

# Investeringsforeningen BIL Danmark

Årsrapport  
2018



Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors revisionspåtegning.....	4
Ledelsesberetning.....	8
<i>Årsrapporten 2018 i hovedtræk.....</i>	<i>8</i>
<i>Udviklingen i foreningen i 2018.....</i>	<i>9</i>
<i>De økonomiske omgivelser i 2018.....</i>	<i>11</i>
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>15</i>
<i>Fund Governance.....</i>	<i>18</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>21</i>
<i>Generalforsamling 2019.....</i>	<i>22</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>22</i>
<i>Oversigt over bestyrelsens og direktionens øvrige ledelseshverv.....</i>	<i>23</i>
<i>Forventninger til 2019.....</i>	<i>24</i>
Årsregnskaber.....	25
<i>Danske Small Cap aktier KL.....</i>	<i>25</i>
<i>Danske Small Cap aktier KL A.....</i>	<i>32</i>
<i>Danske Small Cap aktier KL W.....</i>	<i>33</i>
<i>Danske Small Cap aktier Akk. KL.....</i>	<i>34</i>
<i>Danske Small Cap aktier Akk. KL A.....</i>	<i>41</i>
<i>Danske Small Cap aktier Akk. KL W.....</i>	<i>42</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>43</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>43</i>
<i>Hoved- og nøgletaloversigt.....</i>	<i>45</i>

Nærværende årsrapport for 2018 for Investeringsforeningen BIL Danmark indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde primo februar 2019. 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

Investeringsforeningen BIL Danmark blev stiftet den 7. oktober 1998. Ultimo 2018 omfattede foreningen to afdelinger med hver to andelsklasser:

Danske Small Cap aktier KL  
Danske Small Cap aktier KL A  
Danske Small Cap aktier KL W  
Danske Small Cap aktier Akk. KL  
Danske Small Cap aktier Akk. KL A  
Danske Small Cap aktier Akk. KL W

Investeringsforeningen BIL Danmark  
Kalvebod Brygge 1 - 3  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 40  
CVR nr: 21 35 35 31  
Finanstilsynets reg.nr.: 11.108  
Hjemmeside: bildanmark.dk

### Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

### Bestyrelse

Jacob Saxild (formand)  
Niels Pram Nielsen  
Jette Hassing Ronøe

### Depotselskab

Ringkjøbing Landbobank A/S

### Revision

Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab

### Investeringsrådgiver

BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A.

### Finanskalender 2019

8. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2018  
25. april Ordinær generalforsamling 2019  
16. august Halvårsmeddelelse 2019

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for 2018 for Investeringsforeningen BIL Danmark.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2018 samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2018.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 8. februar 2019

## Direktion

### Nykredit Portefølje Administration A/S

Martin Udbye Madsen

Tage Fabrin-Brasted

## Bestyrelse

Jacob Saxild  
Formand

Niels Pram Nielsen

Jette Hassing Ronøe

## Til investorerne i Investeringsforeningen BIL Danmark

### Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen BIL Danmark for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter 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 2018 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018 i overensstemmelse med 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 Investeringsforeningen BIL Danmark den 29. marts 2017 for regnskabsåret 2017. Vi er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 2 år frem til og med regnskabsåret 2018.

### Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2018. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskaberne 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 revisionshandlinger som reaktion på vores vurdering af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskaberne. Resultatet af vores revisionshandlinger, herunder de revisionshandlinger vi har udført for at behandle nedennævnte forhold, danner grundlag for vores konklusion om årsregnskaberne som helhed.

### Værdiansættelse af finansielle instrumenter

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

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

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

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

- 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 og unoterede finansielle instrumenter.

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter 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 årsregnskaberne omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningerne.

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

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

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne og er udarbejdet i overensstemmelse med krav 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 investeringsforeninger m.v. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde årsregnskaberne uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af årsregnskaberne 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 årsregnskaberne 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 årsregnskaberne 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 årsregnskaberne.

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 årsregnskaberne, 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 årsregnskaberne 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 årsregnskaberne 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 årsregnskaberne, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskaberne 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 årsregnskaberne for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

København, den 8. februar 2019  
ERNST & YOUNG  
Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen  
statsaut. revisor  
mne16615

Rasmus Berntsen  
statsaut. revisor  
mne35461

### Årsrapporten 2018 i hovedtræk

- Foreningen opnåede i 2018 utilfredsstillende afkast. Foreningens to afdelinger leverede et negativt afkast på ca. 24% i 2018, hvilket var væsentligt lavere end ledelsens forventning primo året. Afdelingernes afkast var ca. 22 procentpoint lavere end afdelingernes benchmark. Trods det seneste års udvikling har afdeling Danske Small Cap aktier de seneste 5 år givet et afkast på 8,3% p.a.
- Foreningen formue var 367 mio. kr. ultimo 2018 mod 588 mio. kr. ultimo 2017.
- Det samlede regnskabsmæssige resultat for foreningen var -124,4 mio. kr. i 2018 mod 50,9 mio. kr. året før.
- De samlede administrationsomkostninger udgjorde 9,8 mio. kr. i 2018 mod 11,4 mio. kr. året før.
- Ved indgangen til 2018 var der forventning om et globalt opsving med fremgang i USA, Europa, Japan og flertallet af de store emerging markets lande. Som året skred frem tabtes momentum i Japan, Kina og Europa, og en række politisk initierede forhold som truende handelskrig, Brexit og italiensk budgetkrise begyndte sammen med stigende amerikansk rente at påvirke forbrugertilliden og erhvervsinvesteringerne negativt. Året sluttede med flere uløste konflikter end ved begyndelsen.
- Prognosen for den makroøkonomiske udvikling tegner et billede af en global økonomi i fortsat vækst, trods tegn på opbremsning i såvel den kinesiske som den europæiske økonomi. Den amerikanske økonomi forventes at opretholde en fortsat høj vækst i 2019, men begyndende kapacitetsbegrænsninger kan mod slutningen af året dæmpe væksten. I Kina ventes lempelser i såvel finanspolitikken som i pengepolitikken at genvinde momentum i den økonomiske vækst. I USA forventes lønstigningstakten at øges i 2019, hvilket kan få indvirkning på forbrugerpriserne. I Europa skønnes lønstigningstakten og inflationen ikke at stige væsentligt i det kommende år.
- Den globale pengepolitik ventes planmæssigt at blive strammere i 2019. Den amerikanske centralbank forventes således at fortsætte med den forsigtige stramning af pengepolitikken. Markedsforventningerne indikerer to forhøjelser af styringsrenten fordelt over året, men kun hvis de økonomiske forhold betinger det. Den Europæiske Centralbank har meddelt, at den ikke vil hæve renten før i 2. halvår. De korte markedsrenter skønnes derfor at forblive på et lavt niveau i Europa, mens de lange markedsrenter godt kan stige en anelse i løbet af 2019.
- Med en forventning om vækst i den globale økonomi skønnes danske virksomheder at kunne øge indtjeningen moderat i 2019. Værdiansættelsen af aktiemarkedet er blevet mere attraktiv efter kursfaldene mod slutningen af 2018, men værdiansættelsen af danske selskaber vurderes dog ikke at tage højde for uventede økonomiske eller politiske overraskelser og skuffelser. På den baggrund forventes en moderat afkastudvikling på danske aktier i 2019, dog med forbehold for, at handelskrigen mellem Kina og USA ikke eskalerer, og at den globale økonomi ikke går i recession.
- På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse moderat positive afkast i foreningens afdelinger i 2019. Væsentlige afkastudsving i foreningens afdelinger må forventes, og negative afkast kan ikke udelukkes.

## Udviklingen i foreningen i 2018

Foreningen bestod ved udgangen af 2018 af to afdelinger - afdeling Danske Small Cap aktier og afdeling Danske Small Cap aktier Akk.

### Afkastudviklingen i 2018

Foreningens afdelinger blev påvirket af den negative stemning på det danske aktiemarked i 2018, men også selskabsspecifikke forhold bevirkede, at afkastene blev negativt i det forgangne år.

Afkastet i afdeling Danske Small Cap aktier KL A blev på -24,4% i 2018. Afkastet i afdeling Danske Small Cap aktier KL W blev på -23,8%.

Afkastet i afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL A blev på -23,7%. Afkastet i afdeling Danske Small Cap aktier KL W blev på -24,3%.

Afkastene i foreningens afdelinger var væsentligt lavere end ledelsens forventning primo året.

Sammenlignet med afdelingernes benchmark gav afdelingerne et afkast, der var ca. 22 procentpoint lavere i 2018. Foreningens ledelse finder denne afkastudvikling utilfredsstillende, men forventer, at den anvendte investeringsstrategi, der over et årti har givet solide merafkast, vil honorere den tålmodige investor igen inden for en overskuelig fremtid.

Måles afkastudviklingen på femårsperioden 2014-18 har afdeling Danske Small Cap aktier KL opnået et afkast på 8,3% p.a.

Afkast og benchmarkafkast for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Afkastudviklingen i 2018'.

### Regnskabsresultat og formueudvikling mv.

I 2018 blev foreningens samlede regnskabsmæssige resultat på -124,4 mio. kr. mod 50,9 mio. kr. året før.

Den samlede formue i foreningen var 367 mio. kr. ved udgangen af året mod 588 mio. kr. ved starten af året.

Reduktionen i formuen kan tilskrives det negative afkastet og den store udlodning i afdeling Danske Small Cap aktier primo 2018.

En oversigt over resultat, formue og indre værdi pr. andel for foreningens afdelinger er vist i tabellen 'Resultat og formue i 2018'.

## Omkostninger i 2018

I 2018 var foreningens samlede omkostninger til administration, markedsføring, investeringsrådgivning og depot m.v. 9,8 mio. kr. mod 11,4 mio. kr. året før.

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

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

### ÅOP og indirekte handelsomkostninger

For at styrke nøgletallet ÅOP til gavn for investorerne blev der i marts 2018 indgået en aftale mellem Finans Danmark, Forbrugerrådet Tænk og Dansk Aktionærforening. Aftalen er gældende indtil videre og indebærer, at investeringsfonde og pengeinstitutter er forpligtet til at oplyse investeringsfondenes indirekte handelsomkostninger, hvor ÅOP oplyses. Oplysningerne skal præsenteres således: ÅOP + indirekte handelsomkostninger.

ÅOP indeholder som hidtil direkte handelsomkostninger i procent af formuen.

Indirekte handelsomkostninger kan opstå, når investeringsfonden køber eller sælger værdipapirer, fordi der ofte forekommer et mindre kursspænd i markedet mellem bud- og udbudskursen på de handlede værdipapirer. Der er ikke tale om en ny omkostning, idet kursspænd hele tiden har været indregnet i afregningskursen og derfor, som hidtil, indgår under posten Kursgevinster og -tab i resultatopgørelsen. Med de nye regler forsøges anskueliggjort, hvor stor en andel af kursgevinster og -tab, der kan henføres til kursspænd udtrykt som indirekte handelsomkostninger. Når disse omkostninger skal vises sammen med ÅOP, er det fordi indirekte handelsomkostninger vurderes at være en del af de samlede omkostninger, som investor betaler for sin investering.

Indirekte handelsomkostninger er vist i efterfølgende tabel med ÅOP.

## Afkastudviklingen i 2018

	Afkast 2018	Benchmarkafkast 2018
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	-24,4%	-2,0%
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	-23,8%	-2,0%
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-23,7%	-2,0%
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-24,3%	-2,0%

## Resultat og formue i 2018

	Resultat i mio. kr.	Formue i mio. kr.	Indre værdi i kr. pr. andel
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	-90,9	257,1	191,79
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	-10,7	38,9	193,12
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-18,5	55,2	76,79
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-4,3	16,0	77,35

## Omkostningsprocenter

	Omk.procent 2018	Omk.procent 2017	Omk.procent 2016
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	2,01	1,93	2,06
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	1,42	0,46	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	2,43	0,22	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	1,68	0,17	-

## ÅOP i årsrapporten

	ÅOP 2018	IHO* 2018	ÅOP 2017	ÅOP 2016
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	2,39	(+0,07)	2,45	2,42
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	1,64	(+0,07)	1,69	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	2,56	(+0,07)	2,57	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	1,81	(+0,07)	1,81	-

Note: 1) Andelsklassen har været aktiv fra 25. august 2017.

2) Andelsklassen har været aktiv fra 7. december 2017.

\*I henhold til gældende aftale skal IHO (indirekte handelsomkostninger) ved afdelingernes handel med værdipapirer med virkning fra ultimo marts 2018 altid oplyses sammen med ÅOP.

ÅOP og indirekte handelsomkostninger er opgjort pr. 31.12.

## De økonomiske omgivelser i 2018

Ved indgangen til 2018 var der forventning om et globalt, synkront opsving med fremgang i USA, Europa, Japan og flertallet af de store emerging markets lande. Som året skred frem tabtes momentum i Japan og Europa, og en række politisk initierede forhold som truende handelskrig, Brexit og italiensk budgetkrise begyndte sammen med stigende amerikansk rente at påvirke forbrugertilliden og erhvervsinvesteringerne negativt. Året sluttede med flere uløste konflikter end ved begyndelsen.

### Fortsat økonomisk fremgang

Den globale økonomi udviklede sig positivt i 2018. Beskæftigelsen viste en stigende tendens, og arbejdsløshedsprocenten faldt i OECD-området, hvor der var positive bidrag fra både USA, Europa og Japan.

Den økonomiske fremgang i 2018 blev dog ikke så høj som ventet primo året. Det økonomiske momentum afdæmpedes i 1. halvår, hvor konjunkturforløbet gik fra ekspansion ved udgangen af 2017 til opbremsning i 1. kvartal og nedtur i april. Tabet af momentum dækkede over et asynkront forløb, hvor Japan og Europa oplevede en opbremsning, mens USA fortsatte sin økonomiske fremgang. Udviklingen i emerging markets landene udviste tillige høje vækstrater, dog med undtagelse i Venezuela og Argentina.

Den asynkrone udvikling kan tilskrives de amerikanske skattelettelser i slutningen af 2017, der forlængede opsvinget i USA i 2018. Europa blev derimod ramt af en svagere eksportudvikling i især Tyskland, men også nervøsiteten for handelskrig og Brexit dæmpede væksten i Europa.

Den økonomiske fremgang havde effekt i USA, hvor lønstigningstakten begyndte at accelerere i 2. halvår. Beskæftigelsen i USA vurderes nu at være over det strukturelle niveau, hvilket sætter et stigende pres på det amerikanske arbejdsmarked. Inflationen viste også en opadgående tendens frem til medio året, men er faldet tilbage i efteråret 2018.

I euroområdet har beskæftigelsesfremgangen ikke på samme måde som i USA givet anledning til lønpres. Arbejdsmarkedet er ikke stramt, ligesom inflationsforventningerne er lave. Inflationen i Europa har dog i 2018 vist en opadgående tendens som følge af stigningen i olieprisen, men kerneinflationen er fortsat på et lavt niveau omkring 1 procent mod slutningen af 2018.

## Begyndende højkonjunktur i Danmark

Den økonomiske fremgang fortsatte i Danmark i 2018. Fremgangen blev dog ikke så kraftig som i de foregående tre år, hvor væksttallene er blevet revideret op over 2%. En svag landbrugsproduktion som følge af den usædvanligt tørre sommer samt effekten af et enkeltstående salg af patentrettigheder i 2017 medførte den relativt lave vækst i bruttonationalproduktet i 2018.

Det private forbrug viste en øget fremgang som følge af stigende beskæftigelse og formueforøgelse, mens væksten i det offentlige forbrug var mere moderat. Investeringer i boliger og erhvervsinvesteringerne udviste en høj vækst, hvorved den samlede, indenlandske efterspørgsel oversteg trendniveauet i 2018.

I de foregående år udgjorde eksporten den kraftigste motor i det nuværende opsving i Danmark. Eksportudviklingen i 2018 viste derimod et svagt fald som følge af afdæmpet vækst i vareeksporten og et fald i tjensteeksporten, herunder søtransporten. Især nedgangen i eksporten til Kina bidrog til den skuffende udvikling i vareeksporten i 2018. Effekten på betalingsbalancens løbende poster var på trods heraf begrænset i 2018, idet overskuddet dog var lavere end i 2017, men fortsat stort.

Den økonomiske vækst i Danmark bevirkede, at beskæftigelsen steg yderligere, og antallet af ledige fortsatte ned i 2018. Trods dette var lønstigningstakten behersket, og inflationen var fortsat lav.

Den sunde økonomiske udvikling bevirkede, at den danske krone holdt sig forholdsvist stabil over for euroen, men mod slutningen af året svækkedes kronen over pariteten.

### Præsident Trump satte dagsordenen

Præsident Donald Trump fortsatte i 2018 sin populistiske, men utraditionelle stil på den internationale scene, hvilket skabte røre på de finansielle markeder.

Den amerikanske udenrigspolitik bevægede sig mod en isolering af USA med opsigelse af tidligere indgåede aftaler, hvor det ifølge Præsident Donald Trump tjente "America first" politikken bedst. USA skabte bl.a. usikkerhed om en række handelsaftaler, Iran-aftalen, aftalen med Rusland om mellemdistanceraketter samt om World Trade Organization.

Selvom hovedfokus var på Kina ramte udfaldene gennem 2018 såvel venner som fjender af USA. NATO-partnerne fik således at vide, at USA ikke militært ville løse udfordringer for allierede, som ikke selv anvendte

minimum 2% af bruttonationalproduktet på egen militær formåen. Fremadrettet vil præsident Trump hellere fokusere på konflikter, hvor USA har økonomiske interesser, og bruge de amerikanske skatteborgeres penge på forbedringer af sundhedsvæsenet, uddannelsessystemet og infrastrukturen i USA.

Ved midtvejsvalget i november tabte Republikanerne flertallet i Kongressens ene kammer, Repræsentanternes Hus, men udbyggede flertallet i det andet kammer, Senatet. Striden mellem præsidenten og Kongressen om finansieringen af muren mod Mexico udviklede sig i det lys. Resultatet blev, at præsidenten nægtede at godkende statsbudgettet for det kommende år. Uden et godkendt budget måtte store dele af den føderale statsadministration sendes hjem kort før jul.

År 2018 blev således kendetegnet ved, at den amerikanske præsident initierede en række nye stridspunkter og usikkerhedsmomenter, som var uløste ved årets udgang. For de finansielle markeder og den globale økonomiske udvikling var truslen om en eskalerende handelskrig umiddelbart den alvorligste i 2018.

### **Truende handelskrig**

De finansielle markeder blev i høj grad præget af stigende nervøsitet for en egentlig, global handelskrig i 2018.

Præsident Donald Trump startede i foråret 2018 forløbet ved at annoncere indførelsen af told på stål og aluminium fra Canada, EU og Kina. Tolden blev indført trods bilaterale forhandlinger mellem USA på den ene side og Kina og EU på den anden side. Som modsvar indførte såvel Kina som EU modforanstaltninger i form af told på en række udvalgte, amerikanske varer. Kina stoppede endvidere med import af en række landbrugsvarer fra USA.

Over sommeren og efteråret øgede Præsident Trump antallet af kinesiske varegrupper omfattet af told og truede endvidere med amerikanske toldtiltag på europæiske biler. Da Kina ikke viste væsentlige tegn på indrømmelser, optrappede Præsident Trump handelskrigen ved at meddele en forøgelse af tolden fra 10% til 25% på en omfattende mængde varer fra Kina pr. 1. januar 2019. En forhandlingsrunde primo december medførte en udskydelse af toldændringen ved indførelse af en midlertidig våbenhvile i handelskrigen frem til marts 2019.

### **Brexit**

Ud over stridigheder om todsatser med USA var Europa i 2018 udfordret af usikkerhed i forbindelse med forhandlingerne af betingelserne for Storbritanniens udmeldelse af EU pr. 29. marts 2019. Efter lang tids forhandlinger mellem EU og Storbritannien opnåedes et forhandlingsresultat. På grund af intern uenighed i London om spiseligheden af forhandlingsresultatet måtte en afstemning i det britiske parlament primo december udskydes til 15. januar 2019, hvor forhandlingsresultatet blev stemt ned.

### **Italienske budgetudfordringer**

Udviklingen i Europa blev i 2018 også påvirket af det italienske parlamentsvalg i marts. Efter en del tumult i kølvandet på valget dannedes en koalitionsregering mellem de to partier Lega og Femstjernebevægelsen. Begge partier er EU-skeptiske, og markedet frygtede dette faktum og risikoen for, at den nye regering ville føre en for ekspansiv finanspolitik, der ville kolliderede med EU's budgetkrav og Italiens voksende offentlige gæld på ca. 130% af bruttonationalproduktet.

Mod slutningen af året viste denne frygt sig begrundet, idet den italienske regering spillede ud med et budgetunderskud for 2019, der væsentligt oversteg EU's loft. Efter et par måneders forhandlinger med EU-Kommissionen og under trusler om EU-sanktioner blev budgettet revideret og efterfølgende godkendt af EU. Prisen for forløbet var, at renten på italienske statsobligationer steg gennem 2018.

### **De gule veste i Frankrig**

Den franske præsident Emmanuel Macrons reformpolitik begyndte mod slutningen af 2018 at møde modstand i den franske befolkning. Et lovforslag om afgiftsstigninger på brændstof, som var en del af Macrons politik for grøn omstilling, blev startskuddet for protestbevægelsen "De gule veste". Med barrikader og afspærringer satte bevægelsen de franske gader i brand som protest mod præsidentens reformpolitik. Resultatet af protesterne blev en foreløbig udskydelse af afgiftsstigningerne, men da protesterne stikker dybere end blot utilfredshed med benzinprisen, har det sat spørgsmålstegn ved den franske præsidents muligheder for at fortsætte den reformpolitik, som skal øge Frankrigs internationale konkurrenceevne.

### **Rentestigninger i USA**

Som følge af styrkelsen af amerikansk økonomi og beskæftigelse fortsatte den amerikanske centralbank normaliseringen af pengepolitikken ved at hæve styringsrenten fire gange med et kvart procentpoint gennem 2018. Samtidig begyndte centralbanken at redu-



cere sin balance af obligationer for derigennem at reducere pengemængden og tage toppen af det begyndende inflationære pres.

Ved seneste renteændring i december meddelte den amerikanske centralbank, at renteniveauet nu var lige under neutralt niveau. Markedet opfattede denne indikation som et signal om færre renteforhøjelser i 2019 end tidligere ventet.

### Normalisering af pengepolitikken i EU

Den Europæiske Centralbank (ECB) fastholdt i første halvår af 2018 en lempelig pengepolitik med lav, negativ styringsrente, men reducerede de månedlige obligationskøb i markedet i forhold til 2017. ECB opkøbte således obligationer for 30 mia. EUR pr. måned mod tidligere 60 mia. EUR. I andet halvår fortsatte ECB opkøbene med 30 mia. EUR pr. måned frem til og med september, for derefter at reducere opkøbsbeløbet til 15 mia. EUR pr. måned resten af året. Opkøbsprogrammet ophørte således ved udgangen af 2018, men indfriele obligationer vil ind til videre blive geninvesteret i nye obligationer. Ved flere lejligheder meddelte ECB, at styringsrenten forventes holdt uændret til medio 2019.

### Store udsving i olieprisen

Prisen på råolie fortsatte i de første tre kvartaler af 2018 den stigende trend, som startede i januar 2016. Primo året startede prisen for Brent råolie på 63 USD pr. tønde og toppede på ca. 85 USD i oktober for derefter at falde brat til 53 USD ved udgangen af året. Forventningen om øget global økonomisk vækst primo året bidrog positivt til olieprisstigningen, men udviklingen blev også hjulpet af præsident Trumps ophævelse af Iran-aftalen og genindførelse af sanktioner mod Iran, inklusive forbud mod køb af landets olie. Nervøsitet for styrken i den økonomiske fremgang samt præsident Trumps justering af sanktionerne mod Iran, hvor visse lande måtte opretholde import af iransk råolie, medførte et kraftigt fald i olieprisen i 4. kvartal af 2018.

### Rentestigning i USA, men rentefald i Europa

Renten på amerikanske statsobligationer steg frem til november 2018 som følge af solid økonomisk vækst, der fik lønstigningstakten til at øges. Dette fik den amerikanske centralbank til at stramme sin pengepolitik med fire forhøjelser af styringsrenten gennem året. Usikkerhed om den økonomiske udvikling og nervøsitet for, at renteforhøjelsen i december ville kvæle væksten, fik markedsrenterne i USA til at falde mod slutningen af året.

I Europa var udviklingen mere afdæmpet, idet Den Europæiske Centralbank (ECB) gennem året fortsatte med en lempelig pengepolitik. Samtidig tabte den europæiske økonomi momentum gennem 2018, og lønstigningstakten og inflationen gav intet opadgående pres på markedsrenterne. De lange renter i Tyskland faldt på den baggrund i 2018.

Usikkerheden om den fremtidige økonomiske udvikling i Italien, hvor der i efteråret var markedsnervøsitet for en nedgradering af Italiens kreditværdighed til high yield, medførte en isoleret rentestigning i italienske statsobligationer frem til november 2018. De italienske renter faldt igen mod slutningen af året, da kreditvurderingsbureauerne fastholdt en investment grade rating på Italien, og den italienske regering nåede til enighed med EU om budgettet for 2019.

Effekten af ovennævnte var, at den 10-årige rente på statsobligationer i USA steg fra 2,5% ultimo 2017 til 2,7% ultimo 2018 efter at have toppet i 3,2% i november. Renten på de 10-årige tyske euro-statsobligationer faldt fra 0,5% til 0,2% i 2018.

Renten på den 2-årige amerikanske statsobligation steg fra 1,9% til 2,5% i 2018. Renten på en 2-årig tysk euro-statsobligation begyndte og sluttede på -0,6% i 2018.

Det danske obligationsmarked blev i 2018 påvirket af udviklingen i det tyske renteniveau. Den 2-årige danske statsrente endte på -0,6%, hvilket var uændret i forhold til årets start. Den 10-årige danske statsrente faldt gennem 2018 fra 0,5% til 0,2% ultimo året.

### Nervøse og negative globale aktiemarkeder

Det globale aktiemarked gav negative afkast i 2018, trods anseelig vækst i selskabernes indtjening pr. aktie. Gennem året var aktiemarkedene verden over positivt påvirket af den økonomiske fremgang, der dog viste tegn på opbremsning i Kina og Europa. Nervøsitet for en recession samt markedskorrektion efter mange års positiv kursudvikling skabte periodevis uro på aktiemarkedene. Kombineret med truslen om en eskalierende handelskrig mellem USA og Kina og en fortsat stramning af den amerikanske pengepolitik medførte det en kraftig kurskorrektion i markederne i fjerde kvartal af 2018.

Verdensmarkedsindekset (MSCI All Country World) gav målt i danske kroner et afkast på -4,6% i 2018 – et afkast, der var positivt påvirket af styrkelsen af den amerikanske dollar overfor danske kroner. MSCI USA, MSCI Europa og MSCI Japan gav et afkast på hen-

holdsvis -0,0%, -10,4% og -8,4% i samme periode. Afkastudviklingen i Emerging Markets landene var ligeledes negativ, idet MSCI Emerging Markets Free indekset faldt med 10,1% i 2018. Amerikanske aktier kom således bedst ud af det forgangne år, hvilket kan tilskrives øget indtjeningsvækst som følge af skattelettelser samt styrkelsen af den amerikanske dollar med ca. 5% overfor danske kroner.

Kursudviklingen på sektorer afspejlede frygten for recession. Således klarede sektorerne Sundhed og Forsyningsvirksomhed sig bedst, idet disse vurderes som defensive i et recessionsscenario. Men også it-sektoren gav afkast, der var bedre end gennemsnittet, trods udfordringer for Apple. De mere cykliske sektorer Materialer, Finans og Energi gav noget lavere afkast end markedsgennemsnittet.

Markedsusikkerheden ramte forskelligt på selskabsstørrelse, idet de store selskaber i gennemsnit faldt mindre end de små selskaber på globalt plan i 2018.

### **Kursfald på det danske aktiemarked**

Det danske aktiemarked udviklede sig negativt i 2018, hvor især kursfaldene opstod i 4. kvartal pga. stigende bekymring for en vækstafmatning i den globale økonomi. Markedet målt med OMXC25-indekset faldt med 13,2% i 2018, og målt med det typiske benchmark for investeringsforeninger, OMX Cap, var faldet kun 7,5%. Uanset målestok var afkastudviklingen i det danske aktiemarked lavere end ventet.

Trods det generelle kursfald var der stor forskel på afkastudviklingen på de enkelte børsnoterede selskaber. Blandt OMXC25-selskaberne skuffede Pandora investorerne mest med et kursfald på over 60% i 2018. Derudover var kursudviklingen i banksektoren negativ, hvor Danske Bank, Sydbank, Jyske Bank og Nordea tabte henholdsvis 47%, 38%, 33% og 28%. Udviklingen i Danske Banks aktie blev i det forgangne år væsentligt påvirket af den eskalerende sag om hvidvask i bankens estiske filial i perioden 2007-15, der bl.a. medførte større ændringer i bankens ledelse. Endelig gav A.P. Møller-Mærsk et kurstab på ca. 25% som følge af den eskalerende handelskrig mellem USA og Kina samt investorenes manglende tro på selskabets strategiskifte.

Det danske aktiemarked indeholdt omvendt selskaber, hvis aktier gav anseelige kursavancer i 2018. Ørsted, SimCorp og Coloplast opnåede således kursstigninger på henholdsvis 29%, 26% og 23%, men også GN Store Nord og Royal Unibrew leverede afkast på over 20% i 2018. Derudover markerede Ambu sig med en optagelse i OMXC25-indekset medio året og med stigning på over 40% i 2018 efter flere års kraftige kursstigninger. Aktien nåede dog en kursstigning på over 150% medio 2018, hvorefter en storaktionærs udsalg af aktier bragte kursen ned i 2. halvår.

Det samlede marked uden for OMXC25-selskaberne målt ved KFMX-indekset faldt med 2,0% i 2018, men dækkede også over en stor spredning i afkastudviklingen selskaberne imellem. Selskabet Chemo-Metec, der er aktiv inden for produktion af laboratorieudstyr, steg således 226% som følge af succesfuld lancering af nye produkter, ligesom biotekselskabet Veloxis Pharma steg 154% i 2018. Omvendt faldt Højgaard Holding B aktien 72%, mens aktiekursen for både Santa Fe Group og NKT blev 69% mindre i det forgangne år.



## Risikoforhold i foreningens afdelinger

Risikoprofilen i foreningens afdelinger er først og fremmest bestemt i foreningens vedtægter og prospekt. 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
Danske Small Cap aktier KL	15,6%	58,4%	68,6%	6	Høj
Danske Small Cap aktier Akk. KL <sup>1)</sup>	14,4%	61,8%	71,5%	5	Høj

Note: 1) For afdelinger med en levetid på under 3 år er ovennævnte risikonøgletal baseret på afkasttal der er blevet suppleret med benchmarkafkast.

### Maksimalt registreret kursfald

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

Også disse mål er afhængige af historiske data, og fremtidig 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 2018. Placeringen i risikoskalaen er ikke fast, men kan ændre sig over tid.

### Risikovurdering

Baseret på disse tal og på historiske erfaringer med de enkelte aktivklasser har foreningen desuden angivet en risikovurdering af afdeling Danske Small Cap aktier KL og afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL 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.

For afdeling Danske Small Cap aktier KL og afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL er følgende risikofaktorer relevante.

### Aktiemarkedsrisiko

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

Afdeling Danske Small Cap aktier KL og afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL investerer primært i mindre og mellemstore selskaber, der må anses for at udvise større kursudsving end aktier i store danske selskaber.

### 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.

Da investeringsuniverset for afdeling Danske Small Cap Aktier KL og afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL er begrænset til Danmark, anses afdelingernes markedsrisiko som værende højere end for investeringer i det globale aktiemarked, idet samme spredning af risikoen på selskaber og brancher ikke kan opnås.

### 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.

### 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.

Afdeling Danske Small Cap aktier KL og afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL investerer i små og mellemstore selskaber, hvis afkastudvikling kan afvige væsentligt fra afkastudviklingen i aktier for de store, toneangivende selskaber på det danske aktiemarked.

### Risiko på kontantindestående

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

### Udstederspecifik risiko

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

Udstederspecifik risiko søges i afdeling Danske Small Cap aktier KL og afdeling Danske Small Cap aktier Akk. KL begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingerne på en række selskaber fordelt på mange brancher. Porteføljen i afdelingerne er koncentreret, hvorved afdelingerne er eksponeret til udviklingen i enkelte selskaber.

Spredningen sker efter de regler, som er påkrævet i lov om investeringsforeninger m.v., dvs. normalt 5% af en afdelings formue i et enkelt selskab, men med undtagelser op til 10%. Overholdelse af placeringsreglerne overvåges løbende af foreningens ledelse.

## Fund Governance

### Generelt

Fund Governance vedrører regler for god ledelse af investeringsforeninger mv. og ledelsens forvaltning af sit ansvar. Der er detaljerede myndighedsregler for ledelsen af foreningen. De grundlæggende rammer er 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 et investeringsforvaltningsselskab, Nykredit Portefølje Administration A/S, der skal fungere som direktion og lede foreningens daglige virksomhed. Bestyrelsen har også valgt et depotselskab, Ringkjøbing Landbobank A/S, til at stå for opbevaring af foreningens aktiver og afvikling af betalinger. De forskellige parters funktion er beskrevet i foreningens vedtægter, bestyrelsens forretningsorden, bestyrelsens retningslinjer til direktionen samt aftaler mellem foreningen og dens samarbejdspartnere.

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 Investering Danmarks 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 [bildanmark.dk](http://bildanmark.dk).

## Bestyrelse og øvrig ledelse af foreningen

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

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

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

Bestyrelsen og dens medlemmer er uafhængige af Nykredit koncernen, foreningens depotselskab, investeringsrådgiver og 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.

Hvert år afgår de to bestyrelsesmedlemmer, der har siddet længst i bestyrelsen - regnet fra de pågældendes seneste valg. 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 75 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 investeringsforvaltningsselskab. Det betyder, at foreningens bestyrelse ikke har direkte indflydelse på vederlagspolitik og direktionsaflønning i investeringsforvaltningsselskabet. Disse bliver fastsat af Nykredit Portefølje Administrations bestyrelse, som er uafhængig af foreningen og uden personsammenfald. Foreningen aflønner investeringsforvaltningsselskabet i henhold den indgåede aftale, jf. foreningens prospekt.

Bestyrelsen gennemfører hvert år en evaluering af samarbejdet mellem bestyrelsen og investeringsforvaltningsselskabet 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 i investeringsforvaltningsselskabet samt uafhængige compliance- og risikostyringsfunktioner, der løbende kontrollerer, at lovgivning og placeringsregler bliver overholdt. Disse enheder rapporterer både til foreningens bestyrelse og investeringsforvaltningsselskabets direktion.

Direktionen i investeringsforvaltningsselskabet 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 [bildanmark.dk](http://bildanmark.dk).

### Delegering og eksterne leverandører af servicenydelser

Foreningen har i øjeblikket delegeret følgende opgaver: porteføljeforvaltning, market maker, investorrådgivning, markedsføring og distribution.

Aftaler om delegering af opgaver er indgået i overensstemmelse med reglerne i §§ 64-66 i lov om investeringsforeninger m.v.

De delegerede opgaver bliver løbende kontrolleret af direktionen i investeringsforvaltningsselskabet. 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 prospekt, der kan hentes via hjemmesiden [bildanmark.dk](http://bildanmark.dk).

Foreningen har via BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. indgået aftaler om betaling af 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 investeringsforvaltningsselskabet, at markedsføring af foreningen sker i overensstemmelse med god markedsføringsetik, samt at distributørerne overholder reglerne for investorbeskyttelse og god etik i finansielle virksomheder og har det fornødne kendskab til foreningens produkter.

### Handel med underliggende værdipapirer

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

### Risikostyring og regnskabsafslutning

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

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

Foreningens risikostyring evalueres mindst en gang årligt i forbindelse med forberedelsen af årsrapporten. Bestyrelsen vurderer hele foreningens regnskabsafslutningsproces inden regnskabsafslutningen.

### **Foreningens aktionærrettigheder**

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

### **Revisionen**

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

## Væsentlige aftaler

Foreningen har indgået følgende væsentlige aftaler.

### Depotselskabsaftale

Foreningen har en depotselskabsaftale med Ringkjøbing Landbobank A/S. Ifølge aftalen skal depotselskabet 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. Depotselskabet påtager sig de kontrolopgaver og forpligtelser, der er fastlagt i lovgivningen.

Som led i aftalen betaler foreningen et fast grundbeløb pr. afdeling samt et gebyr ved emission og indløsning plus VP-omkostninger. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2018 var foreningens samlede omkostninger til depotselskab inkl. udgifter til VP mv. 0,4 mio. kr. mod 0,3 mio. kr. året før.

### Administrationsaftale

Foreningen har en administrationsaftale med Nykredit Portefølje Administration A/S. Ifølge aftalen skal Nykredit Portefølje Administration A/S varetage de administrative opgaver og den daglige ledelse i foreningen i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., 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. Herudover betaler foreningen et gebyr pr. transaktion samt et gebyr ved salg og indløsning. Se de aktuelle satser i foreningens gældende prospekt på foreningens hjemmeside.

I 2018 var foreningens samlede omkostninger til administration 1,2 mio. kr. mod 1,4 mio. kr. året før.

### Aftaler om porteføljeforvaltning

Foreningen har en porteføljeforvaltningsaftale med BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. Ifølge aftalen skal porteføljeforvalter foretage skønmæssig porteføljepleje og træffe beslutninger om placering af investorenes midler i foreningens afdelinger. Porteføljeplejen skal ske i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for den enkelte afdeling.

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

I 2018 var foreningens samlede omkostninger til porteføljeforvalter 5,0 mio. kr. mod 5,7 mio. kr. året før.

### Samarbejdsaftale

Foreningen har en markedsføringsaftale med BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. Formålet med aftalen er bl.a. at styrke markedsføringen af foreningen og rådgivningen af investorerne samt at servicere både potentielle og eksisterende investorer i foreningen.

Som led i denne aftale betaler foreningen et markedsføringsbidrag og en tegningsprovision i forbindelse med salg af nye andele i A-andelsklasserne. Se mere om de aktuelle gebyrsatser i foreningens gældende prospekter på foreningens hjemmeside.

Samarbejdsaftalen indeholder en beskrivelse af BIL Danmark, filial af Banque Internationale à Luxembourg S.A. lovgivningsmæssige forpligtelser i forbindelse med investeringsrådgivning om foreningens andele.

### Revision

I 2018 var foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision 40 t.kr. mod 42 t.kr. året før.

I 2018 har foreningen ikke haft omkostninger til revisor ud over det, der vedrører den lovpligtige revision.



## Generalforsamling 2019

Foreningens generalforsamling afholdes torsdag den 25. april 2019.

### Udlodning

Udlodningen i kr. pr. andel er opgjort til følgende for de enkelte andelsklasser.

Afdeling	Udlodning*
Danske Small Cap aktier KL A	0,00 kr.
Danske Small Cap aktier KL W	0,00 kr.

For 2018 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke ud-betaler udlodning.

### Øvrige forhold

#### Investeringspolitik og samfundsansvar

Foreningens investeringsområde er begrænset til danske selskaber eller selskaber, hvis aktier er handlet på et reguleret, dansk marked. Disse selskaber er selvstændigt underlagt regler om samfundsansvar, hvorfor foreningens ledelse har vurderet, at foreningen ikke ind til videre har behov for en politik for samfundsansvar, herunder miljø- og klimapåvirkning, arbejdstagerrettigheder, menneskerettigheder og antikorruption.

#### Politik vedrørende det underrepræsenterede køn

Foreningens politik er, at begge køn skal være repræsenteret i bestyrelsen med et måltal på 25% for det underrepræsenterede køn. Ved valg af kandidater til bestyrelsen skal der først og fremmest ses på kvalifikationer og derefter køn.

Foreningens politik på området har i 2018 været opfyldt.

#### Politik vedrørende udøvelse af stemmerettigheder

Foreningens opgave er at sikre et optimalt afkast af foreningens investeringer. Det er bestyrelsens holdning, at foreningen, i det omfang foreningens stemmeret på en generalforsamling kan være med til at sikre opfyldelsen af dette mål, skal anvende sin mulighed for udøvelse af stemmerettigheder.

I hvilket omfang foreningen vil gøre brug af sine stemmerettigheder, afgøres ud fra en konkret vurdering af, hvorvidt den nødvendige indsats vil kunne bibringe den forventede virkning på afkastet i investeringen.

Foreningen vil i sin stemmeafgivelse støtte virksomheder, som ledes med et formål om at tjene aktionærernes langsigtede interesser.

Foreningen har ikke benyttet stemmeafgivning i 2018.

#### Usikkerhed ved indregning eller måling

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

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

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

#### Begivenheder efter regnskabsårets udløb

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



## Oversigt over bestyrelsens og direktionsens øvrige ledelseshverv

### Bestyrelse

#### Jacob Saxild

Bestyrelsesformand

---

Development Manager, Copenhagen Capacity  
Født 1955, indvalgt i bestyrelsen 2003

---

#### Niels Pram Nielsen

Medlem

---

Fhv. direktør, Slagelsevej 85  
Født 1946, indvalgt i bestyrelsen 2002

---

Medlem af bestyrelsen for:

A/S De forenede Kaffesurrogat- og Cichoriefabrikker  
C.F. Rich & Sønner A/S

#### Jette Hassing Ronøe

Medlem

---

Advokat, Advokatfirma Aumento  
Født 1949, indvalgt i bestyrelsen 2011

---

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2018 afholdt 8 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2018 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 230 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 110 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 60 t.kr.

Der har i 2018 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  
InvestIn SICAV-RAIF

#### Tage Fabrin-Brasted

---

Direktør

---

### Forventninger til 2019

Forventninger til den globale makroøkonomi og udviklingen på de finansielle markeder i 2019 er forbundet med usædvanlig stor usikkerhed. Udfaldet af en række politiske beslutninger kan påvirke stemningen med afledte effekter på den globale økonomi og de finansielle markeder. Især den amerikanske præsident Trumps beslutninger kan få effekt på kurserne i det kommende år, men også politiske valg i Europa og centralbankers ageren kan påvirke udviklingen.

Prognosen for den makroøkonomiske udvikling tegner et billede af en global økonomi i fortsat vækst, trods tegn på opbremsning i såvel den kinesiske som den europæiske økonomi. Den amerikanske økonomi forventes at opretholde en fortsat høj vækst i 2019, men begyndende kapacitetsbegrænsninger kan mod slutningen af året dæmpe væksten. I Kina ventes lempelser i såvel finanspolitikken som pengepolitikken at genvinde momentum i den økonomiske vækst.

I USA forventes lønstigningstakten at stige i 2019, hvilket kan få indvirkning på forbrugerpriserne. Den lave oliepris vurderes at dæmpe effekten på inflationsudviklingen i første halvdel af året. I Europa skønnes lønstigningstakten og inflationen ikke at stige væsentligt i det kommende år.

Trods fortsat økonomisk fremgang kan en eskalerende handelskrig mellem USA og Kina påvirke de økonomiske udsigter. Øgede toldsætter vil modvirke international handel og produktion, hvilket må forventes at dæmpe de globale vækstrater og påvirke de finansielle markeder negativt.

Det kommende år kan også byde på politiske slagsmål mellem præsident Trump og demokraterne i Den amerikanske Kongres. Demokraternes flertal i Repræsentanternes Hus kan således blokere for en række loviniciativer og igangsætte parlamentariske undersøgelser af præsidentens gøren og laden samt true med en rigsretssag.

I Europa vil følgerne af briternes beslutning om at forlade EU begynde at vise sig. De finansielle markeder i Europa kan blive påvirket heraf.

Endvidere vurderes problemerne i Italien ikke løst, hvorfor stridigheder mellem Rom og Bruxelles forventeligt vil genopstå i det kommende år.

I dette minefelt af politiske stridigheder skal centralbankerne agere for at sikre, at inflation og lønstigninger ikke løber løbsk, og på samme tid sikre, at den økonomiske vækst ikke kvæles. Centralbankerne ventes i 2019 at stramme pengepolitikken i bestræbelserne på at normalisere denne. I det lys forventes den amerikanske centralbank at forhøje styringsrenten to gange med et kvart procentpoint i 2019, mens Den Europæiske Centralbank ventes at hæve sin styringsrente en gang sidst på året. Begge centralbanker har dog signaleret, at pengepolitiske stramninger alene kommer, hvis økonomien betinger det. Danmarks Nationalbank ventes at følge Den Europæiske Centralbank, men skønnes at hæve styringsrenten selvstændigt i 1. kvartal for at styrke den danske krone efter de seneste måneders svaghedstegn.

De globale aktiemarkeder ventes at udvise store kursudsving det kommende år som følge af usikkerhed om den økonomiske udvikling og de mulige politiske brændpunkter, der kan opstå. Dernæst forventes den pengepolitiske medvind gennem mange år at ebbe ud i 2019.

Indtjeningsvækst i danske virksomheder ventes at blive moderat positive. Værdiansættelsen af aktiemarkedet er blevet mere attraktiv efter kursfaldene mod slutningen af 2018, men værdiansættelsen af danske selskaber vurderes dog ikke at tage højde for uventede økonomiske eller politiske overraskelser og skuffelser. På den baggrund forventes en moderat afkastudvikling på danske aktier i 2019, dog med forbehold for, at handelskrigen mellem Kina og USA ikke eskalerer, og at den globale økonomi ikke går i recession.

På baggrund af disse forventninger, der er behæftet med stor usikkerhed, skønner foreningens ledelse et moderat positivt afkast i foreningens afdelinger i 2019. Væsentlige afkastudsving i foreningens afdelinger må forventes, og negative afkast kan ikke udelukkes.

## Afdelingsberetning

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

Afdelingsberetningen omfatter begge andelsklasser i afdelingen. Andelsklasse A er børsnoteret og giver præmiering for markedsføring og kunderådgivning til foreningens distributører. Andelsklasse W er ikke optaget til handel på et reguleret marked og har ikke mulighed for at aflønne distributører.

Herudover er der ingen forskelle på de to andelsklasser, som derfor også har fælles investeringsportefølje.

### Investeringsområde og profil

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med fokus på udvælgelse af 30-40 aktier. Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for små og mellemstore danske selskaber målt ved afdelingens benchmark, KFMX-indekset.

Afdelingen investerer primært i små og mellemstore danske selskaber, men kan indtil 30% af formuen investere i selskaber, der indgår i OMXC25-indekset.

Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj. Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres.

### Afkastudvikling i andelsklasse A

Andelsklasse A opnåede et afkast på -24,40% i 2018. Afdelingens benchmark gav et afkast på -1,98% i samme periode. Afkastet blev væsentligt lavere end ledelsens forventning primo året og væsentligt lavere end afdelingens benchmark. For 2018 indstiller bestyrelsen, at andelsklassen ikke udbetaler udlodning.

### Afkastudvikling i andelsklasse W

Andelsklasse W opnåede et afkast på -23,84% i 2018. Afdelingens benchmark gav et afkast på -1,98% i samme periode. Afkastet blev væsentligt lavere end ledelsens forventning primo året og væsentligt lavere end afdelingens benchmark. For 2018 indstiller bestyrelsen, at andelsklassen ikke udbetaler udlodning.

## Udviklingen i afdelingen

Investeringsstrategien i afdelingen med køb af udvalgte, undervurderede selskaber har været uændret i 2018.

Udfordringen for afdelingens investeringsstrategi har i 2018 været, at investorerne på de globale aktiemarkeder og herunder også det danske aktiemarked fokuserede på og efterspurgte vækstselskaber uanset værdiansættelse. Således steg Ambu over 150% frem til medio august, selvom aktien handlede til langt over 100 gange årets forventede indtjening. Aktien faldt siden, men aktiekursen endte med en stigning på ca. 41% i 2018.

Markedet forbigik således undervurderede selskaber eller såkaldte valueaktier. Især industriaktier blev negativt ramt som følge af nervøsitet for konsekvensen af en eventuel global handelskrig.

Udviklingen i mange af afdelingens investeringer var derfor negativ i 2018. Således blev afdelingens afkast trukket ned af investeringer i Bang & Olufsen, NKT, Santa Fe, Alm. Brand, Scandinavian Tobacco Group og Nilfisk, der alle faldt over 30% i 2018.

Afdelingen tjente omvendt på investeringen i IC Group, der i 1. halvår frasolgte Peak Performance til en gunstig pris. Endvidere profiterede afdelingen på investeringerne i Alk-Abelló, Netcompany, GN Store Nord, Parken, Vestas og NNIT.

Der har i 2018 været omlægninger i afdelingens portefølje. Efter offentliggørelsen af årsregnskab blev det besluttet at sælge positionen i Pandora, da foreningens porteføljeformaler ikke længere havde tiltro til selskabets vækstpotentiale. Selskabets aktier er siden salget faldet væsentligt.

Afdelingen valgte i juni at investere i det nye børsnoterede selskab, Netcompany, ligesom afdelingen har suppleret positionen i A.P. Møller-Mærsk efter kursfaldene gennem 1. halvår. Endvidere har afdelingen i 2. halvår købt aktier i Danske Bank og DFDS, idet disse aktier vurderedes at være blevet attraktive efter kursfaldene.

Investeringsstilen i afdelingen er baseret på aktiv forvaltning og er fokuseret med et begrænset antal positioner i porteføljen. Dette kan angives ved de to risikomål - Active Share og Tracking Error. Risikomålet Active Share, der måler forskel i værdipapirbeholdningens sammensætning i forhold til benchmark, udgjorde 78,20% ultimo 2018. Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. Tracking Error over de sidste tre år udgjorde 11,25% ved udgangen af 2018. De to nøgletal er defineret i afsnittet om nøgletal på side 43.

Afdelingens nettoresultat blev på -101,5 mio. kr. i 2018. Ultimo 2018 udgjorde formuen i afdelingen 296,0 mio. kr. For 2018 indstiller bestyrelsen, at afdelingen ikke udbetaler udlodning.

Regnskabs- og nøgletal er specificeret på andelsklasseniveau i det følgende.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast har de seneste fem år til ultimo 2018 været 15,6% p.a., svarende til risikoniveau 6 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemarkedsrisiko samt udstederspecifik risiko. Aktiemarkedsrisikoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på 30-40 danske selskaber fordelt på flere brancher.

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 2019, omend på et lavere niveau end i 2017-18. Dette skønnes at understøtte en indtjeningsvækst i de børsnoterede selskaber på det danske aktiemarked.

Aktier skønnes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om indtjeningsvækst. Danske aktier anses imidlertid som højt prisfastsatte, hvorfor negative perioder med kursfald må forventes i 2019.

På den baggrund forventes afkastudviklingen i afdelingens to andelsklasser at blive moderat positive i 2019. I det kommende år må der forventes væsentlige afkastudsving i afdelingens andelsklasser, og negative afkast for hele året kan ikke udelukkes.

Usikkerhedsmomenter til forventningerne er blandt andet beskrevet i det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2019" samt i afsnittet "Risikofaktorer og risikostyring".

## Danske Small Cap aktier KL

### Nøgletal

#### Danske Small Cap aktier KL

	2018	2017	2016	2015	2014
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-101.540	49.904	16.101	190.195	12.971
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	295.995	511.647	562.281	518.778	297.565
Omsætningshastighed	0,35	0,47	0,43	0,33	0,29
Active Share	78,20	84,60	74,80	68,83	-

### Nøgletal

#### Danske Small Cap aktier KL A

	2018	2017*	2016	2015	2014
Årets afkast i procent	-24,40	9,70	2,64	64,28	6,64
Indre værdi pr. andel (i kr.)	191,79	301,89	330,62	361,34	237,05
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	49,30	58,90	36,50	22,00
Omkostningsprocent	2,01	1,93	2,06	2,00	2,04
Sharpe ratio	0,64	1,35	1,67	1,37	1,08
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-90.882	52.786	16.101	190.195	12.971
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	257.127	476.742	562.281	518.778	297.565
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	1.340	1.579	1.701	1.435	1.256
Tracking Error	11,25	7,54	7,46	7,79	6,25

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 25. august 2017.  
Andelsklassen er videreført fra afdeling Danske Small Cap aktier.

### Nøgletal

#### Danske Small Cap aktier KL W

	2018	2017*
Årets afkast i procent	-23,84	-4,68
Indre værdi pr. andel (i kr.)	193,12	302,73
Udlodning pr. andel (i kr.)	0,00	50,30
Omkostningsprocent	1,42	0,46
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-10.658	-2.882
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	38.869	34.903
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	201	115
Tracking Error	-	-

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 25. august 2017.

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteudgifter	-113	-130
2	Udbytter	6.101	13.740
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>5.988</b>	<b>13.610</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	-98.784	50.533
	Afledte finansielle instrumenter	-2	-
4	Handelsomkostninger	-686	-1.701
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-99.472</b>	<b>48.832</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-93.484</b>	<b>62.442</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>7.901</b>	<b>11.224</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-101.385</b>	<b>51.218</b>
	<b>Skat</b>	<b>155</b>	<b>1.314</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-101.540</b>	<b>49.904</b>

## Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2018	2017
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	21.791	35.664
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>21.791</b>	<b>35.664</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	225.027	401.945
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	51.564	75.800
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>276.591</b>	<b>477.745</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	1.126
	Aktuelle skatteaktiver	-	1
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>-</b>	<b>1.127</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>298.382</b>	<b>514.536</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
	<b>Investorerens formue</b>	<b>295.995</b>	<b>511.647</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.454	2.889
	Gæld vedrørende handelsafvikling	933	-
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.387</b>	<b>2.889</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>298.382</b>	<b>514.536</b>

7      *Finansielle instrumenter i procent*

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Henvisninger

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

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

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 43 under "Foreningens noter".

<b>1 Renteudgifter</b>			
Øvrige renteudgifter		113	130
<b>I alt renteudgifter</b>		<b>113</b>	<b>130</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		4.963	9.179
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		1.138	4.561
<b>I alt udbytter</b>		<b>6.101</b>	<b>13.740</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		-90.509	41.110
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		-8.275	9.423
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		<b>-98.784</b>	<b>50.533</b>
<b>4 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		-838	-2.440
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter		152	739
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>-686</b>	<b>-1.701</b>
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>
<b>5 Administrationsomkostninger 2018</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	185	185
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Markedsføringsomkostninger	2.191	-	2.191
Gebyrer til depotselskab	270	-	270
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	4.098	-	4.098
Fast administrationshonorar	952	-	952
Øvrige omkostninger	131	53	184
<b>I alt administrationsomkostninger 2018</b>	<b>7.661</b>	<b>240</b>	<b>7.901</b>
<b>Administrationsomkostninger 2017</b>			
Honorar til bestyrelse mv.	-	228	228
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21
Markedsføringsomkostninger	3.432	-	3.432
Gebyrer til depotselskab	287	-	287
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.683	-	5.683
Fast administrationshonorar	1.368	-	1.368
Øvrige omkostninger	144	61	205
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>10.933</b>	<b>291</b>	<b>11.224</b>



## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>	
Sektorfordeling		
Industri	40,64	
Sundhedspleje	21,69	
Varige forbrugsgoder	17,82	
Konsumentvarer	13,12	
Informationsteknologi	3,32	
Energi	2,53	
Finans	0,88	
	<b>100,00</b>	
<p>Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2018 og pr. 31.12.2017 kan findes på hjemmesiden bildanmark.dk.            Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.</p>		
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,96	92,33
Øvrige finansielle instrumenter	7,25	6,89
<b>I alt</b>	<b>99,21</b>	<b>99,22</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,79	0,78
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017*</b>
Note	<b>Andelsklassens resultatposter</b>		
	Andel af resultat af fællesporteføljen	-88.691	53.890
	Klassespecifikke administrationsomkostninger	2.191	1.104
	<b>Klassens nettoresultat</b>	<b>-90.882</b>	<b>52.786</b>
	<b>Overskudsdisponering i andelsklassen</b>		
1	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	-	77.853
	Overført til udlodning næste år	-	64
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-90.882</b>	<b>-25.131</b>
1	<b>Til rådighed for udlodning</b>		
	Renter og udbytter	5.573	13.493
	Ikke refunderbare udbytteskatter	-142	-1.314
	Kursgevinster og -tab til udlodning	1.822	84.520
	Udlodningsregulering	-3.521	-7.882
	Udlodning overført fra sidste år	64	89
	<b>Minimumsindkomst</b>	<b>3.796</b>	<b>88.906</b>
	Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-7.347	-10.990
	Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	3.551	-
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-</b>	<b>77.916</b>
	<b>Investorerens formue</b>		
	Investorerens formue primo	476.742	562.282
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-77.754	-100.170
	Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	370	8.570
	Emissioner i året	39.263	137.594
	Indløsninger i året	-90.811	-184.285
	Emissionstillæg og indløsningsfradrag	199	-35
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	-	77.853
	Overført til udlodning næste år	-	64
	Overført fra resultatopgørelsen	-90.882	-25.131
	<b>I alt investorerens formue</b>	<b>257.127</b>	<b>476.742</b>
	<b>Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
	Cirkulerende andele primo	1.579	1.701
	Emissioner i året	161	460
	Indløsninger i året	-400	-582
	<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>1.340</b>	<b>1.579</b>

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 25. august 2017.

Resultatopgørelse i 1.000 kr.		2018	2017*
Note	<b>Andelsklassens resultatposter</b>		
	Andel af resultat af fællesporteføljen	-10.658	-2.882
	Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-
	<b>Klassens nettoresultat</b>	<b>-10.658</b>	<b>-2.882</b>
	<b>Overskudsdisponering i andelsklassen</b>		
1	<i>Til rådighed for udlodning anvendes således:</i>		
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	-	5.799
	Overført til udlodning næste år	-	10
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-10.658</b>	<b>-8.691</b>
1	<b>Til rådighed for udlodning</b>		
	Renter og udbytter	529	246
	Ikke refunderbare udbytteskatter	-13	-
	Kursgevinster og -tab til udlodning	-1.495	-280
	Udlodningsregulering	1.281	6.076
	Udlodning overført fra sidste år	10	-
	<b>Minimumsindkomst</b>	<b>312</b>	<b>6.042</b>
	Administrationsomkostninger til fradrag i minimumsindkomst	-554	-233
	Resterende administrationsomkostninger som ikke fradrages eller overføres	242	-
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-</b>	<b>5.809</b>
	<b>Investorerens formue</b>		
	Investorerens formue primo	34.903	-
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-5.799	-
	Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-101	-
	Emissioner i året	28.793	66.381
	Indløsninger i året	-8.300	-28.589
	Emissionstillæg og indløsningsfradrag	31	-7
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	-	5.799
	Overført til udlodning næste år	-	10
	Overført fra resultatopgørelsen	-10.658	-8.691
	<b>I alt investorerens formue</b>	<b>38.869</b>	<b>34.903</b>
	<b>Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
	Cirkulerende andele primo	115	-
	Emissioner i året	125	211
	Indløsninger i året	-39	-96
	<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>201</b>	<b>115</b>

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 25. august 2017.

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

Afdelingsberetningen omfatter begge andelsklasser i afdelingen. Andelsklasse A giver præmiering for markedsføring og kunderådgivning til foreningens distributører. Andelsklasse W har ikke mulighed for at aflønne distributører.

Herudover er der ingen forskelle på de to andelsklasser, som også har fælles investeringsportefølje.

### Investeringsområde og profil

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi med fokus på udvælgelse af 30-40 aktier. Målet med afdelingen er at give et afkast, der som minimum er på linje med udviklingen i markedet for små og mellemstore danske selskaber målt ved afdelingens benchmark, KFMX-indekset.

Afdelingen investerer primært i små og mellemstore danske selskaber, men kan indtil 30% af formuen investere i selskaber, der indgår i OMXC25-indekset.

Risikoprofilen i afdelingen anses som værende høj. Afdelingen er egnet til langsigtet opsparing, herunder pensionsopsparing, hvor høj risiko kan accepteres. Afdelingens andelsklasser kan anvendes i virksomhedsordninger.

### Afkastudvikling i andelsklasse A

Andelsklasse A opnåede et afkast på -23,74% i 2018. Afdelingens benchmark gav et afkast på -1,98% i samme periode. Afkastet blev væsentligt lavere end ledelsens forventning primo året og væsentligt lavere end afdelingens benchmark.

### Afkastudvikling i andelsklasse W

Andelsklasse W opnåede et afkast på -24,26% i 2018. Afdelingens benchmark gav et afkast på -1,98% i samme periode. Afkastet blev væsentligt lavere end ledelsens forventning primo året og væsentlig lavere end afdelingens benchmark.

### Udviklingen i afdelingen

Investeringsstrategien i afdelingen med køb af udvalgte, undervurderede selskaber har været uændret i 2018.

Udfordringen for afdelingens investeringsstrategi har i 2018 været, at investorerne på de globale aktiemarkeder og herunder også det danske aktiemarked fokuserede på og efterspurgte vækstelskaber uanset værdiansættelse. Således steg Ambu over 150% frem til medio august, selvom aktien handlede til langt over 100 gange årets forventede indtjening. Aktien faldt siden, men aktiekursen endte med en stigning på ca. 41% i 2018.

Markedet forbigik således undervurderede selskaber eller såkaldte valueaktier. Især industriaktier blev negativt ramt som følge af nervøsitet for konsekvensen af en eventuel global handelskrig.

Udviklingen i mange af afdelingens investeringer var derfor negativ i 2018. Således blev afdelingens afkast trukket ned af investeringer i Bang & Olufsen, NKT, Santa Fe, Alm. Brand, Scandinavian Tobacco Group og Nilfisk, der alle faldt over 30% i 2018.

Afdelingen tjente omvendt på investeringen i IC Group, der i 1. halvår frasolgte Peak Performance til en gunstig pris. Endvidere profiterede afdelingen på investeringerne i Alk-Abelló, Netcompany, GN Store Nord, Parken, Vestas og NNIT.

Der har i 2018 været omlægninger i afdelingens portefølje. Efter offentliggørelsen af årsregnskab blev det besluttet at sælge positionen i Pandora, da foreningens porteføljeforvalter ikke længere havde tiltro til selskabets vækstpotentiale. Selskabets aktier er siden salget faldet væsentligt.

Afdelingen valgte i juni at investere i det nye børs-noterede selskab, Netcompany, ligesom afdelingen har suppleret positionen i A.P. Møller-Mærsk efter kursfaldene gennem 1. halvår. Endvidere har afdelingen i 2. halvår købt aktier i Danske Bank og DFDS, idet disse aktier vurderes at være blevet attraktive efter kursfaldene.

Investeringsstilen i afdelingen er baseret på aktiv forvaltning og er fokuseret med et begrænset antal positioner i porteføljen. Dette kan angives ved de to risikomål Active Share og Tracking Error. Risikomålet Active Share, der måler forskel i værdipapirbeholdningens sammensætning i forhold til benchmark, udgjorde 78,20% ultimo 2018. Tracking Error er et mål for, hvor tæt en afdelings afkast følger benchmark. Da Tracking Error måles over de sidste tre år, er det ikke muligt at beregne nøgletallet for afdelingen. De to nøgletal er defineret i afsnittet om nøgletal på side 43.

Afdelingens nettoresultat blev på -22,9 mio. kr. i 2018. Ultimo 2018 udgjorde formuen i afdelingen 71,1 mio. kr.

Regnskabs- og nøgletal er specificeret på andelsklasseniveau i det følgende.

### Risici i afdelingen

Den samlede risiko for afdelingen målt ved standardafvigelsen på det ugentlige afkast suppleret med benchmarkafkast har de seneste fem år til ultimo 2018 været 14,4% p.a., svarende til risikoniveau 5 på en risikoskala fra 1 til 7, hvor 1 svarer til lav risiko, og 7 svarer til høj risiko.

De primære risikofaktorer for afdelingen er aktiemærkedsrisk samt udstederspecifik risiko. Aktiemærkedsriskoen søges ikke begrænset i afdelingen, idet der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning. Udstederspecifik risiko søges begrænset ved at sprede investeringerne i afdelingen på 30-40 danske selskaber fordelt på flere brancher.

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 2019. omend på et lavere niveau end i 2017-18. Dette skønnes at understøtte en indtjeningsvækst i de børsnoterede selskaber på det danske aktiemarked.

Aktier skønnes at give moderat positive afkast som følge af en forventning om indtjeningsvækst. Danske aktier anses imidlertid som højt prisfastsatte, hvorfor negative kursudsving i perioder med kursfald må forventes i 2019.

På den baggrund forventes afkastudviklingen i afdelingens to andelsklasser at blive moderat positive i 2019. I det kommende år må der forventes væsentlige afkastudsving i afdelingens andelsklasser, og negative afkast for hele året kan ikke udelukkes.

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

## Nøgletal

### Danske Small Cap aktier Akk. KL

	2018	2017*
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-22.856	1.013
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	71.137	76.111
Omsætningshastighed	1,01	-
Active Share	78,20	84,60

\*) Afdelingen har været aktiv fra 7. december 2017.

## Nøgletal

### Danske Small Cap aktier Akk. KL A

	2018	2017*
Årets afkast i procent	-23,74	1,39
Indre værdi pr. andel (i kr.)	76,79	101,39
Omkostningsprocent	2,43	0,22
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-18.536	896
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	55.167	67.566
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	718	666
Tracking Error	-	-

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 7. december 2017.

## Nøgletal

### Danske Small Cap aktier Akk. KL W

	2018	2017*
Årets afkast i procent	-24,26	1,44
Indre værdi pr. andel (i kr.)	77,35	101,44
Omkostningsprocent	1,68	0,17
Sharpe ratio	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-4.320	117
Investorerne formue ultimo (i 1.000 kr.)	15.971	8.545
Andele ultimo (i 1.000 stk.)	206	84
Tracking Error	-	-

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 7. december 2017.

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017*</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteudgifter	-22	-
2	Udbytter	1.171	-
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.149</b>	<b>-</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	-21.718	1.170
4	Handelsomkostninger	-173	-1
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-21.891</b>	<b>1.169</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-20.742</b>	<b>1.169</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>1.945</b>	<b>156</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-22.687</b>	<b>1.013</b>
	<b>Skat</b>	<b>169</b>	<b>-</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-22.856</b>	<b>1.013</b>

\*) Afdelingen har været aktiv fra 7. december 2017.

## Balance i 1.000 kr.

Note	AKTIVER	2018	2017
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	6.655	6.654
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>6.655</b>	<b>6.654</b>
6	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	53.187	58.016
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.682	11.238
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>64.869</b>	<b>69.254</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	-	341
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>-</b>	<b>341</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>71.524</b>	<b>76.249</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
	<b>Investoreernes formue</b>	<b>71.137</b>	<b>76.111</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	387	138
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>387</b>	<b>138</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>71.524</b>	<b>76.249</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 21.

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

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 43 under "Foreningens noter".

	2018	2017		
<b>1 Renteudgifter</b>				
Øvrige renteudgifter	22	-		
<b>I alt renteudgifter</b>	<b>22</b>	<b>-</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	947	-		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	224	-		
<b>I alt udbytter</b>	<b>1.171</b>	<b>-</b>		
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	-20.194	2.146		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	-1.524	-976		
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>-21.718</b>	<b>1.170</b>		
<b>4 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	-261	-19		
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	88	18		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>-173</b>	<b>-1</b>		
	<b>Afd. direkte omk.</b>	<b>Andel af fællesomk.</b>	<b>Adm. omk. i alt</b>	
<b>5 Administrationsomkostninger 2018</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	45	45	
Revisionshonorar til revisorer	19	-	19	
Markedsføringsomkostninger	516	-	516	
Gebyrer til depotselskab	114	-	114	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	894	-	894	
Fast administrationshonorar	286	-	286	
Øvrige omkostninger	61	10	71	
<b>I alt administrationsomkostninger 2018</b>	<b>1.890</b>	<b>55</b>	<b>1.945</b>	
<b>Administrationsomkostninger 2017</b>				
Honorar til bestyrelse mv.	-	2	2	
Revisionshonorar til revisorer	19	2	21	
Markedsføringsomkostninger	26	-	26	
Gebyrer til depotselskab	45	-	45	
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	49	-	49	
Fast administrationshonorar	15	-	15	
Øvrige omkostninger	-2	-	-2	
<b>I alt administrationsomkostninger 2017</b>	<b>152</b>	<b>4</b>	<b>156</b>	

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

<b>6 Kapitalandele</b>	<b>%</b>
Sektorfordeling	
Industri	50,38
Sundhedspleje	18,21
Finans	14,22
Varige forbrugsgoder	8,36
Konsumentvarer	5,72
Informationsteknologi	1,32
Energi	1,17
Råvarer	0,62
	<b>100,00</b>

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12.2018 og pr. 31.12.2017 kan findes på hjemmesiden bildanmark.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

	<b>2018</b>	<b>2017</b>
<b>7 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,21	90,66
Øvrige finansielle instrumenter	9,25	8,71
<b>I alt</b>	<b>99,46</b>	<b>99,37</b>
Andre aktiver/Anden gæld	0,54	0,63
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Resultatopgørelse i 1.000 kr.	2018	2017*
<b>Note Andelsklassens resultatposter</b>		
Andel af resultat af fællesporteføljen	-18.020	922
Klassenspecifikke administrationsomkostninger	516	26
<b>Klassens nettoresultat</b>	<b>-18.536</b>	<b>896</b>
<b>Investorerens formue</b>		
Investorerens formue primo	67.566	-
Emissioner i året	12.380	66.643
Indløsninger i året	-6.282	-
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	39	27
Overført fra resultatopgørelsen	-18.536	896
<b>I alt investorernes formue</b>	<b>55.167</b>	<b>67.566</b>
<b>Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	666	-
Emissioner i året	123	666
Indløsninger i året	-71	-
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>718</b>	<b>666</b>

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 7. december 2017.

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2018</b>	<b>2017*</b>
<b>Note</b>	<b>Andelsklassens resultatposter</b>		
	Andel af resultat af fællesporteføljen	-4.320	117
	Klassespecifikke administrationsomkostninger	-	-
	<b>Klassens nettoresultat</b>	<b>-4.320</b>	<b>117</b>
	<b>Investorerens formue</b>		
	Investorerens formue primo	8.545	-
	Emissioner i året	13.754	8.424
	Indløsninger i året	-2.004	-
	Emissionstillæg og indløsningsfradrag	-4	4
	Overført fra resultatopgørelsen	-4.320	117
	<b>I alt investorerens formue</b>	<b>15.971</b>	<b>8.545</b>
	<b>Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
	Cirkulerende andele primo	84	-
	Emissioner i året	143	84
	Indløsninger i året	-21	-
	<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>206</b>	<b>84</b>

\*) Andelsklassen har været aktiv fra 7. december 2017.

## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

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

Visse afdelinger udbydes i flere andelsklasser. En sådan afdeling består således af en fællesportefølje, hvor der foretages den for andelsklassernes fælles investering i værdipapirer og afholdes omkostninger afledt heraf. Hertil kommer andelsklassernes klassespecifikke omkostninger.

Der udarbejdes et samlet regnskab for hele afdelingen samt noter til de enkelte andelsklasser.

For udloddende afdelinger beregnes der udlodning for hver andelsklasse.

Nøgletallene vedrørende afkast, indre værdi, omkostninger og antal andele beregnes for de enkelte klasser. I de tilfælde, hvor en klasse ved etableringen viderefører den pågældende afdeling, vises sammenlignelige nøgletal fra tidligere år sammen med relevante nøgletal for klassen.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

### Præsentation af regnskabstal

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

## Resultatopgørelsen

### Renter

Renteindtægter omfatter renter på Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter.

### Udbytter

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

### Udbytteskat

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

## Kursgevinster og -tab

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

## Handelsomkostninger

De samlede direkte handelsomkostninger består af kurtage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread, såfremt det er aftalt med tredjemand.

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

## Administrationsomkostninger

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

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

## Udlodning

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

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

## Balancen

Kapitalandele måles ved første indregning til dagsvær-

di på handelsdagen og herefter løbende til dagsværdi. Likvide midler opgøres til den nominelle værdi.

### Andre aktiver

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

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i investorerne formue.

### Nettoemissions- og -indløsningsindtægter

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

### Anden gæld

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

### Omregning af fremmed valuta

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

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

### Nøgletal

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

### Afkast i procent

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

### Indre værdi pr. andel

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

### Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

### Omkostningsprocent

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

### Sharpe ratio

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

### Omsætningshastighed

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

### Tracking Error

Tracking Error er et mål for variation i forskellen på afkastet mellem afdelingen og dens benchmark. Nøgletallet beregnes for en periode på de seneste 3 år, dog kun hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder.

### Active Share

Active Share er et udtryk for, hvor stor en andel af porteføljen, der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark på et bestemt tidspunkt, som her er pr. statusdagen.

Hoved- og nøgletaloversigt	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Årets afkast i procent</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	-24,40	9,70	2,64	64,28	6,64
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	-23,84	-4,68	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-23,74	1,39	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-24,26	1,44	-	-	-
<b>Indre værdi pr. andel</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	191,79	301,89	330,62	361,34	237,05
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	193,12	302,73	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	76,79	101,39	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	77,35	101,44	-	-	-
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	0,00	49,30	58,90	36,50	22,00
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	0,00	50,30	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
<b>Omkostningsprocent</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	2,01	1,93	2,06	2,00	2,04
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	1,42	0,46	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	2,43	0,22	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	1,68	0,17	-	-	-
<b>Sharpe ratio</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	0,64	1,35	1,67	1,37	1,08
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>					
Danske Small Cap aktier KL	-101.540	49.904	16.101	190.195	12.971
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	-90.882	52.786	16.101	190.195	12.971
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	-10.658	-2.882	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL <sup>2)</sup>	-22.856	1.013	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-18.536	896	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-4.320	117	-	-	-
<b>Investorenes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>					
Danske Small Cap aktier KL	295.995	511.647	562.281	518.778	297.565
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	257.127	476.742	562.281	518.778	297.565
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	38.869	34.903	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL <sup>2)</sup>	71.137	76.111	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	55.167	67.566	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	15.971	8.545	-	-	-
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	1.340	1.579	1.701	1.435	1.256
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	201	115	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	718	666	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	206	84	-	-	-
<b>Omsætningshastighed</b>					
Danske Small Cap aktier KL	0,35	0,47	0,43	0,33	0,29
Danske Small Cap aktier Akk. KL <sup>2)</sup>	1,01	-	-	-	-

	2018	2017	2016	2015	2014
<b>Tracking error</b>					
Danske Small Cap aktier KL A <sup>1)</sup>	11,25	7,54	7,46	7,79	6,25
Danske Small Cap aktier KL W <sup>1)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL A <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL W <sup>2)</sup>	-	-	-	-	-
<b>Active share</b>					
Danske Small Cap aktier KL	78,20	84,60	74,80	68,83	-
Danske Small Cap aktier Akk. KL <sup>2)</sup>	78,20	84,60	-	-	-

1) Andelsklassen har været aktiv fra 25. august 2017. Andelsklasse A er videreført fra afdeling Danske Small Cap aktier.

2) Afdelingen / andelsklassen har været aktiv fra 7. december 2017.



Investeringsforeningen BIL Danmark  
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. 21 35 35 31

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