

Kapitalforeningen  
Nykredit Invest

Årsrapport  
2017



## Indholdsfortegnelse

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Årsrapporten 2017 i hovedtræk.....</i>	<i>8</i>
<i>Forventninger til 2018.....</i>	<i>9</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2017.....</i>	<i>10</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2017.....</i>	<i>14</i>
<i>Markedsudviklingen i 2017.....</i>	<i>15</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>17</i>
<i>Bæredygtige investeringer.....</i>	<i>20</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>25</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>27</i>
<i>Generalforsamling 2018.....</i>	<i>28</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>28</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</i>	<i>29</i>
Årsregnskaber.....	31
<i>Balance Defensiv.....</i>	<i>31</i>
<i>Balance Moderat.....</i>	<i>37</i>
<i>Balance Offensiv.....</i>	<i>43</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>49</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>49</i>
<i>Oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative inv.fonde m.v.....</i>	<i>51</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>52</i>

Nærværende årsrapport for 2017 for Kapitalforeningen Nykredit Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde ultimo februar 2018. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

## Foreningsoplysninger

Kapitalforeningen Nykredit Invest blev stiftet den 6. december 2001. Ultimo 2017 omfattede foreningen tre afdelinger:

Balance Defensiv  
Balance Moderat  
Balance Offensiv

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

Kapitalforeningen Nykredit Invest  
Kalvebod Brygge 1 - 3  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 40  
CVR nr: 26 35 16 50  
Finanstilsynets reg.nr.: 24.037  
Hjemmeside: nykreditinvest.dk

### Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

Carsten Lønfeldt (formand)  
Jesper Lau Hansen  
Niels-Ulrik Mousten  
Tine Roed

### Depositær

Nykredit Bank A/S

### Revision

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

### Porteføljerådgiver

Nykredit Asset Management

### Finanskalender 2018

21. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2017  
18. april Ordinær generalforsamling 2018

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

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2017.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 21. februar 2018

### Forvalter

Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

### Bestyrelse

Carsten Lønfeldt  
Formand

Jesper Lau Hansen

Niels-Ulrik Mousten

Tine Roed

## Til investorerne i Kapitalforeningen Nykredit Invest

### Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Kapitalforeningen Nykredit Invest for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2017 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2017 i overensstemmelse med lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

### Grundlag for konklusion

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

### *Uafhængighed*

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

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

### *Valg af revisor*

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

### Centrale forhold ved revisionen

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

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

### *Værdiansættelse af finansielle instrumenter*

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

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

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

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

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

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

### Udtalelse om ledelsesberetningerne

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

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

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

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningerne indeholder krævede oplysninger i henhold til lov om forvaltere af alternative investeringsfonde m.v. med tilvalg af regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v.

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

### Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

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

### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

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

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

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

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

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

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

København, den 21. februar 2018

Ernst & Young  
Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30700228

Ole Karstensen  
MNE-nr.: mne16615

Rasmus Berntsen  
MNE-nr.: mne35461

Statsautoriserede revisorer

## Årsrapporten 2017 i hovedtræk

- Foreningen opnåede i 2017 positive afkast, der var højere end ledelsens forventninger primo året. Afdeling Balance Defensiv leverede et afkast på 6,1% i 2017, mens de mere aktietunge afdelinger Balance Moderat og Balance Offensiv gav et afkast på henholdsvis 7,6% og 8,5%. Relativt til benchmark leverede alle tre afdelinger et merafkast. Foreningens ledelse finder afkastene tilfredsstillende.
- Foreningens formue var 13.852 mio. kr. ultimo 2017 mod 9.616 mio. kr. ultimo 2016.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var 760,0 mio. kr. i 2017 mod 510,0 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 37,5 mio. kr. i 2017 mod 22,1 mio. kr. året før. Omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue var 0,32% i 2017 mod 0,25% året før.
- Væksten i den globale økonomi styrkedes i 2017, hvor momentum øgedes i 2. halvår, og der opstod et synkront opsving i de store økonomier USA, EU, Japan og Kina. Primært den fortsat lempelige pengepolitik med lav rente og rigelig likviditet på globalt plan understøttede opsvinget med fortsat stigende beskæftigelse og privatforbrug til følge. Trods den begyndende højkonjunktur og stigende oliepris var der ikke tegn på faretruende stigninger i hverken løn eller varepriser. Udviklingen i Danmark var også positiv i 2017 med en økonomisk vækst, der ikke er set højere siden før finanskrisen.
- Den globale økonomiske vækst skønnes at forblive høj i 2018 som følge af stigende aktivitet i USA, men også pga. fremgang i en række emerging markets lande. Væksten i EU, Japan og Kina ventes ligeledes at blive pæn, men med en lidt lavere stigningstakt end opnået i det forgangne år. Tillidsindikatorerne i særligt USA lå ved indgangen til 2018 på et rekordhøjt niveau. Med det ekstraordinært høje udgangspunkt må der forventes et tab af kortsigtet momentum i den økonomiske aktivitet i løbet af 1. halvår af 2018. Den underliggende fremgang i beskæftigelsen ventes imidlertid at give den økonomiske vækst fornyet styrke i løbet af 2. halvår. Udviklingen kan medføre moderat stigende inflation og lønstigningstakt i løbet af det kommende år.
- I 2018 ventes den globale pengepolitik at blive strammere end i 2017. Den amerikanske centralbank forventes således at fortsætte med den forsigtige stramning af pengepolitikken. Markedsforventningerne indikerer tre forhøjelser af styringsrenten fordelt over året. Den Europæiske Centralbank har meddelt, at den vil fastholde en lav styringsrente, samt at den foreløbig til september vil fortsætte med at foretage obligationsopkøb i markedet, omend på et lavere niveau. De korte markedsrenter skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i Europa, mens de lange markedsrenter godt kan stige i løbet af 2. halvår af 2018. Der imødeses derfor beskedne afkast på obligationer i 2018.
- Med en forventning om vækst i den globale økonomi skønnes virksomhederne at kunne øge indtjeningen i 2018. Det kommende år vurderes derfor at kunne give moderat positive afkast på de globale aktiemarkeder, omend på et lavere niveau end i 2017. Kursudsvingene i markederne ventes at blive øget i det kommende år. Skuffelser vedrørende indtjeningsvækst eller højere end ventet rentestigninger kan resultere i negative aktiekursbevægelser, da aktiemarkederne efter flere års stigninger vurderes at være værdiansat i den høje ende.
- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse for 2018 et begrænset positivt afkast i den obligationstunge afdeling Balance Defensiv og et moderat positivt afkast i foreningens to øvrige afdelinger. Væsentlige afkastudsving i foreningens afdelinger forventes i det kommende år, og negative afkast kan ikke udelukkes.

## Forventninger til 2018

Primo 2018 vurderes den globale økonomi at være i en højkonjunktur. Gennem 2017 blev der opbygget et synkront opsving i såvel USA, EU, Japan som Kina med stigende beskæftigelse og privatforbrug til følge. Opsvinget er hjulpet af en fortsat lempelig pengepolitik ført af de ledende centralbanker.

Den globale økonomiske vækst skønnes at forblive høj i 2018 som følge af stigende aktivitet i USA, men også pga. fremgang i en række emerging markets lande. Væksten forventes tillige at forblive på et højt niveau i EU, Japan og Kina, omend med en lidt lavere stigningstakt.

Tillidsindikatorerne lå især i USA på et rekordhøjt niveau ved indgangen til 2018, hvilket kunne indikere et tab af kortsigtet momentum i den økonomiske aktivitet i løbet af 1. halvår af 2018. Skattereformen vedtaget i december 2017 og den underliggende fremgang i beskæftigelsen ventes at give den økonomiske vækst fornyet styrke i løbet af 2. halvår.

I Kina fortsætter den langsigtede transformering af økonomien i retning af større forbrugsandel og mindre investeringsandel. Myndighederne forventes i 2018 at have fokus på de spekulative elementer af det kinesiske boligmarked og de høje gælds-niveauer i det kinesiske samfund. Stramning af de monetære omgivelser ventes i det kommende år at hæmme de mest kreditfølsomme sektorer. Dette skønnes at ville lægge en lille dæmper på den høje økonomiske vækst, som ventes i 2018.

I Europa ventes den økonomiske vækst at fortsætte det kommende år, omend på et lidt lavere niveau end opnået i 2017. Forsat høje gælds-niveauer i Sydeuropa skønnes sammen med usikkerhed i Storbritannien og den styrkede euro at dæmpe udviklingen.

Den økonomiske vækst i Danmark forventes at blive på samme høje niveau som opnået i 2017. Beskæftigelsen ventes fortsat at stige, hvilket sammen med øget realløn og det positive ejendomsmarked vil øge forbruget yderligere. Med et fortsat stort overskud på betalingsbalancens løbende poster og et offentligt budget i balance ventes bevægelserne på de danske, finansielle markeder primært at blive reaktioner på udenlandske forhold og begivenheder.

De stigende priser på olie og andre råstoffer forventes sammen med den stigende økonomiske aktivitet på globalt plan at øge inflationen og lønstigningstaksten i løbet af det kommende år. Stigningen vurderes at kunne påvirke de finansielle markeder i moderat omfang i 2018.

På den globale pengepolitiske front ventes 2018 at blive mindre gunstigt end det forgangne år. Den amerikanske centralbank forventes at fortsætte den forsigtige stramning af pengepolitikken med tre forhøjelser af styringsrenten fordelt over året. Endvidere skønnes centralbanken at gennemføre en fuld indfasning af sin balancereduktion af rentebærende aktiver, idet centralbanken i efteråret 2018 ventes at ophøre med opkøb af obligationer i markedet for provenuet af indfriele obligationer.

Den Europæiske Centralbank forventes at ville fastholde en lav styringsrente i 2018. Centralbanken har meddelt, at den foreløbig til september fortsat vil foretage obligationsopkøb i markedet, omend på et lavere niveau end i 2017.

I 2018 vurderes de korte markedsrenter i Europa at blive holdt nede af Den Europæiske Centralbanks lave styringsrenter og forlænget opkøbsprogram. I løbet af 2. halvår kan en stigning i de lange renter ikke udelukkes som en reaktion på en begyndende, langsom normalisering af pengepolitikken i Europa. Der må derfor imødeses beskedne afkast af obligationer i 2018, og svagt negative afkast på lange obligationer kan ikke udelukkes.

De globale aktiemarkeder ventes i det kommende år at nyde godt af det økonomiske opsving, hvor investeringerne og ikke blot forbruget ventes at blive øget. Selskaberne skønnes på den baggrund at opnå en indtjeningsvækst i 2018, hvor skattereformen i USA ventes at bidrage positivt hertil.

Selvom det seneste års kursstigninger på de globale aktiemarkeder har været drevet af indtjeningsvæksten i selskaberne, vurderes værdiansættelsen fortsat som værende i den øvre ende. Skuffelser vedrørende indtjeningsvækst eller højere end ventet rentestigninger kan således resultere i negative aktiekursbevægelser.

Foreningens ledelse vurderer, at de finansielle markeder i 2018 vil blive præget af stigende kursudsving skabt af forventnings-skift, politisk usikkerhed og geopolitiske spændinger.

Baseret på disse forventninger, der er behæftet med usikkerhed, skønner foreningens ledelse for 2018 et begrænset positivt afkast i den obligationstunge afdeling Balance Defensiv og et moderat positivt afkast i foreningens to øvrige afdelinger. Da det kommende år kan blive en brydningsperiode, må væsentlige afkastudsving i foreningens afdelinger forventes, og negative afkast kan ikke udelukkes.

## Udviklingen i foreningen i 2017

### Afkastudviklingen i 2017

Afkastudviklingen i foreningens afdelinger blev i 2017 højere end ventet som følge af en mere gunstig udvikling på de finansielle markeder end skønnet af foreningens ledelse primo året. Der blev opnået positive resultater i såvel obligationsmarkederne som i aktiemarkederne, trods en svækkelse af de betydende valutaer over for kronen i 2017.

Afdeling Balance Defensiv gav i 2017 et afkast på 6,1%, hvilket var højere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 2,5%.

Afdeling Balance Moderat gav i 2017 et afkast på 7,6%, hvilket var højere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 5,0%.

Afdeling Balance Offensiv gav i 2017 et afkast på 8,5%, hvilket var højere end afdelingens benchmark, der gav et afkast på 6,8%.

Relativt til benchmark gav foreningens afdelinger et merafkast i 2017.

Afkastudviklingen relativt til afdelingernes respektive benchmark er opnået ved, at afdelingerne har realiseret et merafkast på såvel obligationssiden som på aktiesiden, mens allokeringen mellem aktier og obligationer kun har bidraget begrænset positivt til det relative afkast i 2017.

### Oversigt over investeringsafkast i 2017

#### Obligationsdel af benchmark

Nordea Govt. CM 5Y 0,1%

#### Investeringsafkast i foreningen

Korte obligationer -  
 Lange obligationer 5,6%  
 Kreditobligationer 3,4%  
 Emerging Markets obligationer 6,0%

#### Aktiedel af benchmark

MSCI All Country World 9,0%

#### Investeringsafkast i foreningen

Globale aktier 7,5 - 15,8%  
 Amerikanske aktier 5,7%  
 Europæiske aktier 7,2%  
 Danske aktier 14,9%  
 Japanske aktier 14,7%  
 Emerging Markets aktier 22,7%  
**Alternativer 2,7%**

Afkastudviklingen i foreningens obligationsinvesteringer blev bedre end benchmark i 2017, ved at foreningen opnåede et merafkast af investeringerne i danske stats- og realkreditobligationer i forhold til benchmark. Af oversigten over investeringsafkast kan ses, at afdelingerne opnåede afkast på obligationsinvesteringen på 3,4 - 6,0% mod 0,1% for obligationsdelen af benchmark i 2017. Derudover bidrog en overvægt i kreditobligationer og emerging markets obligationer positivt til merafkastet.

I aktiedelen af afdelingernes investeringer bidrog allokeringen til globale aktier, japanske aktier og emerging markets aktier positivt i forhold til aktiedelen af benchmark. Dernæst bidrog en overvægt i danske aktier til afdelingernes merafkast.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen "Afkastudviklingen i 2017".

### Investeringer i foreningens afdelinger

Ved indgangen til 2017 fortsatte de positive taktiske signaler, som etablerede sig i midten af 2016. På den baggrund havde afdelingerne en overvægt af risikobetonede aktiver. Dette var i form af en overvægt i kreditobligationer, emerging markets obligationer og aktier i forhold til sammensætningen af benchmark.

Medio januar begyndte de taktiske indikatorer at toppe. Udfaldet af det amerikanske præsidentvalg havde medført stigende renter og en styrkelse af den amerikanske dollar i fjerde kvartal 2016, hvilket ledte til en stramning af de finansielle omgivelser i USA. På den baggrund reduceredes risikoen i foreningens afdelinger med en neutral allokering til aktier. Denne allokering blev fastholdt i resten af 1. halvår.

Mod slutningen af 1. halvår begyndte de finansielle omgivelser i USA at blive løsnet, hvorfor allokeringen medio juli atter blev gjort mere risikobetonet med en overvægtet allokering til aktier.

I oktober blev risikoen i foreningens afdelinger reduceret, da en række taktiske indikatorer havde nået historiske topniveauer. Aktieandelen blev reduceret til neutral vægt i forhold til benchmark, men afdelingerne havde fortsat en overvægt i risikobetonede aktiver i form af kreditobligationer og emerging markets obligationer. Denne vægtning blev holdt året ud.

Gennem 2017 er investeringen i alternative investeringer blevet øget gradvist, efterhånden som de underliggende investeringsfonde har trukket penge til foretagne investeringer.

Afdelingernes investeringer kan ses i tabellen "Fordeling i afdelingernes investeringer ultimo 2017".

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2017 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på 760,0 mio. kr. mod 510,0 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 13.852 mio. kr. ved udgangen af året mod 9.616 mio. kr. ved starten af året. Formuentilgangen i 2017 kan udover afkastet tilskrives en emissionsaktivitet på 3.476 mio. kr.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen "Resultat og formue 1. halvår 2017".

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

### Omkostninger i 2017

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot mv. 37,5 mio. kr. mod 22,1 mio. kr. året før. I 2017 var omkostningerne målt i procent af den gennemsnitlige formue 0,32% mod 0,25% året før.

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

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

### MiFID II og nye aftaler

Implementeringen af MiFID II i dansk lovgivning medførte, at distributører pr. 1. juli 2017 ikke længere kan modtage betalinger fra en investeringsforening for andele, der er placeret i fuldmagtsaftaler, eller hvor distributøren erklærer sig uafhængig af foreningen. I øvrige situationer er det tilladt, at distributørerne præmieres for investorrådgivning.

I 1. halvår tilpassede foreningens ledelse derfor i samarbejde med Nykredit Bank afdelingsudbuddet og forhandlede samtidig nye aftaler, så MiFID II lovgivningen kunne overholdes.

For foreningen betød det, at foreningens afdelinger fra 1. juli 2017 kunne tilbyde distributører en aflønning for investeringsrådgivning m.v. Samtidig blev der oprettet feeder-afdelinger til foreningens afdelinger, hvorefter investorer i fuldmagtsaftaler fik ombyttet deres andele i foreningen til andele i feeder-afdelingerne.

Effekten af ovennævnte var, at omkostningsniveauet umiddelbart steg i foreningen med aflønningen af distributionskanalerne, men for investorerne i fuldmagtsaftaler har det ingen effekt fået, idet feeder-afdelingerne modtager aflønningen og på den måde modvirker omkostningsændringen.

### Ændring i ledelsen

På foreningens generalforsamling i foråret 2017 udtrådte professor David Lando af bestyrelsen. I stedet blev direktør Niels-Ulrik Moustén indvalgt som nyt bestyrelsesmedlem.

## Afkastudviklingen i 2017

Afdeling	Afkast 2017	Benchmark-afkast 2017
Balance Defensiv	6,1%	2,5%
Balance Moderat	7,6%	5,0%
Balance Offensiv	8,5%	6,8%

## Resultat og formue i 2017

Afdeling	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Balance Defensiv	366,2	7.414,6	215,79
Balance Moderat	347,5	5.655,1	221,48
Balance Offensiv	46,3	782,4	160,50

## Omkostninger

Afdeling	Omk.procent 2017	Omk.procent 2016	Omk.procent 2015
Balance Defensiv	0,30	0,25	0,26
Balance Moderat	0,33	0,25	0,25
Balance Offensiv	0,40	0,29	0,31

## ÅOP i årsrapporten

Afdeling	ÅOP 2017	ÅOP 2016	ÅOP 2015
Balance Defensiv	1,21	1,23	1,36
Balance Moderat	1,42	1,48	1,60
Balance Offensiv	1,59	1,70	1,84

I henhold til ny standard fra Investering Danmark skal ÅOP pr. 31.12 vises i årsrapporterne, hvor de betegnes som "ÅOP i årsrapporten".

## Fordeling i afdelingernes investeringer ultimo 2017

Aktiver	Balance Defensiv	Balance Moderat	Balance Offensiv
Korte obligationer	0,0%	0,0%	0,0%
Lange obligationer	48,1%	25,0%	9,3%
Kreditobligationer	6,5%	5,8%	5,5%
Emerging Markets obligationer	4,9%	2,8%	1,9%
<b>Obligationer i alt</b>	<b>59,4%</b>	<b>33,6%</b>	<b>16,7%</b>
Globale aktier	12,5%	26,6%	37,6%
Amerikanske aktier	5,1%	11,1%	13,6%
Europæiske aktier	1,9%	4,0%	4,9%
Danske aktier	2,2%	4,4%	5,1%
Japanske aktier	0,7%	1,6%	1,9%
Emerging Markets aktier	1,7%	3,1%	4,2%
<b>Aktier i alt</b>	<b>24,0%</b>	<b>50,8%</b>	<b>67,3%</b>
Blandede aktiver	8,2%	9,7%	12,1%
Alternativer	7,2%	4,0%	2,0%
Kontanter	1,2%	1,9%	1,9%
<b>I alt</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## De økonomiske omgivelser i 2017

### Fremgang i den globale økonomi

Væksten i den globale økonomi styrkedes i 2017, hvor momentum øgedes i 2. halvår, og der opstod et synkront opsving i de store økonomier som USA, EU, Japan og Kina. Primært den fortsat lempelige pengepolitik med lav rente og rigelig likviditet på globalt plan understøttede opsvinget med fortsat stigende beskæftigelse og privatforbrug til følge.

### Trumps første år som præsident

I begyndelsen af året var der i markederne en forventning om, at præsident Donald Trump ville igangsætte en række af de under valgkampen lovede initiativer for at fremme den økonomiske vækst yderligere i USA. Som året skred frem afdæmpedes disse forventninger, da Trump ikke lykkedes med at få forhandlet sin politik igennem Kongressen, trods republikansk flertal i såvel Senatet som Repræsentanternes Hus. Året sluttede imidlertid med en succes for præsidenten, idet hans bebudede skattereform med nedsættelse af især selskabsskatten blev vedtaget i december.

Trumps første år blev præget af en række udenrigspolitiske spændinger, som i visse tilfælde var selvskabte som en følge af "America First" tankegangen. En række internationale aftaler indgået i Obama-perioden blev ensidigt opsagt af Trump med henblik på genforhandling. Endvidere blev konflikten med Nordkorea eskaleret gennem 2017, ligesom Trump besluttede at anerkende Jerusalem som Israels hovedstad til stor forbitrelse i den arabiske verden. Disse forhold ulmer fortsat og kan påvirke de finansielle markeder i 2018.

### Valg i Europa beroligede markederne

De finansielle markeder blev i 1. halvår af 2017 kortvarigt påvirket af en række parlaments- og præsidentvalg i Europa. Nervøsiteten for de populistiske tendenser skabte uro op til parlamentsvalget i Holland, hvilket den første runde af det franske præsidentvalg tillige gjorde. Udfaldet af valgene blev, at pro-EU partier bevarede magten, hvilket havde en stabiliserende effekt på markederne.

I Storbritannien udskrev premierminister May overraskende parlamentsvalg til afholdelse i juni. Formålet hermed var at styrke det parlamentariske grundlag før forhandlingerne med EU-parterne om Brexit. Trods et valgnederlag bevarede hun majoriteten i det engelske parlament ved hjælp af det nordiske unionistparti. Mandatet i Brexit-forhandlingerne blev imidlertid svækket, hvilket sammen med kompleksiteten og de interne britiske stridigheder har besværliggjort forhandlingerne indtil videre.

### Økonomisk fremgang i Danmark

Dansk økonomi befandt sig i 2017 i et solidt opsving, hvor væksten i bruttonationalproduktet blev på 2,0%. Det igangværende opsving er understøttet af øget beskæftigelse og stigende ejendomspriser, hvilket har medført en positiv udvikling i det private forbrug.

Overskuddet på betalingsbalancens løbende poster blev igen i 2017 stort, og underskuddet på den offentlige saldo viste atter en nedadgående tendens og ventes at ende nær balance.

Trods den igangværende højkonjunktur udviklede stignings-takten for løn og inflationen sig fortsat moderat i 2017.

### Pengepolitikken langsomt på vej mod normalisering

Den amerikanske centralbank fortsatte normaliseringen af den amerikanske pengepolitik ved at hæve styringsrenten tre gange med en kvart procentpoint i henholdsvis marts, juni og december.

Den Europæiske Centralbank (ECB) fastholdt i 2017 en lempelig pengepolitik med lav styringsrente, men reducerede de månedlige obligationskøb i markedet fra 80 mia. EUR til 60 mia. EUR. I september meddelte ECB, at centralbankens ledelse havde besluttet at reducere opkøbene yderligere til 30 mia. EUR om måneden startende i januar 2018 og frem til slutningen af september 2018. Opkøbsprogrammet vil kunne forlænges eller opkøbsmængden hæves, hvis dette skønnes nødvendigt for at øge inflationen i EU til det ønskede niveau omkring 2%. Samtidigt meddelte ECB, at styringsrenterne vil forblive lave noget tid efter, at opkøbsprogrammet er ophørt.

Danmarks Nationalbank fastholdt sin pengepolitik uændret gennem 2017. Indskudsbevisrenten forblev på -0,65% i 2017.

### Styrkelse af euroen og kronen

Trods fortsat lempelig pengepolitik i EU blev euroen og dermed den danske krone styrket i 2017 over for de øvrige toneangivende valutaer. Den amerikanske dollar og den japanske yen faldt henholdsvis 12% og 9% over for kronen i 2017.

Styrkelsen af euroen var med til at dæmpe inflationen i EU i det forgangne år.

## Markedsudviklingen i 2017

### Begrænset afkast i statsobligationsmarkederne

De globale markedsrenter viste i 1. halvår en svagt stigende tendens. Såvel de korte som lange statsrenter steg med undtagelse af renten på de lange amerikanske statsobligationer. Forventning om stigende økonomisk aktivitet, usikkerhed om udfaldet af en række parlamentsvalg og misforståelse af udtalelser af Den Europæiske Centralbanks formand Mario Draghi medførte denne udvikling frem mod sommeren 2017.

Den Europæiske Centralbanks fortsatte ageren i de europæiske obligationsmarkeder medførte svage rentefald i Europa i 2. halvår 2017.

Renten på amerikanske statsobligationer viste derimod en stigende tendens som følge af den høje aktivitet i den amerikanske økonomi og den amerikanske centralbanks renteforhøjelser. Især steg renten i den korte ende af markedet, så rentekurven blev mere flad i USA.

Effekten af ovennævnte var, at den 10-årige rente på statsobligationer i USA steg fra 2,4% ultimo 2016 til 2,5% ultimo 2017. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer steg fra 0,2% til 0,5% i 2017.

Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation steg fra 1,2% til 1,4% i 1. halvår, for derefter at stige yderligere til 1,9% ultimo 2017. Renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation steg fra -0,8% til -0,6% gennem 2017.

Det danske obligationsmarked blev i 2017 påvirket af udviklingen i det internationale renteniveau. Den 2-årige danske statsrente endte på -0,6%, hvilket var uændret i forhold til årets start. Den 10-årige danske statsrente steg gennem 2017 svagt fra 0,3% til 0,5% ultimo året.

Det danske obligationsmarked, målt ved Nordea Government Bond Index gav et afkast på 0,2% som følge af det lave renteniveau og den svage rentestigning på de lange danske statsobligationer gennem 2017.

Den Europæiske Centralbanks opkøb af obligationer medførte en gunstig udvikling med indsnævring af kreditspændet for danske realkreditobligationer. Udviklingen blev endvidere begunstiget af en relativt lav udstedelsesaktivitet, efterspørgsel fra internationale investorer samt af regeringens varslede omlægning af finansieringen af den almene boligsektor.

Markedet for realkreditobligationer, målt ved Nykredit Realkreditindeks, gav et afkast på 4,9% i 2017.

### Positiv udvikling for virksomhedsobligationer

Udviklingen i markedet for virksomhedsobligationer var positiv i 2017 som følge af indsnævringen i kreditspændene.

Markedet for kreditobligationer nød godt af, at Den Europæiske Centralbank opkøbte virksomhedsobligationer, og af, at den globale økonomiske vækst steg samt af, at niveauet for konkurser blandt europæiske og amerikanske selskaber forblev lavt. Samtidig efterspurgte investorerne aktivklassen for at opnå et højere renteafkast end ved investering i statsobligationer.

Europæiske virksomhedsobligationer målt ved BofA Merrill Lynch EMU Corporates gav i 2017 et afkast på 2,6% i kr., mens globale high yield obligationer målt ved JP Morgan Global High yield indeks gav et afkast på 8,3% i amerikanske dollar.

### Positivt år for Emerging Markets Obligationer

Det globale marked for emerging markets obligationer udviklede sig positivt gennem 2017 målt i lokalvalutaer og amerikanske dollar. Omregnet til danske kroner reduceredes afkastene som følge af dollarens svækkelse med over 12%.

Udviklingen blev drevet af en vending i den økonomiske aktivitet i en række emerging markets lande hjulpet af stigende råvarepriser. Kreditspændene indsnævredes derfor i forhold til amerikanske statsobligationer som følge af øget international efterspørgsel efter aktivklassen i 2017.

Markedet for emerging markets obligationer målt ved J.P. Morgan EMBI Global Diversified indeks valutakurssikret til danske kroner steg med 8,1% i 2017. Uden valutakurssikring faldt indekset med 3,0% omregnet til danske kroner.

### Positive afkast på de globale aktiemarkeder

Kursudviklingen på de globale aktiemarkeder blev positiv i 2017, også i danske kroner, trods svækkelsen af de fleste valutaer over for kronen. Især svækkelsen af den amerikanske dollar med over 12% reducerede afkastet af internationale aktier for danske investorer. Samtidig blev udviklingen mindre urolig end frygtet, trods en række parlaments- og præsidentvalg og politiske spændinger med Nordkorea, Brexit, og Jerusalem mv.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på 9,0% i 2017, mens MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på henholdsvis 6,6%, 10,4% og 9,1% i samme periode. Afkastudviklingen i emerging markets landene var ligeledes positiv i 2017, idet MSCI Emerging Markets Free indekset steg med 20,8%.

I 2017 var der stor forskel på afkastudviklingen på sektorniveau. Således steg aktierne i it-sektoren på globalt plan gennemsnitligt med 24,5% i kr. Især aktier som Alphabet Inc. (Google), Amazon.com, Alibaba, Facebook og andre internet-selskaber var drivkraften bag denne udvikling. Aktier i den defensive sektor stabile forbrugsgoder og aktier i sundhedssektoren steg derimod kun med henholdsvis 3,4% og 5,5%, mens aktier i energisektoren faldt med 6,2%, trods stigende oliepris, og aktier i telekommunikationssektoren faldt med 5,4% i gennemsnit i 2017.

### **Positiv udvikling på det danske aktiemarked**

Efter et sløjt 2016 udviklede det danske aktiemarked sig særdeles positivt i 2017. Målt ved OMXCCapGI-indekset steg det danske aktiemarked med 16,8% i 2017. Afkastudviklingen for mindre og mellemstore danske selskaber var højere, idet KFMX-indekset steg 19,8% i samme periode.

Generelt leverede de fleste danske selskaber et fornuftigt resultat i 2017. Markedsafkastet blev bl.a. hjulpet af, at Novo Nordisk genvandt markedets tillid til produktpipelinen og indtjeningsvæksten i de kommende år, trods prispres på det vigtige amerikanske insulinmarked. Med en kursstigning på over 31% i 2017 påvirkede Novo Nordisk som største selskab det samlede markedsafkast væsentligt.

## 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 risikoen vil udvikle sig i fremtiden.

### Risikovurdering i foreningens afdelinger

Afdeling	Standardafvigelse	Maks. reg. 12 måneders kursfald	Maksimalt registreret kursfald	CI-risikoskala (1-7)	Risikovurdering
Balance Defensiv	4,9%	19,3%	22,5%	3	Middel
Balance Moderat	8,3%	30,2%	35,1%	4	Middel
Balance Offensiv	10,7%	43,7%	46,0%	5	Høj

### Maksimalt registreret kursfald

Mange investorer tænker mest på risiko som risikoen for store tab på deres investeringer. Dette kan opgøres på flere måder. Tabellen sidst i dette afsnit viser det maksimale fald i indre værdi registreret over løbende 12 måneder samt det maksimale 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 2017. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

### Risikovurdering

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

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

## Risikofaktorer og risikostyring

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

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

### Aktivfordelingsrisiko

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

I afdeling Balance Defensiv kan aktieandelen udgøre 20-40%. Ultimo 2017 udgjorde aktieandelen 28,1% inklusive aktieandelen i blandede afdelinger, hvilket skal sammenlignes med benchmarkvægten i aktier på 28%.

I afdeling Balance Moderat kan aktieandelen udgøre 40-70%. Ultimo 2017 udgjorde aktieandelen 55,7% inklusive aktieandelen i blandede afdelinger, hvilket skal sammenlignes med benchmarkvægten i aktier på 56%.

I afdeling Balance Offensiv kan aktieandelen udgøre 60-90%. Ultimo 2017 udgjorde aktieandelen 73,4% inklusive aktieandelen i blandede afdelinger, hvilket skal sammenlignes med benchmarkvægten i aktier på 75%.

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

### Aktiemarkedsrisiko

Kursudviklingen på aktiemarkederne kan til tider svinge voldsomt, og kursværdien på aktier kan falde meget og hurtigt. Aktiemarkederne kan blive udsat for særlige politiske eller reguleringsmæssige forhold, som kan påvirke værdien af en afdelings aktieinvesteringer. Desuden vil markedsmæssige, sektormæssige, nationale, regionale eller generelle økonomiske forhold kunne påvirke værdien af en afdelings investering både positivt og negativt.

### Geografisk risiko

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

### Kreditrisiko

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

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

### Likviditetsrisiko

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

### Modpartsrisiko

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

### Politisk risiko

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

### Rente- og obligationsmarkedsrisiko

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

Varigheden i de afdelinger, som afdelingerne Balance Defensiv, Balance Moderat og Balance Offensiv har investeret i, har ligget mellem 2,6 og 6,9 år opgjort ultimo 2017.

### 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.

### Risiko ved værdiansættelse

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

### Valutarisiko

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

## Bæredygtige investeringer

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

Foreningens politik for bæredygtige investeringer står på to ben. For det første ønsker foreningen, at de selskaber, som foreningen investerer i lever op til national lovgivning, bredt anerkendte FN-konventioner, Global Compact's 10 principper og OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder. For det andet ønsker foreningen at bruge viden om selskabernes performance inden for bæredygtighed (miljø-, sociale- og governance-kriterier) i investeringsprocessen og risikovurderingen.

Grundlaget for foreningens politik for bæredygtige investeringer er UN PRI's seks principper for ansvarlige investeringer. Foreningens distributør og investeringsrådgiver, Nykredit, har tilsluttet sig disse principper og står for kontakten til UN PRI. Politikken og den årlige rapportering til UN PRI om arbejdet med de seks principper er tilgængelig på foreningens hjemmeside [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk). Foreningen ønsker med denne politik til fulde at leve op til de danske anbefalinger omkring ansvarlige investeringer og anbefalinger om aktivt ejerskab fra Komité for God Selskabsledelse.

### Politikken i praksis

Foreningen har indgået et samarbejde med Nykredit om den praktiske håndtering af politikken for bæredygtige investeringer. Nykredits egen afdeling for bæredygtige investeringer får bistand fra eksterne eksperter til screening og analyser af selskaber samt aktivt ejerskab. MSCI ESG Research bistår med screening og analyser, mens GES Investment Services rådgiver om aktivt ejerskab, og Glass Lewis leverer system og analyser til stemmeafgivning. Disse informationer suppleres med øvrige relevante informationer fra myndigheder (eksempelvis EU's sanktionslister) og uafhængige organisationer som eksempelvis Carbon Disclosure Project.

På baggrund af disse informationer screenes udstedere af værdipapirer i foreningens afdelinger hvert kvartal for brud på internationale normer, fx menneskerettigheder. Såfremt en virksomhed bryder en konvention, vil Nykredit i samarbejde med sin rådgiver og ligesindede investorer se på muligheden for at få selskabet til at ændre adfærd og rette op på fejlene. Ved udgangen af 2017 havde foreningen 19 igangværende forløb af denne type.

Et positivt udfald på en dialog af denne type forudsætter klare mål, tidsgrænser og ikke mindst vedholdenhed. Foreningen og foreningens rådgiver har en stribe værktøjer til rådighed i denne proces. Udover direkte møder med virksomheden og deltagelse i selskabets generalforsamling, så kan det også inkludere samarbejde med andre investorer. I løbet af processen evaluerer foreningen løbende udviklingen i det aktive ejerskab. Hvis det ikke er realistisk at nå målet, så ekskluderes selskabet fra investeringsuniverset. Ved udgangen af 2017 var 32 virksomheder udelukket. En liste over disse forefindes på foreningens hjemmeside.

### Eksempler på udelukkelse af virksomheder

I foråret 2017 besluttede foreningen på baggrund af anbefalinger fra sin rådgiver at ekskludere fem virksomheder involveret i byggeriet af North Dakota Access Pipeline. Virksomhederne Energy Transfer Partners, Enbridge, Phillips 66, Marathon Petroleum og Sunoco Logistics ville bygge olieledningen gennem et indiansk territorium. Territoriet er ifølge den amerikanske højesteret uretmæssigt blevet beslaglagt af den amerikanske stat. Dertil kommer, at ledningen går gennem lokale indianerstammers drikkevands-, jagt- og fiskeriområder. Oprindeligt krævede amerikanske miljømyndigheder, at der skulle udarbejdes yderligere undersøgelser. På den baggrund gik foreningens rådgivere i dialog med bl.a. Phillips 66, der erkendte problemerne. Alligevel valgte virksomhederne at iværksætte sidste fase af byggeriet, som den nyvalgte amerikanske administration besluttede ikke at stoppe. FN udtalte derefter, at indianerstammernes rettigheder var brudt, hvorfor Nykredit valgte at ekskludere selskaberne. Foreningens rådgiver er fortsat i dialog med Phillips 66 og Enbridge i håb om, at de vil lægge handling bag deres erkendelse af, at deres byggeri har brudt Standing Rock Sioux og Cheyenne River Sioux indianerstammernes rettigheder.

Foreningen valgte derudover at føje marokkanske OCP og indiske Walchandnagar Industries til sin liste over ekskluderede virksomheder i 2017.

OCP blev udelukket, fordi den statsejede virksomhed udvinder fosfat i Vestsahara, der er besat af Marokko. FN forbyder udvinding af naturressourcer på besat land, og da virksomheden ikke vil ophøre med aktiviteten, og den marokkanske stat forventeligt heller ikke vil tvinge den til det, så ekskluderedes virksomheden.

Walchandnagar er involveret i produktion af A-våben og missiler designet til indiske A-våben. Da FN ikke tillader andre lande end de oprindelige fem atommagter USA, Rusland, UK, Frankrig og Kina at have A-våben, så er denne aktivitet i modstrid med FN's Non Proliferation Treaty, og derfor blev virksomheden ekskluderet.

### Forsøg på adfærsændring af virksomheder

Sidste år beskrev foreningen, hvorledes den har været i dialog med BHP Billiton. Baggrunden er et af de største uheld i moderne minedrift, der indtraf i november 2015. Fundao-dæmningen ved BHP Billiton's Samarco mine kollapsede som følge af et mindre jordskælv. 19 døde og mere end 700 hjem blev ødelagt. Derudover blev den nærliggende flod forurenede af materiale fra minen og af gammelt forurenede sediment fra tidligere tiders minedrift. Nykredit har i samarbejde med andre investorer gennem sine rådgivere været i dialog med selskabet, der allerede sidste år udviste godt initiativ. Dette er fortsat ind i 2017. Selskabet har påtaget sig sit ansvar. Det har selv iværksat uvidlige ekspertanalyser om baggrunden for ulykken, og brugt denne viden til at udføre kontroller på deres eksisterende miner i resten af verden samt delt informationerne med konkurrerende mineselskaber. Selskabet har indgået forlig med de brasilianske myndigheder og er kommet langt i genopbygningen af de ødelagte landsbyer. Således var planerne til genopbygning af landsbyen Renova allerede ved udgangen 2017 klar til sidste byggeansøgninger. Inden da havde familierne fået mulighed for med hjælp fra arkitekter at sætte deres personlige præg på deres nye huse.

Wal-Mart var blandt de første virksomheder, som foreningen gik i dialog med for at få den til at ændre adfærd. Målet er at få virksomheden til at forbedre faglige rettigheder for sine ansatte. Det har været en meget langstrakt dialog, der dog har udviklet sig positivt det seneste år. Efter flere år hvor virksomheden har lagt et betragteligt fokus på deres supply chain og klimapåvirkning, er forholdene for medarbejderne også forbedret bl.a. i form af bedre mindstelønninger. Virksomheden lever op til lokal lovgivning i sine globale aktiviteter, men anerkendelse af faglige rettigheder er stadig ikke på europæisk niveau. Derfor var det særdeles glædeligt, da Wal-Mart på et kald med foreningens rådgiver i 2017 udtrykte interesse for at se nærmere på også dette område. Foreningens rådgiver planlægger sammen med en stribe andre skandinaviske investorer at mødes med Wal-Mart i foråret for at diskutere netop dette emne med repræsentanter fra Wal-Marts ledelse.

Et andet selskab, som foreningen har været i dialog med gennem en årrække, er mineselskabet Rio Tinto. Det har særlig vedrørt partnerskabet med Freeport-McMoran om Grasbergminen på Papua-Ny Guinea. Nu er Rio Tinto på vej ud af selskabet bag minen. Dette sker i forbindelse med en genforhandling mellem Freeport-McMoran og den indonesiske stat. Samtidig er Rio Tinto i færd med en større omlægning af selskabet i en mere klimavenlig retning, hvor flere kulminer frasælges. Sidst men ikke mindst så lader det til, at Rio Tinto har håndteret korruptionsskandalen omkring Shimandu-mineprojekt i Guinea, som blev nævnt i foreningens årsrapport sidste år, fornuftigt. Disse handlinger vil indgå i en grundig evaluering af foreningens dialog med selskabet i 2018.

Petrobras er omdrejningspunktet i den brasilianske korruptionsskandale. Selvom virksomheden ikke selv er blevet dømt for korruption, så har skandalen allerede kostet den brasilianske præsident Dilma Rousseff jobbet. Den tidligere præsident Lula er ligeledes dømt for sin involvering. I takt med at efterforskningen er skredet frem, er flere og flere andre virksomheder blevet inddraget. Skandalen har også mange tråde til andre sydamerikanske lande. Foreningen har sammen med dusinvis af andre investorer været i dialog med Petrobras. Sagen har udløst store bøder og forlig for Petrobras, og regnskabet har været meget negativt påvirket, men konsekvenserne er langt fra ovre for Petrobras. Virksomheden har styrket sine politikker og kontrolprocedurer, men foreningen forventer ikke, at denne dialog kan afsluttes inden udgangen af 2018.

VW blev i september 2015 afsløret for svindel med emissionsmåling på sine dieslbiler. Alt i alt vurderer myndighederne, at mere end 11 millioner biler over en seksårig periode har udledt langt flere skadelige partikler end tilladt. Myndighederne kræver partikelforureningen begrænset, da det fører til luftvejslidelse og tidlig dødsfald. Sagen har haft store konsekvenser for virksomheden. Ledelsen trådte tilbage, og der er stadig retssager mod flere ledende medarbejdere. Virksomheden har allerede indgået flere forlig, herunder tre forlig med amerikanske myndigheder i maj 2017, der betyder, at virksomheden skal betale mere end 150 mia.kr. i bøde. Derudover har virksomheden forpligtet sig til at lancere en stribe nye elektriske bilmodeller. Løftet om nye elbiler har virksomheden afgivet i Europa. Sagen er dog langt fra færdig endnu. Så sent som december 2017 var der positive nyheder omkring de amerikanske myndigheders anerkendelse af løsning for Audi's 3.0 dieselmotore, men også negative nyheder fra de tyske myndigheder, der indkalder Volkswagens Touareg-modeller. Der er udbredt enighed blandt investorer, herunder også foreningen, at en vigtig udløsende faktor for skandalen er det lave governance niveau i virksomhedskonstruktionen, der halter en del efter moderne internationale standarder. Mens forlig indgås på stribe og nye procedurer og kontrolmekanismer indføres, så mangler foreningen endnu at se fremdrift inden for virksomhedens governance.

2017 bød desværre også på nye skandaler. Et område, der har stor bevågenhed fra foreningens rådgiver, er databeskyttelse, herunder særlig beskyttelse af persondata. Dette var også baggrunden for, at foreningens rådgiver på baggrund af ESG-analyser af det amerikanske kreditgodkendelsesselskab Equifax, undlod aktive investeringer i selskabet. ESG-analysen viste allerede forrige år svage procedurer og kontrolmekanismer på dette centrale område. Derfor havde foreningen ingen eksponering mod Equifax, da det i september 2017 kunne oplyse, at de havde mistet personfølsomme oplysninger på 143 millioner amerikanere. Oplysninger som kan anvendes til identitetstyveri. Virksomheden har allerede taget første skridt til at rette op på problemet, men der er lang vej endnu.

Foreningens rådgiver har gennem en årrække været i tæt kontakt med Heidelberg Cement, da virksomheden har aktiviteter i såvel Israel som besatte Palæstina. Foreningen har ikke identificeret brud på menneskerettigheder. Men erhvervsaktiviteter i besatte områder medfører øget risiko for brud på menneskerettigheder eller meddelagtighed i brud på menneskerettigheder, da det er en besættende stat, der skal beskytte disse. Derfor bør erhvervsaktiviteten i Palæstina medføre øget due diligence fra virksomhedens side. FN har beskrevet disse i sine FN-retningslinjer om menneskerettigheder og erhverv, som netop er blevet integreret i OECD's Retningslinjer for Multinationale Virksomheder. Heidelberg Cement har igennem 2017 forbedret sig på en stribe områder, bl.a. gennem oprettelsen af et datterselskab i Palæstina. Foreningen har dog efterspurgt yderligere tiltag, bl.a. vedrørende selskabets eksisterende grusgrav i Palæstina. FN arbejder i øvrigt på en sortliste over virksomheder med aktiviteter i Palæstina, som strider imod FN-principperne. Foreningen ser frem til denne, da der har hersket en del uenighed omkring virksomheder med aktiviteter i Palæstina, og vil naturligvis tage listen til efterretning.

### Statsobligationer

Foreningen screener udstedere af statsobligationer, men da udstedere er lande eller overnationale organisationer, så er metoden i sin natur anderledes end for selskaber. Ligesom med sanktionerede selskaber så udelukkes udstedere, der er mål for EU's finansielle sanktioner. Derudover screenes landene ved hjælp af opgørelser fra OECD, FN og ledende globale tænketanke som eksempelvis Freedom House og Transparency International.

Via en afdeling i Multi Manager Invest var foreningen i første halvdel af 2017 investeret i venezuelanske statsobligationer. Rådgiver har fulgt udviklingen tæt og løbende reduceret eksponeringen i takt med, at forholdene desværre forværredes. Sommeren 2017 bød desværre på flere dårligere nyheder med præsident Maduros opløsning af parlamentet og nedsættelse af en ny grundlovgivende forsamling. Efterfølgende blev ledende oppositionspolitikere fængslet af styret. EU og USA har indført sanktioner imod navngivne personer i landets ledelse. På baggrund af denne udvikling valgte foreningen i sensommeren at ekskludere statsobligationer fra Venezuela fra sit investeringsunivers. På daværende tidspunkt var foreningen ikke investeret i de pågældende statsobligationer. I efteråret meddelte Venezuela, at landet ikke kunne betale sine afdrag for 2017.

Egyptens statsobligationer blev efter militærets overtagelse af politiske institutioner udelukket fra foreningens investeringer. Udviklingen i landet, der skal til valgurnerne i 2018, er blevet fulgt tæt. Desværre er vurderingen fra uafhængige eksperter, at landet i et ESG-perspektiv ikke udvikler sig positivt. Den nye ledelse har slået ned på demokratiske organisationer. Desværre bevidnede 2017 også om stribevis af fængslinger af politikere

og journalister samt om begrænsninger af ytringsfriheden generelt. EU forholder sig kritisk til udviklingen i landet. Da intet tyder på en forbedring af forholdene i Egypten i nærmeste fremtid, er Egypten fortsat på eksklusionslisten.

### Stemmeafgivning og aktivt ejerskab

Foreningen har i 2017 udvidet sin deltagelse i selskabers generalforsamlinger. I årets løb har Nykredit på vegne af foreningen deltaget i 589 generalforsamlinger. Disse er nøje udvalgt ud fra tre kriterier. For det første ønsker foreningen som udgangspunkt at stemme på aktive positioner. For det andet ønsker foreningen at stemme på sine største positioner på tværs af fondene, og for det tredje ønsker foreningen at stemme på generalforsamlinger, hvor der er spørgsmål af principiel betydning for foreningen. Det kan eksempelvis være virksomheder, som foreningen er i dialog med på baggrund af brud på international ret. Foreningen har i 2017 afgivet stemmer på mere end halvdelen af sin beholdning i aktier og i næsten samtlige aktive positioner.

Stemmeaktiviteten sker i naturlig forlængelse af Nykredits forvaltning og øvrige aktive ejerskab med investeringerne. Ud fra foreningens politik træffer den enkelte afdelings porteføljeformaler beslutning, om der skal stemmes for eller imod under det enkelte punkt. Formålet er til enhver tid at sikre selskabets langsigtede værdiskabelse og dermed foreningens investering. Ligesom deltagelsen giver mulighed for at håndhæve vore kunders interesser, så giver deltagelsen også indsigt i selskabet. En indsigt der yderligere kan styrke forvaltningen af investeringen. Politikken for stemmeafgivning og aktivt ejerskab er integreret i politikken for bæredygtige investeringer og er beskrevet på foreningens hjemmeside.

Foreningen har stemt på 7928 dagsordenspunkter. I 8,4% af dagsordenspunkterne stemtes imod bestyrelsens anbefaling, og i 0,3% af dagsordenspunkterne var Nykredit uenig med anbefalingerne fra sin rådgiver Glass-Lewis.

I halvdelen af tilfældene, hvor foreningen stemte imod bestyrelsens anbefaling, handlede det om bestyrelsens sammensætning. Foreningen ønskede gennem sin stemme at påvirke den fremtidige bestyrelsessammensætning i retning af mere uafhængighed. En uafhængig bestyrelse ses ikke blot som et værn mod misbrug. En uafhængig bestyrelse vil også have potentiale for bedre værdiskabelse.

Et eksempel på indsatsen for mere uafhængighed er KDDI. Mobiltelefonselskabet KDDI er frontløber i beskyttelsen af deres kunders digitale privatliv. Inden for god selskabsledelse har det japanske selskab plads til forbedring, og derfor stemte Nykredit imod valget af to bestyrelsesmedlemmer, da de ikke kunne anses som uafhængige.

Ofte vælger foreningens rådgiver dog at tage spørgsmål om uafhængighed op med virksomheden, inden foreningen stemmer imod. Det gælder eksempelvis Atlas-Copco, der er førende i udviklingen af nye industrielle processer, der reducerer energiforbrug og ressourcospild. Imidlertid lever bestyrelsens sammensætning nok op til svenske, men ikke til internationale standarder for uafhængighed. I disse tilfælde afventer rådgiver med at stemme imod bestyrelsen.

Sammensætningen kan også vedrøre spørgsmålet, om et bestyrelsesmedlem har for mange poster. Foreningen stemte til Danahers generalforsamling imod bestyrelseskandidat Robert J. Hugin, da han allerede sad på for mange bestyrelsesposter og ikke kunne antages at varetage alle poster med passende opmærksomhed.

13% af stemmerne mod bestyrelsens anbefalinger skyldtes lønpakker til ledelsen. Det skyldtes, at enten den faste del af lønnen lå langt over niveauet for de øvrige virksomheder i sektoren, eller at bonusprogrammet ikke var knyttet til performance. I begge tilfælde kunne pakken måske være i ledelsens interesse, men ikke i ejernes dvs. investorernes. Et eksempel på dette var den vejledende afstemning på BP's generalforsamling om CEO Bob Dudleys lønpakke. Her stemte foreningen i lighed med et flertal af virksomhedens aktionærer imod, da lønpakken lå langt over niveauet hos BP's konkurrenter.

Den sidste del af stemmer imod ledelsen skyldes lidt bredere spørgsmål om dens samfundsansvar og selskabets værdiskabelse. På Exxon Mobile's generalforsamling stemte foreningen for et forslag stillet af en række pensionskasser, der pålægger Exxon at fremlægge en strategi, der inddrager Paris-aftalens og dens begrænsninger for fossile brændstoffer. Dette har selskabet tidligere modsat sig. For første gang fik forslaget opbakning fra et flertal af aktionærerne, og nu skal virksomhedens ledelse præsentere sine tanker om fremtidig værdiskabelse under Paris-aftalens forudsætninger om lavere forbrug af fossile brændstoffer.

På Facebooks generalforsamling stemte foreningen for et forslag, der pålagde Facebook at modarbejde 'fake news' mere aktivt og samarbejde med demokratisk valgte regeringer om denne problemstilling. Udover at løse udfordringen, så er tanken, at virksomheden derved kan imødegå omkostningstung regulering. Forslaget fik god opbakning, og Facebooks ledelse har allerede taget en langt mere aktiv tilgang til problemstillingen.

Foreningens stemmeinstruktioner er overordnet set gennemført som forventet med undtagelse af afdelinger dedikeret til danske aktier. Her har tekniske udfordringer desværre medført, at instruktionerne ikke er eksekveret som ønsket i sidste led af processen. Foreningens rådgiver har fokus på problemet og forventer det løst inden stemmesæsonen for 2018.

### Paris-aftalen og den grønne omstilling

Foreningens investeringsfonde anvender i vidt omfang ESG-analyser, hvor klimapåvirkning og potentiale i den grønne omstilling indgår. Da investeringstilgangen er forskellig fra afdeling til afdeling, så er det også forskelligt, hvorledes ESG indgår. Globale Fokusaktier har den mest avancerede tilgang, hvor ESG indgår i alle investeringsprocessens trin. Rådgiver udfører ESG-risikoanalyser på alle foreningens investeringsfonde, og i de tilfælde, hvor investeringsfonden forvaltes af andre end Nykredit, så har rådgiver løbende dialog med forvalterne om anvendelsen af ESG.

Foreningen har udover ESG-analyserne, der inddrager grøn omstilling, også anvendt såkaldt carbon footprint analyser til at vurdere risici i de enkelte investeringer. Overordnet set, så har virksomhederne i investeringsfondene en lavere CO<sub>2</sub>-udledning end verdensmarkedet. Det er en indikation på, at investeringerne er inden for rammerne af Paris-aftalen.

Der er dog ganske store forskelle på de enkelte investeringsfonde. Afdeling Nye Aktiemarkeder har det suverænt lavest carbon footprint i foreningen. Carbon footprint er helt nede på 1/6 af benchmark. Dette er resultatet af en meget bevidst investeringsstrategi, der satser på udvikling af middelklassen i udviklingslande, og derfor fravælger energi og minedrift, der udgør en stor andel af markedet i udviklingslandene.

En anden investeringsfond med lav carbon footprint er Globale Fokusaktier. Her er carbon-footprint kun på 1/3 af benchmark. Dette skyldes såvel eksponering mod mindre energiintensive sektorer som valg af de enkelte virksomheder, hvor ESG-analyser er en fast del af investeringsprocessen.

Foreningens investeringer i passive afdelinger har i sagens natur en udledning på niveau med investeringsfondenes benchmark. Dette betyder også, at de afspejler de klimaudfordringer, som verdensmarkederne står overfor, da verdensmarkedet under et endnu ikke er på rette spor i forhold til realiseringen af Paris-aftalen.

Foreningen har gennem sin rådgiver tilsluttet sig Climate Action 100+. Climate Action 100+ er et globalt investorinitiativ, der skal optimere klimaengagement fra verdens institutionelle investorer med de 100 største udledere. De 100 defineres ud fra vejledningen fra Financial Stability Boards Task Force on Climate-related Financial Disclosures.

### **Foreningen har fokus på de næste skridt**

OECD udgav i foråret 2017 en ny vejledning til investorer om implementeringen af OECD's retningslinjer til multinationale virksomheder, der netop har fået integreret den nye FN-vejledning vedrørende menneskerettigheder. Foreningen har i årevis inddraget OECD's principper og FN's vejledning om menneskerettigheder i såvel tidligere som nuværende udgaver. Der var derfor ingen overraskelser i vejledningen, men den gav en tiltrængt afklaring på en del diskussioner omkring fortolkninger. Foreningens rådgiver har deltaget i forberedelsen af de endnu ikke offentliggjorte danske anbefalinger til at anvende denne vejledning.

Dette er blot seneste eksempel på den kontinuerlige udvikling, der er i såvel krav som metoder inden for dette område. Det næste store skridt, der også vil have omfattende konsekvenser for udstedere af værdipapirer i foreningen, blev søsat sidste år under overskriften 'High Level Expert Group on Sustainable Finance' af EU-kommissionen. Dette initiativ vil indeholde både nye krav til risikovurdering og nye tiltag, der skal fremme finansiering af en bæredygtig udvikling.

Flere finansielle virksomheder i foreningens afdelinger har indgået i regeringens undersøgelser vedrørende skattely. EU offentliggjorde i december 2017 sin første liste over skattelylande, som vil blive videreudviklet i såvel omfang som i handlinger over for landene. Dette er et tiltag i forlængelse af OECD's seneste anbefaling vedrørende beskatning af multinationale selskaber. Forslagene er blevet konkretiseret i nyt direktivudkast fra EU-kommissionen.

De danske finansielle virksomheder med forbindelse til ovennævnte problemstilling har alle taget afstand fra deltagelse i skatteoptimering. Da deres aktiviteter i disse skattelylande er begrænsede, er det rådgivers vurdering, at den negative påvirkning af disse tiltag vil være minimal. Emnet har ingen direkte betydning for foreningen, da foreningen og dens afdeling er beskattet i Danmark.

De nye regler for beskatning af multinationale selskaber og seneste EU's sortliste over skattely med tilhørende sanktioner vil potentielt indirekte have en betydning, da de vil kunne have en relevans for de virksomheder, som foreningen har investeringer i. Foreningens rådgiver har dog allerede haft fokus på dette, bl.a. gennem sine ESG-risikovurderinger, og rådgiver vil følge denne udvikling tæt.

## 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, investeringsforvaltnings-selskabet 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.

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

### Generalforsamling og investorforhold

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

Den vigtigste kommunikationskanal til investorerne ud over generalforsamlingen er foreningens hjemmeside [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk). Foreningen holder desuden investormøder flere steder i landet.

## 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 investoroplysninger, 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, depositar, 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 for 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 Nykredit Portefølje Administration A/S som forvalter. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsafłønning hos forvalteren. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administrations bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner forvalteren i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens investeroplysninger.

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

### Forretningsgange

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

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

### Delegering og eksterne leverandører af serviceydelser

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

De delegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen hos forvalteren. Desuden evaluerer bestyrelsen hvert år pris og kvalitet på de 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 om betaling af tegningsprovision og markedsføringsbidrag til udvalgte distributører. Se mere om disse aftaler i afsnittet 'Væsentlige aftaler'. Aftalerne er bl.a. indgået for at sikre en kompetent rådgivning og servicering af investorerne. Aftalerne er desuden indgået, for at foreningen kan være konkurrencedygtig i forhold til at tiltrække nye investorer og dermed øge foreningens størrelse.

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

### Handel med underliggende værdipapirer

Foreningen har i sin aftale med 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 investorettigheder. Disse rettigheder kan typisk udøves på selskabernes eller investeringsforeningernes generalforsamlinger. Læs mere om bestyrelsens politik for udøvelse af stemmerettigheder i afsnittet 'Øvrige forhold'.

### Revisionen

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

## Væsentlige aftaler

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

### Depositaraftale

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

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

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til depositar inkl. udgifter til VP m.v. 4,0 mio. kr. mod 3,6 mio. kr. året før.

### Forvaltningsaftale

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

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

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til administration 15,1 mio. kr. mod 8,9 mio. kr. året før.

## Managementaftale

Foreningen har en managementaftale med Nykredit Bank A/S. Ifølge aftalen skal rådgiver levere rådgivning, der kan danne grundlag for, at forvalteren kan træffe beslutninger om placering af investorenes midler. Rådgivningen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for den enkelte afdeling. Endvidere omfatter aftalen levering af ydelser vedrørende investorrådgivning, SRI-rådgivning, hjemmeside og market making i foreningens andele. Som en del af managementaftalen indgår en samarbejdsaftale, som er beskrevet nedenfor.

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til management-honorar 18,1 mio. kr. mod 9,2 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.

### Revision

I 2017 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 35 t.kr. mod 34 t.kr. året før.

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

## Generalforsamling 2018

Foreningens generalforsamling afholdes onsdag den 18. april 2018.

### Øvrige forhold

#### Samfundsansvar

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

Foreningen bliver administreret af Nykredit Portefølje Administration A/S, der indgår i Nykredit koncernen. Administrationen foregår inden for rammerne af Nykredit koncernens politik for samfundsmæssigt ansvar. Denne politik er beskrevet nærmere på koncernens hjemmeside [nykredit.dk](http://nykredit.dk).

#### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

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

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

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

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

Foreningen har i 2017 anvendt sin stemmeret på de direkte investeringer i andre investeringsfonde.

#### 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.

## Øversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv

### Bestyrelse

#### Carsten Lønfeldt

Bestyrelsesformand

---

Direktør, NKB Invest 106 ApS, KCBL Management ApS og Kifrica IVS  
Født 1947, indvalgt i bestyrelsen 2001

---

Bestyrelsesformand for:

Investeringsforeningen Nykredit Invest  
Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros  
Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening)  
Dalhoff Larsen og Horneman A/S  
Eye4Talent ApS  
New Banking ApS  
New Banking Holding ApS  
ONMONDO A/S

Næstformand for bestyrelsen for:

Kapitalforeningen Institutionel Investor

Medlem af bestyrelsen for:

Investeringsforeningen Investin  
Investeringsforeningen Nykredit Invest Almen Bolig  
Kapitalforeningen Investin Pro  
Kapitalforeningen EMD Invest  
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II  
Kapitalforeningen Nykredit Mira III  
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III  
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA  
Kapitalforeningen Pro-Target Invest  
Kapitalforeningen Investin  
Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.)  
Kapitalforeningen LB Investering  
Kapitalforeningen Nykredit Invest Engros  
Kapitalforeningen Nykredit Private Banking Elite  
CARMO Holding ApS  
Fisker Ejendomsselskab A/S  
NKB Infrastructure II Komplementar ApS  
NKB Infrastructure Komplementar ApS  
NKB Invest II Komplementar ApS  
NKB Private Equity VI A/S  
NKB V DK Komplementar ApS  
Photodoc Holding ApS  
Polaris IV Fonden  
Resources Denmark ApS  
ST Skoleinventar A/S  
Tasklift ApS

Øvrige hverv:

Direktør i NKB Invest 106 ApS  
Direktør i Kifrica IVS  
Direktør i KCBL Management ApS

#### Jesper Lau Hansen

Medlem

---

Professor dr.jur., Københavns Universitet  
Født 1965, indvalgt i bestyrelsen 2004

---

Bestyrelsesformand for:

Investeringsforeningen Investin  
Kapitalforeningen Investin Pro  
Kapitalforeningen ATP Invest  
Kapitalforeningen EMD Invest  
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA II  
Kapitalforeningen Nykredit Mira III  
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA III  
Kapitalforeningen Nykredit KOBRA  
Kapitalforeningen Pro-Target Invest  
Kapitalforeningen Investin  
Kapitalforeningen Institutionel Investor  
Kapitalforeningen Emerging Markets Long-term Economic Investment Fund (L.E.I.F.)  
Kapitalforeningen LB Investering  
Kapitalforeningen Nykredit Invest Engros

Medlem af bestyrelsen for:

Investeringsforeningen Nykredit Invest  
Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros  
Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening)

#### Niels-Ulrik Moustén

Medlem

---

Direktør, Skovgaardsgade 2  
Født 1963, indvalgt i bestyrelsen 2017

---

Bestyrelsesformand for:

AlphaCore Fonder AB, Sverige  
CABA Capital A/S  
Investment Management Distribution ApS  
Netsuom ApS

Næstformand for bestyrelsen for:

New Nordic FinCo Holding A/S  
PFA Holding A/S  
PFA Pension A/S

Medlem af bestyrelsen for:

Investeringsforeningen Nykredit Invest  
Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros  
Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening)  
Aeolus Offshore Wind Company UC, Tyskland  
QIC Holdings ApS  
Qudos Insurance A/S

Øvrige hverv:

Medlem i Nordic Eye, investor komité  
Medlem i PFA Fonden  
Medlem i Thylander Gruppens advisory board  
Senior Policy Advisor i New Nordic Holding Ltd.  
Senior Policy Advisor i Nykredit Alternatives

## **Tine Roed**

Medlem

---

Direktør, Dansk Industri  
Født 1964, indvalgt i bestyrelsen 2010

---

Bestyrelsesformand for:

Investeringsforeningen Multi Manager Invest  
Kapitalforeningen Nykredit Alpha

Medlem af bestyrelsen for:

Investeringsforeningen Nykredit Invest  
Investeringsforeningen Nykredit Invest Engros  
Placeringsforeningen Nykredit Invest (kapitalforening)  
Bestyrelsesforeningen

Øvrige hverv:

Medlem i Dialogforum for Samfundsansvar  
Medlem i Landsskatteretten

## **Bestyrelsens møder**

Bestyrelsen har i 2017 afholdt 6 ordinære møder.

## **Bestyrelsens aflønning**

Som honorar til bestyrelsen for 2017 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 125 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 50 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 25 t.kr.

Der har i 2017 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

## **Direktion**

Nykredit Portefølje Administration A/S

## **Martin Udbye Madsen**

---

Adm. direktør

---

Medlem af bestyrelsen for

InvestIn SICAV

## **Tage Fabrin-Brasted**

---

Direktør

---

### Afdelingsberetning

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

### Investeringsområde og profil

Afdelingen investerer sine midler i en balanceret portefølje af investeringsfundsafdelinger med såvel danske som udenlandske obligationer og aktier. Afdelingen har en aktiv investeringsstil med det formål at opnå et afkast, der som minimum er på linje med afdelingens benchmark over en markedsyklus. Afdelingen benytter et vægtet benchmark bestående af 72% Nordea Constant Maturity 5 Year Government Bond Index og 28% MSCI World All Country Total Return Index net Dividends.

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

### Udvikling i 2017

Afdelingen opnåede et afkast på 6,12% i 2017. Afdelingens benchmark gav et afkast på 2,54% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året og bedre end sammenligningsgrundlaget. Afkastet findes tilfredsstillende.

Såvel obligationsdelen som aktiedelen bidrog positivt til årets afkast, ligesom også investeringen i alternativer i form af infrastrukturprojekter gav et afkast på lige under 3% i 2017.

Relativt til benchmark opnåede afdelingen i 2017 et positivt bidrag fra såvel obligationssiden som aktiesiden. Derimod var der en begrænset effekt af aktivallokeringen på afdelingens merafkast i 2017.

I aktiedelen af afdelingens investeringer bidrog allokeringen til emerging markeds aktier, danske aktier og japanske aktier positivt i forhold til aktiedelen af benchmark. Endvidere opnåede afdelingen et højere afkast af afdelingens investeringer i globale aktier, idet de valgte forvaltere opnåede et afkast, der væsentligt oversteg benchmark i 2017.

Afkastet af obligationsinvesteringer blev bedre end benchmark i 2017, idet afdelingen opnåede et væsentligt merafkast af investeringerne i danske stats- og realkreditobligationer i forhold til obligationsdelen af benchmark. Derudover bidrog en overvægt i kreditobligationer og emerging markets obligationer positivt til merafkastet.

Fordelingen mellem aktier og obligationer fik i 2017 en begrænset positiv effekt på det relative afkast i afdelingen.

Afdelingens nettoresultat blev på 366,2 mio. kr. i 2017. Ultimo 2017 udgjorde formuen i afdelingen 7.414,6 mio. kr. svarende til en indre værdi på 215,79 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 2017 været 4,9% 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.

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

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

### Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2018. Til trods herfor ventes markedsrenterne i Europa at forblive lave i det kommende år, da Den Europæiske Centralbank har signaleret, at centralbankens opkøbsprogram vil fortsætte til september 2018 - og længere om nødvendigt. Samtidig ventes styringsrenterne ikke at blive hævet før i 2019.

Obligationer skønnes på den baggrund at give beskedne afkast i 2018, mens aktier vurderes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om indtjeningsvækst.

På den baggrund forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive begrænset positiv i 2018.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2018" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

## Balance Defensiv

<b>Nøgletal</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Årets afkast i procent	6,12	5,62	3,59	9,61	4,64
Indre værdi pr. andel (i kr.)	215,79	203,34	192,52	185,84	169,54
Omkostningsprocent	0,30	0,25	0,26	0,27	0,25
Sharpe ratio	1,37	1,22	0,89	1,04	1,44
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	366.160	262.580	148.727	361.034	171.823
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	7.414.623	5.146.100	4.507.719	4.167.853	3.762.345
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	34.360	25.309	23.415	22.428	22.191
Omsætningshastighed	-	-	-	0,12	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2017	2016
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteudgifter	-275	-72
	Udbytter	9.017	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>8.742</b>	<b>-72</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	377.800	274.527
	Øvrige aktiver/passiver	-63	8
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>377.737</b>	<b>274.535</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>386.479</b>	<b>274.463</b>
3	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>18.966</b>	<b>11.883</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>367.513</b>	<b>262.580</b>
	<b>Skat</b>	<b>1.353</b>	<b>-</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>366.160</b>	<b>262.580</b>

### Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2017	2016
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	86.743	14.290
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>86.743</b>	<b>14.290</b>
4	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	5.531.536	4.056.666
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	1.491.855	824.487
	Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	300.663	250.946
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>7.324.054</b>	<b>5.132.099</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Andre tilgodehavender	1.587	-
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	5.415	-
	Aktuelle skatteaktiver	-	441
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.002</b>	<b>441</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.417.799</b>	<b>5.146.830</b>
	<b>PASSIVER</b>		
5,6	<b>Investoreernes formue</b>	<b>7.414.623</b>	<b>5.146.100</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	3.176	730
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.176</b>	<b>730</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>7.417.799</b>	<b>5.146.830</b>
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 27.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 29.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 49 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 51.

	2017	2016		
<b>1 Renteudgifter</b>				
Øvrige renteudgifter	275	72		
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>275</b>	<b>72</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	-	16		
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede	9.308	59.791		
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede	291.261	124.647		
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede	-	3.967		
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede	48.071	59.771		
Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger, realiserede	-9	-		
Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger, urealiserede	29.169	26.335		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>377.800</b>	<b>274.527</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>3 Administrationsomkostninger 2017</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	67	67	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Gebyrer til depotselskab	2.169	-	2.169	
Administrationshonorar	7.875	-	7.875	
Managementhonorar	8.762	-	8.762	
Øvrige omkostninger	34	47	81	
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>18.850</b>	<b>116</b>	<b>18.966</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2016</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	62	62	
Revisionshonorar til revisorer	9	2	11	
Gebyrer til depotselskab	2.043	-	2.043	
Administrationshonorar	4.774	-	4.774	
Managementhonorar	4.878	-	4.878	
Øvrige omkostninger	61	54	115	
<b>I alt administrationsomkostninger 2016</b>	<b>11.765</b>	<b>118</b>	<b>11.883</b>	
<b>4 Kapitalandele</b>		<b>%</b>		
Aktivfordeling				
Obligationer		100,00		
		<b>100,00</b>		

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2017 og pr. 31.12.2016 kan findes på hjemmesiden [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk).

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

### Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2017	2016
<b>5 Investorenes formue</b>		
Investorenes formue primo	5.146.100	4.507.719
Emissioner i året	1.899.884	374.677
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	2.479	1.124
Overført fra resultatopgørelsen	366.160	262.580
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>7.414.623</b>	<b>5.146.100</b>
<b>6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	25.309	23.415
Emissioner i året	9.051	1.894
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>34.360</b>	<b>25.309</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	74,54	78,81
Øvrige finansielle instrumenter	25,32	21,17
<b>I alt</b>	<b>99,86</b>	<b>99,98</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,14	0,02
<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

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

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

### Udvikling i 2017

Afdelingen opnåede et afkast på 7,62% i 2017. Afdelingens benchmark gav et afkast på 5,04% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året og bedre end sammenligningsgrundlaget. Afkastet findes tilfredsstillende.

Såvel obligationsdelen som aktiedelen bidrog positivt til årets afkast, ligesom også investeringen i alternativer i form af infrastrukturprojekter gav et afkast på lige under 3% i 2017.

Relativt til benchmark opnåede afdelingen i 2017 et positivt bidrag fra såvel obligationssiden som aktiesiden. Derimod var der en begrænset effekt af aktivallokeringen på afdelingens merafkast i 2017.

I aktiedelen af afdelingens investeringer bidrog allokeringen til emerging markeds aktier, danske aktier og japanske aktier positivt i forhold til aktiedelen af benchmark. Endvidere opnåede afdelingen et højere afkast af afdelingens investeringer i globale aktier, idet de valgte forvaltere opnåede et afkast, der væsentligt oversteg benchmark i 2017.

Afkastet af obligationsinvesteringer blev bedre end benchmark i 2017, idet afdelingen opnåede et væsentligt merafkast af investeringerne i danske stats- og realkreditobligationer i forhold til obligationsdelen af benchmark. Derudover bidrog en overvægt i kreditobligationer og emerging markets obligationer positivt til merafkastet.

Fordelingen mellem aktier og obligationer fik i 2017 en begrænset positiv effekt på det relative afkast i afdelingen.

Afdelingens nettoresultat blev på 347,5 mio. kr. i 2017. Ultimo 2017 udgjorde formuen i afdelingen 5.655,1 mio. kr. svarende til en indre værdi på 221,48 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 2017 været 8,3% 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.

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

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

### Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2018. Til trods herfor ventes markedsrenterne i Europa at forblive lave i det kommende år, da Den Europæiske Centralbank har signaleret, at centralbankens opkøbsprogram vil fortsætte til september 2018 - og længere om nødvendigt. Samtidig ventes styringsrenterne ikke at blive hævet før i 2019.

Obligationer skønnes på den baggrund at give beskedne afkast i 2018, mens aktier vurderes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om indtjeningsvækst.

På den baggrund forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive moderat positiv i 2018.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2018" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

## Balance Moderat

<b>Nøgletal</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Årets afkast i procent	7,62	5,97	6,87	11,95	10,68
Indre værdi pr. andel (i kr.)	221,48	205,79	194,19	181,71	162,32
Omkostningsprocent	0,33	0,25	0,25	0,26	0,25
Sharpe ratio	1,11	1,06	0,78	0,98	1,30
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	347.540	223.914	240.112	370.836	313.316
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	5.655.101	4.061.644	3.719.237	3.490.105	3.136.366
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	25.534	19.737	19.152	19.207	19.322
Omsætningshastighed	-	-	-	0,12	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2017	2016
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteindtægter	-	1
1	Renteudgifter	-200	-25
	Udbytter	15.017	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.817</b>	<b>-24</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	351.183	233.176
	Øvrige aktiver/passiver	-18	2
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>351.165</b>	<b>233.178</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>365.982</b>	<b>233.154</b>
3	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>16.189</b>	<b>9.239</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>349.793</b>	<b>223.915</b>
	<b>Skat</b>	<b>2.253</b>	<b>1</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>347.540</b>	<b>223.914</b>

## Balance Moderat

### Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2017	2016
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	97.607	11.613
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>97.607</b>	<b>11.613</b>
4	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	3.720.862	2.895.368
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	1.333.491	730.841
	Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	494.478	422.366
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>5.548.831</b>	<b>4.048.575</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Andre tilgodehavender	1.148	9
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	10.240	2.000
	Aktuelle skatteaktiver	-	93
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>11.388</b>	<b>2.102</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.657.826</b>	<b>4.062.290</b>
	<b>PASSIVER</b>		
5,6	<b>Investoreernes formue</b>	<b>5.655.101</b>	<b>4.061.644</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	2.725	646
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.725</b>	<b>646</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>5.657.826</b>	<b>4.062.290</b>
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 27.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 29.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 49 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 51.

	2017	2016		
<b>1 Renteudgifter</b>				
Øvrige renteudgifter	200	25		
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>200</b>	<b>25</b>		
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra udenlandske selskaber, realiserede	-	6		
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede	6.078	112.301		
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede	248.935	8.804		
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede	-15	4.215		
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede	47.359	63.155		
Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger, realiserede	42	-		
Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger, urealiserede	48.784	44.695		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>351.183</b>	<b>233.176</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>3 Administrationsomkostninger 2017</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	51	51	
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12	
Gebyrer til depotselskab	1.588	-	1.588	
Administrationshonorar	6.380	-	6.380	
Managementhonorar	8.086	-	8.086	
Øvrige omkostninger	34	38	72	
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>16.098</b>	<b>91</b>	<b>16.189</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2016</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	49	49	
Revisionshonorar til revisorer	9	2	11	
Gebyrer til depotselskab	1.412	-	1.412	
Administrationshonorar	3.782	-	3.782	
Managementhonorar	3.885	-	3.885	
Øvrige omkostninger	56	44	100	
<b>I alt administrationsomkostninger 2016</b>	<b>9.144</b>	<b>95</b>	<b>9.239</b>	
<b>4 Kapitalandele</b>		<b>%</b>		
Aktivfordeling				
Obligationer		100,00		
		<b>100,00</b>		

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2017 og pr. 31.12.2016 kan findes på hjemmesiden [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk).

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

### Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2017	2016
<b>5 Investorenes formue</b>		
Investorenes formue primo	4.061.644	3.719.236
Emissioner i året	1.254.701	155.331
Indløsninger i året	-10.418	-37.512
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	1.634	675
Overført fra resultatopgørelsen	347.540	223.914
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>5.655.101</b>	<b>4.061.644</b>
<b>6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	19.737	19.153
Emissioner i året	5.847	786
Indløsninger i året	-50	-202
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>25.534</b>	<b>19.737</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	65,73	71,26
Øvrige finansielle instrumenter	34,02	28,67
<b>I alt</b>	<b>99,75</b>	<b>99,93</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,25	0,07
<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

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

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

### Udvikling i 2017

Afdelingen opnåede et afkast på 8,48% i 2017. Afdelingens benchmark gav et afkast på 6,76% i samme periode. Afkastet var højere end ledelsens forventning primo året og bedre end sammenligningsgrundlaget. Afkastet findes tilfredsstillende.

Såvel obligationsdelen som aktiedelen bidrog positivt til årets afkast, ligesom også investeringen i alternativer i form af infrastrukturprojekter gav et afkast på lige under 3% i 2017.

Relativt til benchmark opnåede afdelingen i 2017 et positivt bidrag fra såvel obligationssiden som aktiesiden. Derimod var der en begrænset effekt af aktivallokeringen på afdelingens merafkast i 2017.

I aktiedelen af afdelingens investeringer bidrog allokeringen til emerging markeds aktier, danske aktier og japanske aktier positivt i forhold til aktiedelen af benchmark. Endvidere opnåede afdelingen et højere afkast af afdelingens investeringer i globale aktier, idet de valgte forvaltere opnåede et afkast, der væsentligt oversteg benchmark i 2017.

Afkastet af obligationsinvesteringer blev bedre end benchmark i 2017, idet afdelingen opnåede et væsentligt merafkast af investeringerne i danske stats- og realkreditobligationer i forhold til obligationsdelen af benchmark. Derudover bidrog en overvægt i kreditobligationer og emerging markets obligationer positivt til merafkastet.

Fordelingen mellem aktier og obligationer fik i 2017 en begrænset positiv effekt på det relative afkast i afdelingen.

Afdelingens nettoresultat blev på 46,3 mio. kr. i 2017. Ultimo 2017 udgjorde formuen i afdelingen 782,4 mio. kr. svarende til en indre værdi på 160,50 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 2017 været 10,7% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

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

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

### Forventninger

Den globale økonomiske udvikling forventes at udvise fortsat fremgang i 2018. Til trods herfor ventes markedsrenterne i Europa at forblive lave i det kommende år, da Den Europæiske Centralbank har signaleret, at centralbankens opkøbsprogram vil fortsætte til september 2018 - og længere om nødvendigt. Samtidig ventes styringsrenterne ikke at blive hævet før i 2019.

Obligationer skønnes på den baggrund at give beskedne afkast i 2018, mens aktier vurderes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om indtjeningsvækst.

På den baggrund forventes afkastudviklingen i afdelingen at blive moderat positiv i 2018.

Forventningerne til afkastet er omgærdet af usikkerhed, der rummer risiko for uventede store kursudsving, hvor perioder med kurstab ikke kan udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2018" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

## Balance Offensiv

<b>Nøgletal</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Årets afkast i procent	8,48	5,88	8,61	12,86	14,00
Indre værdi pr. andel (i kr.)	160,50	147,96	139,74	128,66	114,00
Omkostningsprocent	0,40	0,29	0,31	0,38	0,45
Sharpe ratio	0,97	0,90	1,01	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	46.259	23.546	18.573	20.182	5.606
Investorerens formue ultimo (i 1.000 kr.)	782.411	408.347	320.484	223.707	94.025
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	4.875	2.759	2.294	1.739	824
Omsætningshastighed	-	-	-	0,05	-

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2017	2016
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
	Renteindtægter	-	1
1	Renteudgifter	-49	-19
	Udbytter	2.074	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.025</b>	<b>-18</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
2	Kapitalandele	46.891	24.585
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>46.891</b>	<b>24.585</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>48.916</b>	<b>24.567</b>
3	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>2.346</b>	<b>1.021</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>46.570</b>	<b>23.546</b>
	<b>Skat</b>	<b>311</b>	<b>-</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>46.259</b>	<b>23.546</b>

### Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2017	2016
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	12.454	2.451
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>12.454</b>	<b>2.451</b>
4	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	450.169	270.425
	Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger	215.359	80.097
	Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger	102.742	55.497
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>768.270</b>	<b>406.019</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Andre tilgodehavender	148	-
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	2.000	-
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.148</b>	<b>-</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>782.872</b>	<b>408.470</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
5,6	<b>Investoreernes formue</b>	<b>782.411</b>	<b>408.347</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	461	123
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>461</b>	<b>123</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>782.872</b>	<b>408.470</b>
7	<i>Finansielle instrumenter i procent</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 27.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Bestyrelsens aflønning" på side 29.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 49 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 51.

<b>1 Renteudgifter</b>			
Øvrige renteudgifter		49	19
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>49</b>	<b>19</b>
<b>2 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede		350	2.601
Noterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede		29.917	8.362
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, realiserede		-	198
Unoterede inv.beviser i andre danske inv.- og kapitalforeninger, urealiserede		7.093	7.580
Unoterede inv.beviser i udenlandske inv.foreninger, urealiserede		9.531	5.844
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>46.891</b>	<b>24.585</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>3 Administrationsomkostninger 2017</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	7	7
Revisionshonorar til revisorer	10	2	12
Gebyrer til depotselskab	216	-	216
Administrationshonorar	857	-	857
Managementhonorar	1.209	-	1.209
Øvrige omkostninger	34	11	45
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>2.326</b>	<b>20</b>	<b>2.346</b>
<b>Administrationsomkostninger 2016</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	5	5
Revisionshonorar til revisorer	9	2	11
Gebyrer til depotselskab	154	-	154
Administrationshonorar	354	-	354
Managementhonorar	455	-	455
Øvrige omkostninger	38	4	42
<b>I alt administrationsomkostninger 2016</b>	<b>1.010</b>	<b>11</b>	<b>1.021</b>
<b>4 Kapitalandele</b>		<b>%</b>	
Aktivfordeling			
Obligationer		100,00	
		<b>100,00</b>	

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2017 og pr. 31.12.2016 kan findes på hjemmesiden [nykreditinvest.dk](http://nykreditinvest.dk).

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

### Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	2017	2016
<b>5 Investorenes formue</b>		
Investorenes formue primo	408.347	320.485
Emissioner i året	327.213	66.051
Indløsninger i året	-	-2.008
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	592	273
Overført fra resultatopgørelsen	46.259	23.546
<b>I alt investorenes formue</b>	<b>782.411</b>	<b>408.347</b>
<b>6 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	2.759	2.293
Emissioner i året	2.116	481
Indløsninger i året	-	-15
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>4.875</b>	<b>2.759</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	57,47	66,18
Øvrige finansielle instrumenter	42,20	33,79
<b>I alt</b>	<b>99,67</b>	<b>99,97</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,33	0,03
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

### Anvendt regnskabspraksis

#### Generelt

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

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

#### Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal med totaler, hvilket er den 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

#### Renter

Renteindtægter omfatter renter på Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter.

#### Udbytter

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

#### Udbytteskat

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

#### Kursgevinster og -tab

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

#### Administrationsomkostninger

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

### Balancen

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

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

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

#### Andre aktiver

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

#### Nettoemissions og -indløsningsindtægter

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

#### Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi og består af skyldige omkostninger.

#### Omregning af fremmed valuta

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

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

### Nøgletal

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

#### Afkast i procent

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

#### Indre værdi pr. andel

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

#### Omkostningsprocent

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

#### Sharpe ratio

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

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

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

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

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

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

Det gennemsnitlige antal beskæftigede hos forvalteren i 2017 omregnet til heltidsbeskæftigede udgør 109 (2016: 108).

Hoved- og nøgletaloversigt	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Årets afkast i procent</b>					
Balance Defensiv	6,12	5,62	3,59	9,61	4,64
Balance Moderat	7,62	5,97	6,87	11,95	10,68
Balance Offensiv	8,48	5,88	8,61	12,86	14,00
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
Balance Defensiv	215,79	203,34	192,52	185,84	169,54
Balance Moderat	221,48	205,79	194,19	181,71	162,32
Balance Offensiv	160,50	147,96	139,74	128,66	114,00
<b>Omkostningsprocent</b>					
Balance Defensiv	0,30	0,25	0,26	0,27	0,25
Balance Moderat	0,33	0,25	0,25	0,26	0,25
Balance Offensiv	0,40	0,29	0,31	0,38	0,45
<b>Sharpe ratio</b>					
Balance Defensiv	1,37	1,22	0,89	1,04	1,44
Balance Moderat	1,11	1,06	0,78	0,98	1,30
Balance Offensiv	0,97	0,90	1,01	-	-
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
Balance Defensiv	366.160	262.580	148.727	361.034	171.823
Balance Moderat	347.540	223.914	240.112	370.836	313.316
Balance Offensiv	46.259	23.546	18.573	20.182	5.606
<b>Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
Balance Defensiv	7.414.623	5.146.100	4.507.719	4.167.853	3.762.345
Balance Moderat	5.655.101	4.061.644	3.719.237	3.490.105	3.136.366
Balance Offensiv	782.411	408.347	320.484	223.707	94.025
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
Balance Defensiv	34.360	25.309	23.415	22.428	22.191
Balance Moderat	25.534	19.737	19.152	19.207	19.322
Balance Offensiv	4.875	2.759	2.294	1.739	824
<b>Omsætningshastighed</b>					
Balance Defensiv	-	-	-	0,12	-
Balance Moderat	-	-	-	0,12	-
Balance Offensiv	-	-	-	0,05	-

Kapitalforeningen Nykredit Invest  
c/o Nykredit Portefølje Administration A/S  
Kalvebod Brygge 1 - 3  
1780 København V

Telefon 44 55 92 00  
Fax 44 55 91 40

CVR nr. 26 35 16 50

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

## Kapitalforeningen Nykredit Invest Balance Defensiv

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2017

Papirnavn	Kurs 31-12-2017	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2017	Kurs 31-12-2016	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2016
<b>Kapitalandele</b>				
<b>DKK 100,00 pr. 31-12-2017</b>				
Aktieallokerind Akk. KL	107,09	203.213		
Alternativer	105,67	533.413	102,85	239.700
INVESTIN-NYKREDIT GL EO-RDKK	124,44	300.663	111,84	250.946
MULTI MANAGER INV NYE AK AKK	135,51	125.068	110,40	94.214
MULTI MANAGER INVEST USA AKK	206,57	375.714	195,48	297.301
MULTI MANAGER INVEST-EUR AKK	118,98	139.155	110,95	104.382
MULTI MANAGER INVEST-JAP AKK	114,36	53.352	99,75	42.828
MULTI MANAGER INV-NYE OB AKK	113,46	362.432	107,07	253.179
NYKREDI INV LANGE OBLIGA AKK	177,35	3.564.039	168,03	2.599.991
NYKREDIT INV KREDITOBLIG AKK	108,20	479.147	104,62	344.063
NYKREDIT INV TAKTISK ALLOKER	161,23	606.007	154,18	459.144
NYKREDIT INVEST DANSKE AKT A	282,33	160.945	245,64	127.702
NYKREDIT INVEST GLOBALE AKTI	86,19	149.221	86,39	125.643
NYKREDIT MM INVEST GLOBA AKK	192,78	255.859	166,45	193.006
NYKREDIT MM INVEST GLOBALE A	162,06	15.825		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>7.324.054</b>		<b>5.132.099</b>

## Kapitalforeningen Nykredit Invest Balance Moderat

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2017

Papirnavn	Kurs 31-12-2017	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2017	Kurs 31-12-2016	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2016
<b>Kapitalandele</b>				
<b>DKK 100,00 pr. 31-12-2017</b>				
Aktieallokerind Akk. KL	107,09	304.058		
Alternativer	105,67	223.438	102,85	110.258
INVESTIN-NYKREDIT GL EO-RDKK	124,44	494.478	111,84	422.366
MULTI MANAGER INV NYE AK AKK	135,51	174.012	110,40	143.892
MULTI MANAGER INVEST USA AKK	206,57	626.859	195,48	530.765
MULTI MANAGER INVEST-EUR AKK	118,98	227.834	110,95	181.894
MULTI MANAGER INVEST-JAP AKK	114,36	90.291	99,75	76.881
MULTI MANAGER INV-NYE OB AKK	113,46	158.628	107,07	124.441
NYKREDI INV LANGE OBLIGA AKK	177,35	1.415.289	168,03	1.055.931
NYKREDIT INV KREDITOBLIG AKK	108,20	330.557	104,62	250.118
NYKREDIT INV TAKTISK ALLOKER	161,23	547.981	154,18	411.330
NYKREDIT INVEST DANSKE AKT A	282,33	247.733	245,64	198.292
NYKREDIT INVEST GLOBALE AKTI	86,19	258.015	86,39	209.253
NYKREDIT MM INVEST GLOBA AKK	192,78	433.833	166,45	333.154
NYKREDIT MM INVEST GLOBALE A	162,06	15.825		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>5.548.831</b>		<b>4.048.575</b>

## Kapitalforeningen Nykredit Invest Balance Offensiv

Beholdningsoversigt pr. 31-12-2017

Papirnavn	Kurs 31-12-2017	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2017	Kurs 31-12-2016	Markedsværdi (1000 DKK) 31-12-2016
<b>Kapitalandele</b>				
<b>DKK 100,00 pr. 31-12-2017</b>				
Aktieallokerind Akk. KL	107,09	56.250		
Alternativer	105,67	15.629	102,85	5.586
INVESTIN-NYKREDIT GL EO-RDKK	124,44	102.742	111,84	55.497
MULTI MANAGER INV NYE AK AKK	135,51	32.718	110,40	18.345
MULTI MANAGER INVEST USA AKK	206,57	106.047	195,48	72.055
MULTI MANAGER INVEST-EUR AKK	118,98	38.587	110,95	27.597
MULTI MANAGER INVEST-JAP AKK	114,36	15.207	99,75	10.216
MULTI MANAGER INV-NYE OB AKK	113,46	15.146	107,07	9.241
NYKREDI INV LANGE OBLIGA AKK	177,35	72.852	168,03	41.073
NYKREDIT INV KREDITOBLIG AKK	108,20	43.100	104,62	23.481
NYKREDIT INV TAKTISK ALLOKER	161,23	94.438	154,18	46.609
NYKREDIT INVEST DANSKE AKT A	282,33	40.042	245,64	23.504
NYKREDIT INVEST GLOBALE AKTI	86,19	49.253	86,39	27.902
NYKREDIT MM INVEST GLOBA AKK	192,78	79.158	166,45	44.913
NYKREDIT MM INVEST GLOBALE A	162,06	7.100		
<b>Kapitalandele i alt</b>		<b>768.270</b>		<b>406.019</b>