer	0,71	0,18	-
KOBRA	1,79	2,92	3,25
MIRA	1,30	3,15	6,73

## ÅOP

Afdeling	ÅOP 2015	ÅOP 2014	ÅOP 2013
Alternativer	1,53	1,70	-
KOBRA	2,09	3,39	3,71
MIRA	1,59	3,63	6,78

### 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 opsøgt 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 forventes at kunne holde sig på 6-7% 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, hvor vækstraten ventes at blive under 1%. 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 og dermed inflationen.

### 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 euroen, 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 u hensigtsmæssigt 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 12% i løbet af 2015 efter at være steget med 13% i 2014.

### 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 -0,4%.

Det danske obligationsmarked blev i 2015 påvirket af spekulationen 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 spekulationen 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 bragte markedet en kraftig forøgelse af renterisiko, 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 realkredit-spændet 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.

## 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.

## Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standardafvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
Alternativer <sup>1)</sup>	7,0%	-%	-%	4	Middel
KOBRA <sup>2)</sup>	2,1%	11,2%	11,2%	3	Høj
MIRA	5,3%	10,3%	10,3%	4	Høj

Noter: 1) Standardafvigelsen er modelbaseret. Øvrige nøgletal er ikke relevante da porteføljen ikke er fuldt investeret.

2) For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal baseret på afkasttal, der er blevet suppleret med modelafkast.

## 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

Risikoprofilen i foreningens afdelinger med undtagelse af afdeling Alternativer må anses som værende høj, da produkterne er komplekse og indeholder en høj "halerisiko". Med halerisiko menes risikoen for store gevinster og især tab, hvilket kan opstå som et resultat af høj gearing eller stor koncentration i investeringerne.

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

## Risikofaktorer og risikostyring

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

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

### Finansieringsrisiko

Finansieringsrisiko opstår, når en afdelings aktivitet afhænger af adgang til gearing – enten i form af lån eller repo-forretninger. Ophører denne adgang, vil det forhindre afdelingen i at gennemføre sin investeringsstrategi, ligesom der kan opstå en risiko for, at positioner skal tvangssælges til ugunstige kurser.

### Gearingsrisiko

Hvis en afdeling bruger gearing, vil udsvingene i afdelingens afkast sammenlignet med afkastet på markedet blive forstærket i både positiv og negativ retning. Gearing kan medføre, at afdelingen kan få tab, der er større end den indskudte kapital i afdelingen. Der kan derfor være risiko for, at afdelingen kan gå konkurs, og at investor taber hele sin investering i afdelingen.

Både afdeling MIRA og afdeling KOBRA benytter i væsentlig grad gearing i investeringsstrategien. Afdeling Alternativer anvender p.t. heller ikke gearing, men har mulighed for det i forbindelse med større indløsninger i afdelingen.

Gearingen i afdeling MIRA og afdeling KOBRA er en af afdelingernes væsentligste risikofaktorer. Gearingen opnås via repo-forretninger. Vedtægternes maksimalt tilladte gearing er 11 gange for afdeling MIRA og 41 gange for afdeling KOBRA. Ultimo 2015 udgjorde gearingen 7,7 og 16,4 i henholdsvis afdeling MIRA og afdeling KOBRA.

### Geografisk risiko

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

### Key man risiko

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

### 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 afdeling MIRA og afdeling KOBRA investerer primært i stats- og realkreditobligationer, hvor kreditrisikoen generelt anses som begrænset. Begge afdelinger har endvidere mulighed for at investere ind til 500% af afdelingernes formue i junior covered bonds, hvor kreditrisikoen er lidt større.

Afdeling Alternativer placerer sin overskydende likviditet i stats- og realkreditobligationer, hvorfor kreditrisikoen i denne afdeling også anses som begrænset.

### Likvidetsrisiko

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.

Afdeling Alternativer vil primært investere i aktiver, der må anses som illikvide. For at sikre mod likvidetsproblemer ved indløsninger opereres normalt med en likvidetsbuffer i form af realiserbare obligationer, ligesom der vedtægtsmæssigt er mulighed for at optage lån. Afdelingen er af samme grund ikke åben for offentligheden.

### Modpartsrisiko

Når en afdeling investerer i afledte finansielle instrumenter og depotbeviser, som fx ADR's og GRD'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.

### Naturkatastroferisiko

Investeringer i fysiske aktiver kan blive udsat for naturkatastrofer. I det omfang at skaderne og driftstab ikke kan dækkes via forsikring, vil sådanne naturkatastrofer påføre investorerne tab.

### Operationelle risici

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

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

### Politisk risiko

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

### Rente- og obligationsmarkedsrisiko

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

For at styre renterisikoen er der i risikorammerne for afdeling MIRA og afdeling KOBRA fastsat grænser for varighedens størrelse. Grænsen er henholdsvis 10% og 5%. For afdeling Alternativer er varighedsgrænsen 8%. Overholdelse heraf overvåges løbende af foreningens ledelse.

### Risiko ved investeringsstil

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

### Risiko på kontantindestående

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

### Risiko ved kreditspænd/rentespænd

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

Udviklingen i spændrisiko er den største risikofaktor i afdeling MIRA og afdeling KOBRA. Spændrisikoen var ultimo 2015 på 32,3% og 33,2% for henholdsvis afdeling MIRA og afdeling KOBRA. Dette vil sige, at afdelingernes indre værdi vil falde med henholdsvis 32,3% og 33,2% ved en stigning på 1 procentpoint i rentespændet mellem realkreditobligationer og renten på afdækningen.

Den fastsatte grænse for rentespændrisiko er for begge afdelinger 40%.

### 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.

### Sektorrisiko

En afdeling, der investerer i en enkelt sektor, har en risiko for, at generelle økonomiske forhold eller særlige markedsmæssige forhold i branchen vil kunne påvirke værdien af afdelingens investeringer.

### Teknisk/Operationel/Juridisk risiko

Investerer en afdeling i fx infrastrukturprojekter, kan der opstå tekniske fejl mv., der kan reducere det forventede afkast. Ligeledes vil operationelle fejl og juridiske fejl kunne reducere det forventede afkast. Spredning på en række forskellige projekter kan reducere denne risiko.



### Udstederspecifik risiko

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

Foreningens tre afdelinger er alle eksponeret til udstederspecifik risiko, idet risikorammerne giver mulighed for en høj koncentration på en enkelt udsteder.

### Udtræksrisiko

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

### Valutarisiko

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

## Fund Governance

### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsfonde mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Foreningens ledelse er omfattet af lov om forvaltere af alternative investeringsfonde, men ledelsen søger at anvende de detaljerede myndighedsregler, der gælder for ledelsen af danske UCITS. De grundlæggende rammer er da fastlagt i lov om investeringsforeninger m.v. Hertil kommer konkrete anvisninger i bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af investeringsforeninger samt vejledninger 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 OMX 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](http://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 forvalter, 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 direktionsaf-

lønning 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 den indgåede aftale, jf. foreningens investeroplysninger.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og forvalteren samt 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](http://nykreditinvest.dk).

### Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

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

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

### Handel med investeringsbeviser

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

Foreningen har via forvalteren indgået aftaler med 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, investeroplysninger og de investeringsretningslinjer, der er fastsat i aftalerne med forvalter, investeringsrådgiver og depositar. Investeringsretningslinjerne er udfærdiget i overensstemmelse med den risikoprofil, som bestyrelsen har fastlagt for de enkelte afdelinger. Direktionen hos forvalteren rapporterer løbende til bestyrelsen om overholdelsen af rammerne i såkaldte compliance-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 investorrettigheder. 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 forvaltere af alternative investeringsfonde, lov om finansiel virksomhed og Finanstilsynets bestemmelser. Depositar påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

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

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP mv. 1,1 mio. kr. mod 0,4 mio. kr. året før.

### Forvalteraftale

Foreningen har en forvalteraftale 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. Gebysatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investeringsoplysninger på hjemmesiden.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til forvalter 4,6 mio. kr. mod 3,5 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. Gebysatserne kan variere fra afdeling til afdeling. Se de aktuelle satser i foreningens gældende investeringsoplysninger på foreningens hjemmeside.

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til investeringsrådgiver 17,5 mio. kr. mod 27,8 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 betalt en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele i 2015. Dette er bortfaldet primo 2016.

### Revision

I 2015 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 84 t.kr. mod 73 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 onsdag den 20. april 2016.

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar

Foreningens politik for bæredygtige investeringer bygger på samme erkendelse som Nykredits idegrundlag Finansiell Bæredygtighed: At bæredygtighed kan være en katalysator for højere afkast og lavere risiko. Foreningens politik er nærmere beskrevet på foreningens hjemmeside [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk).

Foreningen administreres af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykredit-koncernen. Administrationen af foreningen foregår indenfor rammerne af Nykredit koncernens politik for samfundsmæssigt ansvar. Denne politik er beskrevet nærmere koncernens hjemmeside "[nykredit.dk](http://nykredit.dk)".

### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Da foreningens investeringsområde indtil videre er begrænset til investeringer i danske realkreditobligationer og unoterede investeringsfonde, har foreningens ledelse vurderet, at der i foreningen ikke er et behov for en politik for udøvelse af stemmeret.

### Usikkerhed ved indregning eller måling

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

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

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

### Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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

## Forhold vedrørende ledelsen

### Direktionen

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

Adm. direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige ledelseshverv:  
Ingen.

Direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige ledelseshverv:  
Bestyrelsesformand i Investeringsfondsbranchen

### Foreningens bestyrelse

Direktør **Tine Roed**, formand  
Dansk Industri, Industriens Hus, Rådhuspladsen, 1787  
København V

Født: 1964  
Indvalgt i bestyrelsen: 2014

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

Advokat, Partner **Kim Esben Stenild Højbye**  
NJORD Law Firm, Pilestræde 58, 1112 København K

Født: 1969  
Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Øvrige ledelseshverv: Formand for bestyrelsen i Investeringsforeningen HP Invest og Kapitalforeningen HP Hedge. Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Investin, Investeringsforeningen Multi Manager Invest, Kapitalforeningen EMD Invest, Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.), Kapitalforeningen Institutional Investor, Kapitalforeningen Investin, Kapitalforeningen Investin Pro, Kapitalforeningen LB Investering, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II, Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III, Kapitalforeningen Nykredit Mira III og Kapitalforeningen Pro-Target Invest.

MBA **Mads Jensen**, CFA  
Virumgade 43, 2830 Virum

Født: 1973  
Indvalgt i bestyrelsen: 2013

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

Direktør **Erik Højberg Nielsen**  
Skolebakken 2, Strandhuse, 6000 Kolding

Født: 1950  
Indvalgt i bestyrelsen: 2010

Øvrige ledelseshverv: Medlem af bestyrelsen i Investeringsforeningen Multi Manager Invest.

**Bestyrelsens møder**  
Bestyrelsen har i 2015 afholdt 8 ordinære møder.

**Bestyrelsens aflønning**  
Som honorar til bestyrelsen for 2015 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 265 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 85 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 60 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 placerer langsigtet sine midler i danske og udenlandske investeringsfonde, der investerer i alternative aktivklasser. Afdelingen vil typisk søge eksponering til infrastrukturprojekter indenfor fx energi, transport og forsyning, hvor der sker investeringer i fysiske aktiver med forventede stabile betalingsstrømme. Afdelingen kan derudover investere ledig likviditet i danske og udenlandske stats- og realkreditobligationer.

Afdeling Alternativer er et komplekst investeringsprodukt med en middel risikoprofil.

Afdelingen henvender sig alene til selskaber i Nykredit-koncernen samt til opsparingsordninger og investeringskoncepter i tilknytning hertil.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 0,01% i første halvår 2015. Afkastet i 2015 blev præget af, at investeringerne i alternativer fortsat var i en opbygningsfase. Afkastet i afdelingen stammede primært fra afdelingens store beholdning af korte og mellemlange danske obligationer, der alene gav et begrænset afkast i 2015.

Hovedparten af afdelingens investeringer var i 2015 placeret i korte og mellemlange obligationer, hvilket vil være tilfældet, indtil midlerne bliver trukket af de investeringsfonde, hvortil afdelingen har givet investeringstilsagn. Behovet for obligationsinvesteringerne hænger sammen med, at de valgte investeringsfonde typisk kan have en opbygningsfase, der varer 3-4 år.

Primo 2015 havde afdelingen givet investeringstilsagn til to investeringsfonde – Copenhagen Infrastructure II og Retrofit. Den danske investeringsfond Copenhagen Infrastructure II har til formål at investere i forskellige energiprojekter som fx vindmølleparker, transmissionsanlæg og lignende i Europa og Nordamerika. Den amerikanske investeringsfond Retrofit har til formål at investere i energiforbedringer af 60-120 ejendomskomplekser i Nordamerika.

Afdelingen arbejdede gennem året på at finde nye investeringsfonde at investere i. Mod slutningen af året traf foreningens ledelse beslutning om at give investeringstilsagn til AMP

Globale Infrastructure Fund. Formålet med denne investeringsfond er at investere i infrastrukturprojekter indenfor transport, energi og forsyningsvirksomhed i Europa, USA og sekundært i Fjernøsten, herunder Australien.

I de underliggende investeringsfonde var der i 2015 fremdrift med hensyn til at finde egnede investeringsprojekter. Således blev det i Copenhagen Infrastructure II besluttet at gå videre med tre store projekter: En offshore vindmøllepark ud for Skotland, et biomasseanlæg i England samt en offshore vindmøllepark ud for Nordvesttyskland. Udviklingen i afdelingens anden investering, Retrofit, gik derimod noget langsommere fremad end ventet.

Ved udgangen af 2015 havde afdelingen investeret ca. 110 mio. kr. i alternative investeringer svarende til ca. 11% af formuen. Disse aktiver må anses som illikvide. Sammen med investeringen i AMP Globale Infrastructure Fund ventes afdelingens investeringer i alternativer at øges til ca. 30% i løbet af 1. kvartal 2016, idet AMP Globale Infrastructure Fund allerede råder over investeringer vedrørende togleasing, vandforsyning, gaspipelines og en lufthavn m.m.

Afdelingens nettoresultat blev på -1,1 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 1.009,8 mio. kr. svarende til en indre værdi på 99,57 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med modelafkast de seneste fem år til ultimo 2015 været 7,0% 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.

Afdeling Alternativer vil være udsat for likviditetsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, key man risiko, politisk risiko, risiko ved værdiansættelse, teknisk og operationel risiko, valutarisiko, kreditrisiko, udstederspecifik risiko, risiko på kontantindestående og naturkatastroferisiko.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Trods investeringstilsagn forventes to tredjedele af afdelingens investeringer at være i danske obligationer i 2016. Afkastet i afdelingen forventes derfor afdæmpet af den lave rente på korte og mellemlange obligationer. På den baggrund ventes et afkast i intervallet 2-3% i afdelingen i 2016.

## Alternativer

### Nøgletal

	2015	2014*
Årets afkast i procent	0,01	-0,44
Indre værdi pr. andel (i kr.)	99,57	99,56
Omkostningsprocent	0,71	0,18
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-1.098	-5.445
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	1.009.836	779.365
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	10.142	7.828
Omsætningshastighed	1,59	0,09

\*) Afdelingen har været aktiv fra 9. september 2014.



## Alternativer

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014*
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	15.479	3.834
	Renteudgifter	-126	-
	Udbytter	147	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.500</b>	<b>3.834</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-10.657	-4.003
3	Kapitalandele	5.887	-4.021
	Afledte finansielle instrumenter	52	-
	Valutakonti	-482	-1
4	Handelsomkostninger	-4.621	-
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-9.821</b>	<b>-8.025</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>5.679</b>	<b>-4.191</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>6.777</b>	<b>1.254</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-1.098</b>	<b>-5.445</b>

\*) Afdelingen har været aktiv fra 9. september 2014.

## Alternativer

### Balance pr. 31. december i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	510	1.750
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>510</b>	<b>1.750</b>
6	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	894.141	769.997
	<b>I alt obligationer</b>	<b>894.141</b>	<b>769.997</b>
	<b>Kapitalandele</b>		
	Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	110.674	-
	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	-	1.291
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>110.674</b>	<b>1.291</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	10.147	7.970
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	695	-
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>10.842</b>	<b>7.970</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.016.167</b>	<b>781.008</b>
	<b>PASSIVER</b>		
7,8	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>1.009.836</b>	<b>779.365</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.665	1.643
	Gæld vedrørende handelsafvikling	3.666	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>6.331</b>	<b>1.643</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>1.016.167</b>	<b>781.008</b>
9	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		
10	<i>Eventualforpligtelser</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 37 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 39.

	2015	2014		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	36	-		
Noterede obligationer fra danske udstedere	15.425	3.832		
Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	18	2		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>15.479</b>	<b>3.834</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere, realiserede	-7.595	-113		
Noterede obligationer fra danske udstedere, urealiserede	-3.062	-3.890		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-10.657</b>	<b>-4.003</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber, realiserede	2.771	-		
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber, urealiserede	6.331	-4.021		
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber, urealiserede	-3.215	-		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>5.887</b>	<b>-4.021</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-5.004	-		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	383	-		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-4.621</b>	<b>-</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	124	124	
Revisionshonorar til revisorer	26	2	28	
Gebyrer til depotselskab	807	-	807	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.425	-	4.425	
Fast administrationshonorar	1.107	-	1.107	
Øvrige omkostninger	55	231	286	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>6.420</b>	<b>357</b>	<b>6.777</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	85	85	
Revisionshonorar til revisorer	18	2	20	
Gebyrer til depotselskab	257	-	257	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	639	-	639	
Fast administrationshonorar	227	-	227	
Øvrige omkostninger	25	1	26	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>1.166</b>	<b>88</b>	<b>1.254</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Obligationer</b>	<b>%</b>	
Varighedsfordeling		
0 - 1 år	28,66	
1 - 3,6 år	66,58	
3,6 + år	4,76	
	<b>100,00</b>	
<p>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.</p>		
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	779.365	-
Emissioner i året	231.143	782.923
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	426	1.887
Overført fra resultatopgørelsen	-1.098	-5.445
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>1.009.836</b>	<b>779.365</b>
<b>8 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	7.828	-
Emissioner i året	2.314	7.828
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>10.142</b>	<b>7.828</b>
<b>9 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	87,45	98,38
Øvrige finansielle instrumenter	10,87	0,39
<b>I alt</b>	<b>98,32</b>	<b>98,77</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,68	1,23
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>
<b>10 Eventualforpligtelser</b>		
<p>Afdelingen har givet tilsagn om yderligere investering for 418 mio. kr. på CIPII.</p> <p>Afdelingen har givet tilsagn om yderligere investering Retrofit på 25 mio. USD.</p>		

## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling KOBRA investerer ud fra et princip om absolut afkast, hvor generelle markedsudsving i renten søges minimeret. Hensigten er at opnå en anden afkast-/risikoprofil end traditionelle obligationsafdelinger i UCITS-investeringsfonde.

Med investeringsstrategien i KOBRA baserer afdelingen sine investeringer på renteafdækkede positioner i den korte ende af rentekurven. Renterisikoen afdækkes via finansielle instrumenter og obligationer, men da afdelingen anvender finansiell gearing for at opnå et attraktivt afkast, må den samlede risiko og dermed risikoprofilen i afdelingen alligevel anses som værende høj.

Afdelingen henvender sig til investorer, der er fortrolige med komplicerede investeringer. Afdelingen bør alene indgå som en del af en større, veldiversificeret portefølje.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 4,55%. Afkastet er på niveau med ledelsens forventning for året og findes tilfredsstillende markedsforholdene taget i betragtning.

Året blev indledt med et kraftigt rentefald, da udenlandske spekulanter håbede og danske pensionskasser frygtede en revaluering af den danske krone overfor euroen. Da Danmarks Nationalbank sænkede indskudsbevisrenten til -0,75%, steg efterspørgslen efter korte rentetilpasningsobligationer, hvilket var positivt for afdeling KOBRA.

Den efterfølgende rentestigning på lange obligationer gav i 2. kvartal en kraftig forøgelse af varigheden på konverterbare realkreditobligationer. Dette medførte yderligere kursfald, som smittede af på de lange rentetilpasningsobligationer. Da afdelingen gennem året primært investerede i korte rentetilpas-

ningsobligationer, påvirkede det alene afdelingens afkast begrænset negativt.

Afdelingen investerede primært i danske rentetilpasningsobligationer i 2015, da disse fandtes mere attraktivt prisfastsat i sammenligning med tilsvarende svenske og norske obligationer.

Afdelingens nettoresultat blev på 22,1 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 524,2 mio. kr. svarende til en indre værdi på 118,49 kr. pr. andel.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har suppleret med modelafkast de seneste fem år til ultimo 2015 været 2,1% p.a., svarende til risikoniveau 3 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

Afdeling KOBRA er et komplekst investeringsprodukt med en høj risiko. Dette hænger sammen med, at afdelingen anvender gearing. Der er derved en risiko for, at afdelingen kan blive insolvent eller udvise store udsving i formuen.

Afdelingen kan især være udsat for gearingsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kreditspænd/rentespænd, modpartsrisiko, risiko ved investeringsrådgivning og operationelle risici.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Strategien i afdelingen vil i 2016 være opportunistisk at udnytte de muligheder, der opstår i markedet som følge af forskelle i udbud og efterspørgsel efter rentetilpasningsobligationer.

På basis af det nuværende rentespænd forventes afdeling KOBRA at give et afkast på 4-8% i 2016. Da udviklingen i rentespændet kan være volatil, må der forventes væsentlige udsving i afdelingens afkast gennem 2016.

### Nøgletal

	2015	2014	2013
Årets afkast i procent	4,55	4,77	8,16
Indre værdi pr. andel (i kr.)	118,49	113,33	108,16
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,79	2,92	3,25
Sharpe ratio	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	22.139	14.991	10.216
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	524.156	494.027	337.528
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.424	4.359	3.120
Omsætningshastighed	11,78	22,15	25,90

<sup>\*)</sup> Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	90.566	130.869
	Renteudgifter	-2.361	-30.725
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>88.205</b>	<b>100.144</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-30.152	-67.865
	Afledte finansielle instrumenter	-23.155	-20.802
	Valutakonti	-3.571	15.966
	Øvrige aktiver/passiver	1	-
3	Handelsomkostninger	-53	-19
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-56.930</b>	<b>-72.720</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>31.275</b>	<b>27.424</b>
4	Administrationsomkostninger	9.136	12.433
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>22.139</b>	<b>14.991</b>

## Balance pr. 31. december i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	38.153	68.614
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>38.153</b>	<b>68.614</b>
	<b>Udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>		
	Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	-	265.833
	<b>I alt udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>	<b>-</b>	<b>265.833</b>
5	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	8.476.766	6.273.202
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	297.526	288.945
	<b>I alt obligationer</b>	<b>8.774.292</b>	<b>6.562.147</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	10.829	3.655
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>10.829</b>	<b>3.655</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	50.375	65.926
	Andre tilgodehavender	41	-
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	1.241.436	2.408.214
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.291.852</b>	<b>2.474.140</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>10.115.126</b>	<b>9.374.389</b>
	<b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>524.156</b>	<b>494.027</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	43.587	30.439
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>43.587</b>	<b>30.439</b>
	<b>Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi</b>	<b>9.133.050</b>	<b>8.327.205</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.084	1.857
	Lån	-2	-
	Gæld vedrørende handelsafvikling	411.217	514.334
	Skyldige renter	34	6.527
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>414.333</b>	<b>522.718</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>10.115.126</b>	<b>9.374.389</b>
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 37 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 39.

	2015	2014		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	-11	169		
Noterede obligationer fra danske udstedere	77.966	112.526		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.784	7.869		
Noterede afledte finansielle instrumenter	-8.219	-		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	-10.977	10.305		
Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	26.023	-		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>90.566</b>	<b>130.869</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere, realiserede	-36.870	-43.415		
Noterede obligationer fra danske udstedere, urealiserede	-1.863	-21.642		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, realiserede	-	1.978		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, urealiserede	8.581	-4.786		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-30.152</b>	<b>-67.865</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-53	-19		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-53</b>	<b>-19</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	65	65	
Revisionshonorar til revisorer	26	2	28	
Gebyrer til depotselskab	132	-	132	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	7.228	-	7.228	
Fast administrationshonorar	1.634	-	1.634	
Øvrige omkostninger	34	15	49	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>9.054</b>	<b>82</b>	<b>9.136</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	54	54	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Gebyrer til depotselskab	62	-	62	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	10.838	-	10.838	
Fast administrationshonorar	1.425	-	1.425	
Øvrige omkostninger	23	4	27	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>12.373</b>	<b>60</b>	<b>12.433</b>	



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>5 Obligationer</b>	<b>%</b>	
Varighedsfordeling		
0 - 1 år		43,79
1 - 3,6 år		51,05
3,6 + år		5,16
		<b>100,00</b>
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden nykreditinvest.dk.</p> <p>Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p> <p>Ved udgangen af 2015 var 30,3 mio. kr. stillet til sikkerhed for afledte finansielle instrumenter.</p> <p>Ved udgangen af 2015 var 1,4 mio. kr. modtaget som sikkerhed for udlån af obligationer.</p>		
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	494.027	337.527
Emissioner i året	35.298	144.475
Indløsninger i året	-27.696	-4.454
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	388	1.488
Overført fra resultatopgørelsen	22.139	14.991
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>524.156</b>	<b>494.027</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	4.359	3.120
Emissioner i året	302	1.278
Indløsninger i året	-237	-39
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>4.424</b>	<b>4.359</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	44,52	35,94
Øvrige finansielle instrumenter	46,82	47,64
<b>I alt</b>	<b>91,34</b>	<b>83,58</b>
Andre aktiver/Anden gæld	8,66	16,42
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdeling MIRA investerer ud fra et princip om absolut afkast, hvor generelle markedsudsving i renten søges minimeret. Hensigten er at opnå en anden afkast-/risiko-profil end traditionelle obligationsafdelinger i UCITS-investeringsfonde.

Med investeringsstrategien i MIRA baserer afdelingen sine investeringer på renteafdækkede positioner med fokus på dansk realkredit. Renterisikoen afdækkes via finansielle instrumenter og obligationer, men da afdelingen anvender finansiell gearing for at opnå et attraktivt afkast, må den samlede risiko og dermed risikoprofilen i afdelingen alligevel anses som værende høj.

Afdelingen henvender sig til investorer, der er fortrolige med komplicerede investeringer. Afdelingen bør alene indgå som en mindre del af en større, veldiversificeret portefølje.

### Udvikling i 2015

Afdelingen opnåede et afkast på 2,61%. Afkastet var positivt, men lavere end ledelsens forventning primo året. Afkastet findes acceptabelt markedsudviklingen taget i betragtning.

Det danske obligationsmarked var i 2015 kendetegnet ved høj volatilitet med kraftige bevægelser i såvel rente- som spænd-niveauet.

Rentefaldet i begyndelsen af året medførte en kraftig indfrielsesaktivitet i konverterbare realkreditobligationer, hvilket påvirkede afdelingens afkast negativt. Dernæst havde afdelingen omkostninger til renteafdækningen som følge af de konverterbare obligationers flygtige varigheder givet den høje volatilitet i markedet gennem 1. halvår. I kølvandet på krisen i Grækenland blev afdelingens afkast derudover negativt påvirket af den kraftige udvidelse af kreditspændet mellem realkreditobligationer og statsobligationer mod slutningen af 1. halvår. Kredit-

spændet blev udvidet med over 3 procentpoint, hvilket ikke har været set siden 2008. Trods forsigtig investeringsstrategi oplevede afdelingen et negativt afkast på 3,9% i 1. halvår.

Med et udvidet rentespænd samt et kraftigt fald i konverteringsaktiviteten i 2. halvår opnåede afdelingen et betydeligt bedre resultat på 6,5% i årets sidste seks måneder.

Afdelingens nettoresultat blev på 11,3 mio. kr. i 2015. Ultimo 2015 udgjorde formuen i afdelingen 607,9 mio. kr. svarende til en indre værdi på 193,56 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 5,3% 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.

Afdeling MIRA er et komplekst investeringsprodukt med en høj risiko. Dette hænger sammen med, at afdelingen anvender gearing. Der er derved en risiko for, at afdelingen kan blive insolvent eller udvise store udsving i formuen.

Afdelingen kan især være udsat for gearingsrisiko, rente- og obligationsmarkedsrisiko, risiko ved kreditspænd/rentespænd, udtræksrisiko, modpartsrisiko, risiko ved investeringsrådgivning og operationelle risici.

Risikofaktorerne er uddybet i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

### Forventninger

Strategien i afdelingen vil i 2016 være opportunistisk at udnytte de muligheder, der opstår i markedet som følge af forskelle i udbud og efterspørgsel efter realkreditobligationer.

På basis af de nuværende rentespænd og udtrækningsforventninger skønnes afdeling MIRA at give et afkast på 5-10% i 2016. Da udviklingen i rentespændet kan være volatil, må der forventes væsentlige udsving i afdelingens afkast gennem 2016.

### Nøgletal

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets afkast i procent	2,61	3,63	23,89	12,07	2,81
Indre værdi pr. andel (i kr.)	193,56	188,62	182,02	146,91	131,10
Omkostningsprocent <sup>*)</sup>	1,30	3,15	6,73	4,01	1,32
Sharpe ratio	1,13	1,16	1,64	1,26	1,08
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	11.339	-5.478	33.742	9.923	1.533
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	607.867	726.354	341.908	107.662	73.784
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	3.141	3.851	1.878	733	562
Omsætningshastighed	6,28	13,07	12,45	16,94	5,57

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

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2015	2014
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	131.073	105.260
	Renteudgifter	-1.273	-18.575
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>129.800</b>	<b>86.685</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Obligationer	-38.025	-27.133
	Afledte finansielle instrumenter	-73.419	-44.748
	Valutakonti	1.053	-1.825
3	Handelsomkostninger	-16	-43
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-110.407</b>	<b>-73.749</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>19.393</b>	<b>12.936</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>8.054</b>	<b>18.414</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>11.339</b>	<b>-5.478</b>

## Balance pr. 31. december i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2015	2014
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	238.304	27.224
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>238.304</b>	<b>27.224</b>
	<b>Udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>		
	Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	165.012	386.469
	<b>I alt udlån og andre tilgodehavender til dagsværdi</b>	<b>165.012</b>	<b>386.469</b>
5	<b>Obligationer</b>		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	4.305.768	4.954.202
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-	132.048
	<b>I alt obligationer</b>	<b>4.305.768</b>	<b>5.086.250</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	8.621	3.113
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>8.621</b>	<b>3.113</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	33.173	54.379
	Andre tilgodehavender	29	876
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	125.049	1.009.580
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>158.251</b>	<b>1.064.835</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.875.956</b>	<b>6.567.891</b>
	<b>PASSIVER</b>		
6,7	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>607.867</b>	<b>726.354</b>
	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	30.545	35.652
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>30.545</b>	<b>35.652</b>
	<b>Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi</b>	<b>4.235.565</b>	<b>5.802.717</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.937	2.243
	Gæld vedrørende handelsafvikling	-	622
	Skyldige renter	42	303
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.979</b>	<b>3.168</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>4.875.956</b>	<b>6.567.891</b>
8	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

## Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 18.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 20.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 37 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 39.

	2015	2014		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i depotselskab	10	103		
Noterede obligationer fra danske udstedere	130.250	83.942		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	317	10.397		
Noterede afledte finansielle instrumenter	-6.082	-		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	-8.542	5.084		
Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi	15.120	5.734		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>131.073</b>	<b>105.260</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab obligationer</b>				
Noterede obligationer fra danske udstedere, realiserede	-26.687	-5.053		
Noterede obligationer fra danske udstedere, urealiserede	-12.205	-929		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, realiserede	-4.632	-15.652		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere, urealiserede	5.499	-5.499		
<b>I alt kursgevinster og -tab obligationer</b>	<b>-38.025</b>	<b>-27.133</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-16	-44		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-	1		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-16</b>	<b>-43</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger 2015</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	75	75	
Revisionshonorar til revisorer	26	2	28	
Gebyrer til depotselskab	130	-	130	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.837	-	5.837	
Fast administrationshonorar	1.893	-	1.893	
Øvrige omkostninger	30	61	91	
<b>I alt administrationsomkostninger 2015</b>	<b>7.916</b>	<b>138</b>	<b>8.054</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2014</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	79	79	
Revisionshonorar til revisorer	25	2	27	
Gebyrer til depotselskab	106	-	106	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	16.322	-	16.322	
Fast administrationshonorar	1.846	-	1.846	
Øvrige omkostninger	19	15	34	
<b>I alt administrationsomkostninger 2014</b>	<b>18.318</b>	<b>96</b>	<b>18.414</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>5 Obligationer</b>	<b>%</b>	
Varighedsfordeling		
0 - 1 år		9,60
1 - 3,6 år		75,58
3,6 + år		14,82
		<b>100,00</b>
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2015 og pr. 31.12.2014 kan findes på hjemmesiden nykreditinvest.dk.</p> <p>Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p> <p>Ved udgangen af 2015 var 16,2 mio. kr. stillet til sikkerhed for afledte finansielle instrumenter.</p> <p>Ved udgangen af 2015 var 0,6 mio. kr. modtaget som sikkerhed for udlån af obligationer.</p>		
	<b>2015</b>	<b>2014</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	726.354	341.908
Emissioner i året	2.042	399.417
Indløsninger i året	-133.211	-14.149
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.343	4.656
Overført fra resultatopgørelsen	11.339	-5.478
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>607.867</b>	<b>726.354</b>
<b>7 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	3.851	1.878
Emissioner i året	11	2.047
Indløsninger i året	-721	-74
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>3.141</b>	<b>3.851</b>
<b>8 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	47,09	40,98
Øvrige finansielle instrumenter	51,16	50,41
<b>I alt</b>	<b>98,25</b>	<b>91,39</b>
Andre aktiver/Anden gæld	1,75	8,61
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

### Anvendt regnskabspraksis

#### Generelt

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

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

#### Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal med totaler, hvilket er den 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 obligationer, afledte finansielle instrumenter, ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi og kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter renter på ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi, øvrige renteudgifter samt afledte finansielle instrumenter.

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

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

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

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

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

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

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

#### Balancen

Obligationer, kapitalandele og afledte finansielle instrumenter måles ved første indregning til dagsværdi på handelsdagen og herefter løbende til dagsværdi. Dagsværdien af udtrukne obligationer er dog nutidsværdien af obligationerne. 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 for unoterede kapitalandele og afledte finansielle instrumenter opgøres efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvisning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Solgte værdipapirer, hvor der samtidig er indgået aftale om tilbagekøb (repo-forretning), indregnes i balancen, som om værdipapiret fortsat var i behold, mens det modtagne beløb opføres som gæld til erhververen under posten "Ikke-afledte finansielle forpligtelser til dagsværdi" under passiverne.

Erhvervede værdipapirer, hvor der samtidig er indgået aftale om tilbagesalg (reverse-repo) indregnes ikke i balancen. I stedet optages et tilgodehavende på sælgeren svarende til det erlagte beløb under posten "Ikke-afledte finansielle tilgodehavender til dagsværdi" under aktiverne.

Repo/reverse-forretninger indregnes og måles til dagsværdi, og forskellen mellem købs- og salgskurs indregnes som henholdsvis renteindtægter og renteudgifter i resultatopgørelsen.

Afkast af værdipapirer indregnes i resultatopgørelsen.

Andre aktiver måles til dagsværdi og består af tilgodehavende renter, udbytter m.m. samt tilgodehavender vedrørende handelsafvikling, der omfatter provenuet fra uafviklede salg af finansielle instrumenter samt emissioner før eller på balancedagen, hvor betalingen først sker efter balancedagen.

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 indløsningsen. Nettoemissions- og indløsningsindtægter er overført til investorerne formue ultimo regnskabsåret.

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

### Omregning af fremmed valuta

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

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

### Nøgletal

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

#### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året.

#### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som investorerne 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.

#### Omsætningshastighed

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



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

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

Den samlede lønsum (lønninger og pensioner) for 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).

Hoved- og nøgletaloversigt	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Årets afkast i procent</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	0,01	-0,44	-	-	-
KOBRA	4,55	4,77	8,16	-	-
MIRA	2,61	3,63	23,89	12,07	2,81
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	99,57	99,56	-	-	-
KOBRA	118,49	113,33	108,16	-	-
MIRA	193,56	188,62	182,02	146,91	131,10
<b>Omkostningsprocent</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	0,71	0,18	-	-	-
KOBRA <sup>*)</sup>	1,79	2,92	3,25	-	-
MIRA <sup>*)</sup>	1,30	3,15	6,73	4,01	1,32
<b>Sharpe ratio</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
KOBRA	-	-	-	-	-
MIRA	1,13	1,16	1,64	1,26	1,08
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	-1.098	-5.445	-	-	-
KOBRA	22.139	14.991	10.216	-	-
MIRA	11.339	-5.478	33.742	9.923	1.533
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	1.009.836	779.365	-	-	-
KOBRA	524.156	494.027	337.528	-	-
MIRA	607.867	726.354	341.908	107.662	73.784
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	10.142	7.828	-	-	-
KOBRA	4.424	4.359	3.120	-	-
MIRA	3.141	3.851	1.878	733	562
<b>Omsætningshastighed</b>					
Alternativer <sup>1)</sup>	1,59	0,09	-	-	-
KOBRA	11,78	22,15	25,90	-	-
MIRA	6,28	13,07	12,45	16,94	5,57

1) Afdelingen har været aktiv fra 9. september 2014.

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

Kapitalforeningen Nykredit Alpha  
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. 30 82 15 56

[nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk)