

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

**Årsrapport for 2013**



INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

## Årsrapport 2013



**Indhold:**

<b>Foreningsoplysninger</b> .....	4
<b>Forord</b> .....	5
<b>Ledelsesberetning for 2013</b> .....	10
Bestyrelse og Direktion.....	15
<b>Påtegninger</b>	
Ledespåtegning.....	16
Den uafhængige revisors erklæringer .....	17
<b>Årsregnskab</b>	
Anvendt regnskabspraksis .....	19
Resultatopgørelse.....	23
Balance.....	24
Noter .....	25
<b>Supplerende information</b>	
Finanskalender .....	27

Foreningens ordinære generalforsamling  
afholdes den 15. april 2014 kl. 16.00  
Sinatur Hotel Frederiksdal, Frederiksdalsvej 360 i Kgs. Lyngby

## Foreningsoplysninger

### **Investeringsforeningen Nielsen Global Value**

c/o BI Management A/S

Sundkrogsgade 7

Postboks 2672

2100 København Ø

CVR nr. 26 58 41 40

Fondskode: DK001029126-9

### **Bestyrelse:**

Kim Håkonsson, formand

Merete Addis, næstformand

Peter Pilsborg

### **Investeringsforvaltningsselskab:**

BI Management A/S

### **Investeringsrådgiver**

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

Østergade 20, 1 th

3600 Frederikssund

nielsen@nielsencapitalmanagement.dk

### **Revision:**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### **Depotselskab:**

Ringkjøbing Landbobank A/S

## Forord

Af direktør Ole Nielsen, rådgiver for Investeringsforeningen Nielsen Global Value

### Kære investorer og partnere

Den indre værdi pr. investeringsbevis steg i 2013 med 19,27%, hvilket samlet set er tilfredsstillende. Afkastet for de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index lå på 21,14%, hvorfor det relative afkast ikke er tilfredsstillende.

Fra foreningens etablering i juli 2002 frem til ultimo 2013 har afkastet ligget på 8,82% pro anno mod et pro anno-afkast for MSCI World Index i samme periode på 5,04%. Det er maksimeringen af foreningens langsigtede gennemsnitlige pro anno-afkast, der har min førsteprioritet. Foreningens pro anno-afkast ligger højere end sidste år, hvilket er godt, men samtidig er pro anno-afkastet for MSCI World Index noget bedre. Selv om jeg fokuserer på at skabe et absolut afkast, skal afkastet for foreningen på langt sigt ligge over MSCI World Index'et.

### Foreningens investeringer

Jeg er tilhænger af en koncentreret portefølje, og vi har 17 selskaber i porteføljen. De 5 største positioner udgjorde 40,7% af porteføljen, og de 10 største positioner udgjorde 64,0%. Med så få selskaber kan afkastet i foreningen fra år til år afvige markant fra de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index, endog også i længere perioder. Selvom vores mål er at skabe absolut afkast, håber og forventer jeg, at en akkumulering af afvigelser på lang sigt vil være til vores fordel.

Nedenfor fremgår de 10 største positioner med størrelsen angivet som en procentdel af foreningens formue.

<i>Navn</i>	<i>Størrelse af formue</i>
American International Group, Inc.	9,6%
Nordea Bank AB	9,0%
Fairfax Financial Holdings, Ltd.	8,7%
Ringkjøbing Landbobank A/S	8,6%
Expeditors International of Washington, Inc.	4,8%
Nestlé SA	4,8%
Berkshire Hathaway, Inc.	4,7%
Thor Industries Inc.	4,7%
Leucadia National Corp.	4,6%
Tokio Marine Holdings Inc.	4,6%

De følgende 5 største positioner udgjorde 40,7%:

American International Group: Førende internationalt forsikringsselskab med repræsentation i over 130 lande. Har siden 2008 været igennem en rationaliseringsproces, hvor ikkekerneaktiviteter er solgt fra. Ledelsen fokuserer på omkostningsreduktion og disciplineret prisfastsættelse af forsikringsrisikoen med et mål for egenkapitalens forrentning på mellem 10% og 15%. Selskabet er prisfastsat til 0,75 gange egenkapitalen.

Nordea Bank: Førende skandinavisk bank. Aktionærorienteret ledelse med fokus på kreditkvalitet og risiko. Med en kontinuerlig fokusering på omkostnings-, likviditets- og kapitalstyring tiltrækker banken lavrisiko kunder, som leder til øget fremtidig indtjeningsevne. Foreningen har investeret til priser langt under egenkapitalens niveau, og banken er på nuværende tidspunkt prisfastsat til under 8,5 gange estimeret indtjeningsevne.

Fairfax Financial Holdings: Holdingselskab for en række forsikringsselskaber i Nordamerika. Ledelsen, som selv er aktionærer i selskabet, er meget ejerorienterede. Ved at fokusere på

”flowet” fra forsikringselskaberne og value-orienteret investering med fokus på absolut afkast har ledelsen siden 1985 skabt en væsentligt forøget gennemsnitlig egenkapital pr. aktie pr. år. Foreningen har oprindeligt investeret i Fairfax til en stor discount til deres egenkapital og en endnu større discount til deres forretningsmæssige værdi. Selskabet er prisfastsat til 1,18 gange egenkapitalen.

Ringkjøbing Landbobank: Regionalbank, som er Danmarks mest profitable pengeinstitut. Ledelsen er fokuseret på meget høj kreditkvalitet i låneporteføljen og stram omkostningsstyring. Til trods for høj soliditet har banken udvist høj egenkapitalforrentning. Foreningen har investeret til priser under egenkapitalens niveau, og banken er på nuværende tidspunkt prisfastsat til under 9 gange estimeret indtjeningsevne.

Expeditors International of Washington: Globalt logistikelskab baseret i staten Washington i USA. Selskabet er meget profitabelt med en aktionærorienteret ledelse, der fokuserer på at maksimere afkastet på investeret kapital. Selskabet er prisfastsat til under 10 gange estimeret indtjeningsevne før skat.

Bank-, forsikrings- og anden finansiell virksomhed udgør med 63,1% fortsat en stor del af foreningen. Porteføljen omfatter 4 forsikringselskaber, som tilsammen udgør 27,5%, 3 banker, der udgør 21,8% og 2 selskaber, der udgør i alt 9,3%, som kan betegnes som diversificeret finansiell virksomhed. Resten af aktieporteføljen på 22,8% af formuen repræsenteres af andre brancher. Likviditetsbeholdningen er steget til 14,1%.

Grundet en så koncentreret portefølje kan der opstå situationer, hvor stigninger i enkelte selskabers aktiekurser eller tilhørende valutakurser forårsager brud på 5 – 10 – 40-procentsreglen. Reglen tilsiger, at foreningen ikke må have mere end 10% af formuen i én position, og den samlede værdi af investeringer, der overstiger 5%, må ikke overstige 40% af foreningens formue. Hvis dette sker, tilrettes porteføljen.

Foruden disse småtilretninger har der også i 2013 været mere handelsaktivitet end normalt. Omsætningshastigheden har i perioden 2007 til 2011 gennemsnitligt ligget på 15%. I årene 2010 og 2011 lå den på henholdsvis 3% og 8%. I 2012 lå den på 17%, og i 2013 på 23%. Foreningen har afhændet hovedparten af de japanske selskaber og reinvesteret noget af provenuet i tre amerikanske selskaber.

I det sene efterår 2012 fik Japan ny premierminister med klare holdninger til pengepolitiske tiltag. Han ønskede at initiere vækst i den japanske økonomi ved at lade den japanske nationalbank trykke yen til opkøb af obligationer og endog aktier. Dette skabte kraftigt stigende aktiekurser på det japanske aktiemarked i 2013.

Foreningen har i en årrække ligget med/investeret i en del japanske selskaber. Nogle helt tilbage fra 2002/2003 og nogle, som foreningen investerede i i forbindelse med aktiemarkedsfaldet i 2008/2009. En lang række japanske selskaber havde kombinationen af overkapitalisering og undervaluering, hvilket skabte min interesse for sådanne selskaber helt tilbage i 1997 før denne forenings etablering. I klassisk Benjamin Graham-stil var det muligheder, som fik tænderne til at løbe i vand. Som ”value-investor” findes der intet bedre end et selskab, der har en god driftsmargin, en overkapitalisering i form af for mange kontanter og værdipapirer på balancen uden gæld og en meget lav markedsværdi. I nogle tilfælde på niveau med omsætningskapitalen fratrukket forpligtelser. – og dog! Der findes noget bedre. God aktionærorienteret ledelse. Mange japanske selskaber har manglet en ledelse, som har tænkt på kapitalforrentning og derved aktionærerne.

En ledelsesallokering af kapital har en meget stor indvirkning på det endelige afkast af en investering. Groft skåret har en ledelse i et velkapitaliseret selskab tre muligheder for allokering



af kapital. Reinvestering i selskabet, opkøb af andre selskaber og udbetaling til aktionærerne i form af dividende eller tilbagekøb af egne aktier. Hvis selskabet udviser høj kapitalforrentning og har mulighed for vækst, er reinvestering at foretrække. Hvis selskabet kan opkøbe andre selskaber med høj kapitalforrentning til en lav pris, kan dette også være god allokering (under forudsætning af at ledelsen har kompetence inden for sådanne selskabers forretningsområde). Og hvis ikke ledelsen har sådanne muligheder, bør ledelsen udbetale kapital til aktionærerne.

Ankeret for en tilfredsstillende langsigtet kursudvikling i markedsværdien af mange japanske selskaber har netop været ledelsens manglende vilje til at udbetale overskydende kapital til aktionærerne. Dette har også været tilfældet for en del af vores japanske selskaber. Samtidig har man også set japanske selskaber overtage andre virksomheder til meget høje priser, som vil have samme nedtrykkende effekt på disse selskabers langsigtede kapitalforrentning.

Jeg har i årenes løb i højere og højere grad lagt vægt på selskaber, hvis ledelse netop har viljen til at arbejde for aktionærerne. Det har præget de selskaber, foreningen over de senere år har investeret i.

I USA har man et udtryk, der siger, at tidevandets stigning løfter alle både, hvilket fint beskriver, hvad der i 2013 er sket på det japanske aktiemarked. Forventningen om, og den efterfølgende ageren af premierministeren og nationalbankdirektøren med udvidelse af den japanske pengemængde til følge, har løftet kurserne på det japanske aktiemarked. Foreningen har benyttet dette til at afhænde en række af de japanske selskaber, hvor vi er blevet skuffede over netop disse selskabers ledelses ageren i forhold til de rette ejere af selskaberne – aktionærerne.

Som langsigtet investor skal man have en vis form for stædighed. Forskellen mellem stædighed og dumhed er dog lille. Stædighed er i mange tilfælde godt, men trukket for langt kan stædighed være skidt og blive til dumhed. I dette tilfælde har stædigheden, tiden taget i betragtning, haft en negativ indvirkning på foreningens langsigtede pro anno-afkast siden start. Jeg finder midlertidig trøst i Churchills ordsprog: *"Success consists of going from failure to failure without loss of enthusiasm."*

### **Man-made risk!**

Jeg er grundlæggende en optimist, som generelt ser lyst på tilværelsen. Og med tegn på spirende økonomisk vækst og et aktieår som 2013, hvem kan så ikke mærke optimismen svulme? Det ser umiddelbart ud som om den medicin, der består i at lade seddelpressen køre, så småt begynder at virke. I modsætning hertil bliver jeg dog mere og mere bekymret for, om vi ender med at blive skuffede. Den amerikanske nationalbank trykker penge i en grad, der aldrig før er set. Et pengepolitisk tiltag af dimensioner. Dette kan i sig selv have andre meget negative konsekvenser. De meget store budgetunderskud finansieres af nytrykte penge, som sætter sig i kunstigt lave renter og høje aktiekurser. Hvad sker der med renterne, hvis den økonomiske vækst rent faktisk styrkes, og nationalbankerne skal suge sådanne eksorbitante summer op igen? Hvad sker der, hvis opsvinget ikke kommer, fordi de forbrugere, der har været vant til at finansiere deres forbrug med opsparede midler, faktisk fortsætter med at spare op (eller betale gæld tilbage)? Hvad sker der, hvis vi glider tilbage i recession, og nationalbankerne blot fortsætter deres udvidelse af pengemængden? De store budgetunderskud og den samlede gæld indeholder deflationære kræfter, mens den forøgede pengemængde indeholder inflationære kræfter. Det er naturligvis meget svært, hvis ikke umuligt, at forudsige, hvordan det kommer til at udfolde sig. Lad os ikke håbe, at lyset for enden af tunnelen viser sig at være et modkørende tog!

### **Likviditet**

Analysehuset Morningstar, der følger markedet for investeringsforeninger globalt, havde en artikel i Berlingske 30. november 2013, som omhandlede investeringsforeningers likviditetsbeholdning. Artiklen indeholdte også et skema, hvor Investeringsforeningen Nielsen Global

Value indgik, hvorfor jeg herved skal kommentere på min og foreningens holdning til det fremførte.

Af artiklen fremgik blandt andet følgende:

*”Behovet for kontanter i en aktiefond giver på den anden side ingen mening for investorerne. De fleste investorer køber aktiefonde af en primær årsag, nemlig for at få adgang til mange aktier via en enkelt investering. Så køber man en aktiefond med 90 procent aktier og ti procent kontanter, får man i virkeligheden falsk varebetegnelse for den sidste tiendedel af varen.”*

*”Endelig kan man spørge sig selv, om det overhovedet er porteføljemanagers opgave at gå ind og ud af aktiemarkedet for investorerne. Efter Morningstars opfattelse ligger det uden for investeringsmandatet, hvis en aktiefond indeholder meget mere end nogle få kontanter til at sikre den daglige emission og indløsning.”*

*”Overordnet set skønner vi, at de mange kontanter afspejler, at nogle aktiefonde forsøger at gå ind og ud af markedet alt efter stemningen på aktiemarkedet og deres forventninger.”*

Morningstar fremførte nøjagtig samme konklusion i en dansk avis tilbage i 2010. I årsrapporten for 2010 kommenterede jeg på artiklen, hvilket jeg også vil benytte nærværende lejlighed til. I og med at de to artikler fremfører samme konklusioner, og vi i foreningen har været konsistente siden etableringen i juli 2002, har jeg valgt at give samme svar som i årsrapporten for 2010, dog her med enkelte understregninger:

*Det at Investeringsforeningen Nielsen Global Value indgik i artiklens sammenligning af kontantandele blandt andre danske aktiefonde, kan medføre fejlagtige konklusioner for vores forening. Foruden at henvise til foreningens prospekt samt tidligere halv- og helårsrapporter, giver det mig anledning til endnu engang at belyse vores tanker, når det kommer til foreningens likviditet. Vi har løbende oplyst om – og netop været konsistente i – vores holdning til størrelsen af foreningens likviditetsandel, hvorfor der ikke er tale om falsk varedeklaration ved investering i vores investeringsforening.*

*Vi opfatter investeringsforeningen som et ”holdingselskab” eller ”moderselskab”, der foretager langsigtet investering i en række ”datterselskaber”, når disse har kombinationen af interessante karakteristika og yderst attraktive markedsværdier. Kan vi ikke finde attraktive muligheder vil foreningen holde likviditet. Men naturligtvis ikke mere end de 20%. Det er således alene resultatet af, om vi kan finde sådanne selskaber til de rigtige markedspriser, der bestemmer foreningens likviditetsandel – ikke om vi tror, at aktiemarkedet skal stige eller falde. Det har vi ingen idé om. (Den tredje faktor, ”at sidde på vores hænder”, selvom attraktive selskaber findes til gode markedspriser, kan dog også indgå i ligningen!).*

*Hver investering skal risikomæssigt sammenlignes med det at have likviditet. Vi vil ikke investere, fordi likviditet er dårligt, men alene fordi vi finder en potentiel investering, som kan være god. Likviditet yder fuldstændig sikkerhed for permanent tab af kapital og er det mest attraktive aktiv, når der i perioder ikke findes gode investeringsmuligheder.*

*Vi har siden foreningens etablering i 2002 haft likviditetsandele i enkelte perioder fra 0,5% til 18%, alt efter hvorvidt vi har kunnet finde attraktive investeringer i aktiemarkedet. For os har det intet med ”timing” af aktiemarkedet at gøre, men alene om vi bliver betalt tilstrækkeligt for den risiko, vi løber.*

*Det er nøjagtigt det samme, som finder sted ved allokeringen af kapital mellem sektorer og lande. Det er med fokus på investering i det enkelte selskab, der efterfølgende bestemmer den*

*samlede allokering til en sektor eller region.*

Vi har nu set stigende aktiekurser på de modne landes børser i snart fem år, og valueringerne på navnlig det amerikanske aktiemarked har nået et meget højt historisk niveau. Profitmarginerne er igen på et historisk højt niveau, og der er desværre samtidig i dag en lang række faktorer, som i min optik virker urovækkende. Jeg har aldrig forsøgt at forudsige udviklingen, og har ingen holdning til, om aktiemarkedene på kort sigt skal stige, falde eller forblive uændrede. Men jeg har svært ved at finde selskaber, der i dag opfylder de investeringskriterier, foreningen har, dvs. selskaber med en god forretningsmodel, en kompetent og aktionærorienteret ledelse og høje afkast på investeret kapital samt en **markedsværdi, der ligger markant under deres forretningsværdier**. Foreningen har solgt selskaber fra, og jeg har ikke i samme grad kunnet finde interessante investeringsemner. Derfor er likviditeten højere i dag end for et år siden. Af erfaring ved jeg, at en sådan periode kræver disciplin.

#### **Målsætning.**

Det er vores økonomiske mål at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til den lave risiko for permanent tab af kapital. Vi måler ikke foreningens økonomiske succes i størrelsen af foreningens formue. Vores fokus på værdiforøgelse over tid skal opfyldes ved at investere i undervurderede og velkapitaliserede selskaber hjemmehørende såvel nationalt som internationalt.

Vi forsøger at nå dette mål ved at investere i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Vi vil foretrække en portefølje med kvalitetsselskaber, idet sådanne selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Kvalitetsselskaber er selskaber med karakteristika som førende indenfor deres felt, højt afkast på investeret kapital og en likviditetsgenererende, aktionærorienteret og stærk ledelse. Fælles for alle er, at vi skal have en meget stor sikkerhedsmargin, før vi investerer. Det er således ikke nok for os, at et givent kvalitetsselskab handles til en relativ "fair" pris. Det betyder, at der går længere tid, før vi "sparker til bolden", men det vil alt andet lige også betyde en lavere omsætningshastighed i foreningen.

Har vi investeret med en stor sikkerhedsmargin, har vi intet imod, at markedsprisen falder yderligere, da vi kan addere til vores investering med større sikkerhedsmargin. Ultimativt vil vi blive begunstiget af en markedspris, som reflekterer den forretningsmæssige værdi. Vi vil ikke bekymre os om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men i stedet fokusere på, hvilke handlinger i dag der vil maksimere den langsigtede værdi.

#### **Andre forhold**

Jeg vil gerne takke foreningens investorer for den tillid, der udvises såvel foreningen som undertegnede. Jeg ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver afholdt tirsdag den 15. april 2014 kl. 16.00 på Sinatur Frederiksdal Hotel i Kgs. Lyngby. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2013 ligger på 11,70 kr. pr. bevis, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse.

Hvis I har spørgsmål af nogen art, eller hvis der er ting i ovenstående, som er uklare, er I altid velkomne til at kontakte mig.

Januar 2014.

Med venlig hilsen  
Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

*Ole Nielsen*

## Ledelsesberetning for 2013

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2013, hvilken hermed fremlægges.

### **Investeringsprofil**

Investeringsforeningen Nielsen Global Value investerer internationalt i aktievirksomheder. Det er foreningens målsætning at opnå en høj langsigtet egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til en lav risiko for permanent tab af kapital. Investeringerne vælges efter value-princippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Dette kaldes også for sikkerhedsmarginen. Ved at fokusere på en stor sikkerhedsmargin reduceres risikoen for permanent tab af kapital.

### **Risikoprofil**

Foreningen investerer i en række danske og udenlandske aktier. Da afdelingen søger at minimere risikoen for permanent tab af kapital, kan aktieinvesteringernes afkast variere betydeligt på kort sigt, og foreningen er således mest velegnet til langsigtet formueplacering.

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. De stammer typisk fra udviklingen i de økonomiske konjunkturer, politiske risici, udsving i valutakurser, stigende renter med mere. Her tænkes både på den løbende udvikling i den globale vækst og på økonomiske kriser. Hertil kommer påvirkningen fra lokale konjunkturforhold i de lande, hvor de selskaber, der investeres i, har deres væsentligste aktiviteter.

Afkastet påvirkes også af den globale politiske udvikling, som kan udløse ændringer i de økonomiske forhold og give udsving på de finansielle markeder. Lokale politiske forhold og indgreb kan tillige have en stor indvirkning på afkastet. Både kortvarigt og på længere sigt. Visse lande og regioner er desuden ofte præget af politisk ustabilitet og uroligheder, der kan vanskeliggøre forudsigeligheden og gennemskueligheden i udviklingen.

Indkøbes værdipapirer i en anden valuta end danske kroner, er der altid en valutarisiko. Renteudviklingen har også betydning for værdisætningen af aktier. Den har også betydning for forrentningen af foreningens kontantandel. Indlån placeres og forrentes i foreningens depotbank. Banken skal leve op til en række krav, som løbende kontrolleres og overvåges af Finanstilsynet.

På EU's risikoskala er afdelingen placeret i kategori 5. Foreningen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### **Afkast og formueudvikling**

Afkastet lå i 2013 på 19,27% mod de generelle aktiemarkeders samlede afkast målt ved MSCI World Index på 21,14%. Afkastet anses for tilfredsstillende og skal ses i lyset af foreningens investeringsstrategi, der er langsigtet. Fra foreningens etablering i juli 2002 frem til ultimo 2013 har afkastet ligget på 8,82% pro anno mod et pro anno-afkast for MSCI World Index i samme periode på 5,04%.

Et gennemgående tema i 2013 har fortsat været nationalbankernes forøgelse af pengemængderne. Større optimisme – også hos private investorer – har bidraget med en forøget tiltro til den økonomiske udvikling, hvilket har bidraget til positive aktiemarkeder. Foreningens aktieinvesteringer har også nydt godt af de stigende aktiemarkeder. Således lå afkastet for foreningen en hel del højere end det i årsrapporten for 2012 forventede niveau på omkring 5%. Foreningens portefølje består af 17 selskaber mod 19 selskaber ultimo 2012 med en fortsat stor vægt af finansielle selskaber. Foreningens strategi om en koncentreret portefølje er således uforandret i forhold til tidligere, omend handelsaktiviteten har været noget større end i de foregående regnskabsår, både som følge af mindre justeringer af porteføljen, frasalg af selskaber og nyinvesteringer.

Foreningens formue udgjorde 1.266.349 t.kr. ultimo 2013 mod 902.794 t.kr. ved årets begyndelse, hvilket vil sige en nettotilvækst i foreningens formue på 363.555 t.kr., som er skabt af et positivt resultat for regnskabsåret på 174.651 t.kr. Ud over udbetaling af dividende/udbytte på 41.839 t.kr. for regnskabsåret 2012 har foreningen oplevet en nettoemission på 230.165 t.kr.

#### Udlodning

I overensstemmelse med skattelovgivningen foreslår bestyrelsen en udlodning på 11,70 kr. pr. bevis for 2013. En ændring i skattereglerne betyder, at udlodningen alene er aktieindkomst og ikke som tidligere skal opdeles i aktieindkomst og kapitalindkomst.

Personbeskatning (Aktieindkomst)	Pensionsbeskatning 15 afgift	Selskabsindkomst
11,70	11,70	11,70

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Modpartsrisikoen, markedsrisikoen og likviditetsrisikoen er af særlig betydning for foreningen. Modpartsrisikoen og markedsrisikoen er knyttet til det forhold, at en stor del af formuen er koncentreret på få selskaber. Således udgør de ti største positioner 64,0% af formuen, og mere end halvdelen af formuen er placeret i finansielle selskaber.

Ultimo regnskabsperioden er ca. 10% af formue noteret i Japan, som er tidsmæssigt foran og bagud Danmark, hvilket betyder, at det danske marked først åbner og lukker, når de udenlandske markeder har lukket eller åbent. Der er derfor en risiko for, at der ikke kan reageres med det samme ved kraftige kursfald, hvilket øger likviditetsrisikoen i foreningen. Dette påvirker også markedsrisikoen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

#### Forventninger til afkast i 2014

Til trods for spirende optimisme forventer bestyrelsen fortsat stor usikkerhed med hensyn til den økonomiske udvikling. USA's, Japans og mange europæiske landes offentlige gæld og store budgetunderskud vil fortsat præge den politiske udvikling med fokus på besparelser. Dette forventes fortsat at have en negativ indflydelse på den økonomiske vækst og kan for nogle landes vedkommende højst sandsynligt medføre et senere tilbagefald i recession. Bestyrelsen forventer således i 2014 en noget mere uensartet tendens med større volatilitet på aktiemarkederne. Afkastet forventes dog at være positivt i hele 2014 i niveauet 5%.

#### Usædvanlige forhold

Ud over den omtalte udvikling på de finansielle markeder er der i regnskabsåret ikke indtruffet usædvanlige forhold, som har påvirket indregningen eller målingen.

#### Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

Der er fra balancedagen og frem til i dag ikke indtrådt forhold, som påvirker vurderingen af årsregnskabet.

#### Usikkerhed ved indregning eller måling

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for visse aktier, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses for retvisende. Aktierne værdiansættes i sådanne tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien.

### **Risici og risikostyring**

Som investor i investeringsforeningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til tre elementer:

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

#### **Risici knyttet til investeringsmarkederne**

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Sådanne risikoelementer er for eksempel udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valutarisici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer foreningen inden for de givne rammer. Eksempler på risikostyringselementer er rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

#### **Risici knyttet til investeringsbeslutningerne**

Foreningen er aktivt styret med en koncentreret portefølje af relativt få selskaber, hvorfor risikoen for markante kursudsving er høj.

Investeringerne vælges efter value-princippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle aktiemarked.

Dette i modsætning til passivt styrede foreninger og afdelinger – også kaldet indeksbaserede foreninger og afdelinger – hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for foreningen. Rammerne er fastlagt med reference til den maksimale og minimale observerede standardafvigelse over de seneste 5 år. Inden for denne ramme har bestyrelsen fastlagt en minimal og en maksimal standardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

#### **Risici knyttet til driften af foreningen**

For at undgå fejl i driften af foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer sådanne risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemer og højne kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med en rådgiver, der har fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets compliance-afdeling overvåger og fører kontrol med, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde til Finanstilsynet.

På IT-området lægges der stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt. Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med i udviklingen på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet, dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

For yderligere oplysninger henvises til det gældende prospekt og Central Investor Information Disse kan downloades fra [www.nielsencapitalmanagement.com](http://www.nielsencapitalmanagement.com). Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynets side og lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

## **Generelle risikofaktorer**

### **Enkeltlande**

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, for eksempel Danmark, er der risiko for, at det finansielle marked i det pågældende land kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

### **Eksponering for udlandet**

Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold.

### **Valuta**

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering for valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil foreningens kurs være påvirket af udsving i valutakurserne mellem sådanne valutaer og danske kroner.

### **Selskabsspecifikke forhold:**

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da foreningen på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af foreningen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

## **Særlige risici ved aktieforeninger**

### **Udsving på aktiemarkedet**

Aktiemarkeder kan svinge meget og falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

### **Risikovillig kapital**

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en forenings formue kan investeres

i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

**Samfundsansvar**

Foreningen har ikke en politik for samfundsansvar.



## Ledelsesberetning, fortsat

### Bestyrelse og Direktion

Om bestyrelsesmedlemmer og direktion i Investeringsforeningen Nielsen Global Value er følgende ledelseshverv oplyst

#### Bestyrelse

**Kim Håkonsson, formand. Tiltrådt 29. april 2002**

Formand i bestyrelsen for:

N.I.S.H. Forsikringsservice A/S

Return Advisors A/S

**Merete Addis, næstformand. Tiltrådt 28. april 2011**

Medlem af bestyrelsen for:

PA-Revision A/S

**Peter Pilsborg. Tiltrådt 27. april 2006**

#### Direktion

BI Management A/S

**Christina Larsen, direktør**

Formand for:

BI SICAV, Luxembourg

Næstformand for:

Investeringsforeningsrådet

Medlem af bestyrelsen for:

FundCollect A/S

Direktør for:

BI Management A/S

**Henrik Granlund, vicedirektør**

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

Medlemmerne vælges for 4 år ad gangen. Genvalg kan finde sted.

Ethvert medlem af bestyrelsen afdøer senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år, medmindre generalforsamlingen bestemmer andet.

Bestyrelsens medlemmer modtager et årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen.

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2013: 180 t.kr. (2012: 180 t.kr.)

## Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2013 for Investeringsforeningen Nielsen Global Value.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskabet for foreningen giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2013 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2013.

Foreningens ledelsesberetning indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 13. marts 2014

### Bestyrelse

---

Kim Håkonsson  
Formand

---

Merete Addis  
Næstformand

---

Peter Pilsborg

### Direktion

BI Management A/S

---

Christina Larsen  
Direktør

---

Henrik Granlund  
Vicedirektør

## Den uafhængige revisors erklæringer

### *Til medlemmerne i Investeringsforeningen Nielsen Global Value*

#### **Påtegning på årsregnskabet**

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Nielsen Global Value for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2013, der omfatter anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

#### **Ledelsens ansvar for årsregnskabet**

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

#### **Revisors ansvar**

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

#### **Konklusion**

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2013 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2013 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

**Udtalelse om ledelsesberetningen**

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger mv. gennemlæst ledelsesberetningen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet.

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

København, den 13. marts 2014

**Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

---

Anders O. Gjelstrup  
Statsautoriseret revisor

---

Per Rolf Larsen  
Statsautoriseret revisor

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2012.

### Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

### Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde den enkelte afdeling, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når den enkelte afdeling som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen. Finansielle instrumenter består af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver udgøres af likvide beholdninger, kapitalandele og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige risici og tab, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1600 valutakursen.

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

Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet anskaffelsestidspunktet indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

### Usikkerhed ved indregning og måling

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for unoterede kapitalandele eller instrumenter med lav omsætning, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende. Instrumenterne værdiansættes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien.

## Resultatopgørelse

### Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter og renteudgifter på indestående i pengeinstitutter. Aktieudbytter indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.

### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på valutakonti og kapitalandele. Realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele opgøres som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet fratrukket dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret.

### Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger med videre ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i medlemmernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af bruttohandelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

### Administrationsomkostninger

Foreningens direkte omkostninger består af de omkostninger, som direkte kan henføres til foreningen.

Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som "Fast administrationsbidrag" i foreningen.

### Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat som ikke kan refunderes.

### Udlodning/udbytte

Foreningen foretager hvert år en udlodning/udbytte i overensstemmelse med foreningens vedtægter, der opfylder de i ligningslovens § 16 C anførte krav til minimumsindkomsten.

Foreningerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen/udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- Indtjente renter og udbytter
- Realiserede nettokursgevinster valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af foreningens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste tidededel procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end 0,10%. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Udlodningsregulering fra årets emissioner og indløsninger indgår i resultat til udlodning og beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission/indløsning.

Udlodningsreguleringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særskilt post under medlemmernes formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlodningsbeløb tillægges/fradrages foreningens formue.

## **Balancen**

### **Likvide midler**

Likvide midler måles til dagsværdi, der svarer til den nominelle værdi.

### **Kapitalandele**

Kapitalandele måles til dagsværdi. På noterede kapitalandele fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Hvis denne kurs ikke afspejler dagsværdien, fastlægges værdien på grundlag af værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Unoterede kapitalandele måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder.

### **Andre aktiver**

Andre aktiver måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af værdipapirer samt emissioner, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Tilgodehavende rente, udbytte m.m. består af periodiserede renter på likvider, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

### **Anden gæld**

Anden gæld måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

### **Nøgletal**

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra InvesteringsForeningsRådet.

### **Indre værdi**

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

### **Udlodning i procent**

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

### **Omkostningsprocent**

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

**Årets afkast i procent**

beregnes som:

$$\left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}}{\text{Indreværdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: Udlodning x indre værdi ultimo året/indre værdi efter udlodning.

**ÅOP (Årlige omkostninger i procent)**

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetingsbetet honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag. Såfremt afdelingen er en såkaldt Fund of Funds, det vil sige investerer mere end 20 procent af formuen i andre investeringsafdelinger, tillægges en forholdsmæssig andel af deres administrationsomkostninger på opgørelsestidspunktet.

Foreningen foretager ikke investeringer i andre investeringsafdelinger eller anvender resultatbetingsbetet honorar.

**Værdipapiromsætning, brutto og netto**

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer fratrukket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrukket handel i forbindelse med emissioner og indløsninger.

**Omsætningshastighed**

Omsætningshastigheden afspejler, hvor mange gange om året beholdningen omsættes. Den beregnes som værdipapiromsætningen opgjort til nettoværdi i forhold til den gennemsnitlige formue, opgjort efter samme principper som ved beregning af omkostningsprocenten. Anvendelsen af netttotal medfører, at det alene er handlen i forbindelse med den løbende porteføljepleje, der måles.

**Sharpe Ratio**

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen. Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen). Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

**Standardafvigelse**

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet. Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68% sandsynlighed fordele sig +/- en standardafvigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95% sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnittet. Jo højere standardafvigelse desto større udsving i forhold til gennemsnitsafkastet.



**Resultatopgørelse**

	<b>2013</b>	<b>2012</b>
	<b>(t.kr.)</b>	<b>(t.kr.)</b>
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	188	-1
2 Udbytter	23.007	29.332
<b>Renter og udbytter i alt</b>	<b>23.195</b>	29.331
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	177.617	127.110
Valutakonti	-973	-148
Øvrige aktiver/passiver	1	-15
3 Handelsomkostninger	1.080	586
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>175.565</b>	126.361
<b>I alt indtægter</b>	<b>198.760</b>	155.692
4 Administrationsomkostninger	20.267	16.160
<b>Resultat før skat</b>	<b>178.493</b>	139.532
5 Skat	3.842	3.113
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>174.651</b>	136.419

	<b>Balance</b>	
	<b>2013</b>	<b>2012</b>
	<b>(t.kr.)</b>	<b>(t.kr.)</b>
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	108.920	80.686
Indestående i andre pengeinstitutter	70.000	0
<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>178.920</b>	80.686
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	161.343	134.761
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	912.617	641.672
Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	0	27.840
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	13.727	14.574
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>1.087.687</b>	818.847
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	233	0
Andre tilgodehavender	420	656
Mellemværende vedr. handelsafvikling	110	2.641
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>763</b>	3.297
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.267.370</b>	902.830
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	1.266.349	902.794
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.021	36
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.021</b>	36
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.267.370</b>	902.830

8 Til rådighed for udlodning

9 Femårsoversigt

## Noter

Note		2013 (t.kr.)	2012 (t.kr.)	
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i pengeinstitutter		188	-1	
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>188</b>	<b>-1</b>	
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber		7.083	4.520	
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		15.137	23.166	
Unoterede aktier		787	1.646	
<b>I alt udbytter</b>		<b>23.007</b>	<b>29.332</b>	
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger		1.498	655	
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-418	-69	
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>1.080</b>	<b>586</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger</b>				
	<b>Direkte</b>	<b>I alt</b>	<b>Direkte</b>	<b>I alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	180	180	180	180
Revisionshonorar	30	30	30	30
Gebyrer til depotselskab	696	696	643	643
Andre omk. i forb. med formueplejen	18.037	18.037	14.181	14.181
Øvrige omkostninger	229	229	341	341
Fast administrationshonorar	1.095	1.095	785	785
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>20.267</b>	<b>20.267</b>	<b>16.160</b>	<b>16.160</b>
<b>5 Skat</b>				
Ikke refunderbar skat		3.842	3.113	
<b>I alt skat</b>		<b>3.842</b>	<b>3.113</b>	
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>				
Børsnoterede finansielle instrumenter		85%	86%	
Finansielle instr. andet reg. marked		1%	5%	
Andre aktiver og passiver		14%	9%	

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

<b>Formue fordelt på regioner</b>	2013	2012
Nordamerika	46%	37%
Europa	39%	28%
Japan	8%	24%
Østeuropa	1%	2%
Andre inklusiv kontanter	6%	9%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	63%	62%
Stabile forbrugsgoder	9%	10%
Cykliske forbrugsgoder	6%	12%
Industri	8%	0%
Andre inklusiv kontanter	14%	16%

## Noter

		2013 (t.kr.)		2012 (t.kr.)		
7	<b>Medlemmernes formue</b>					
	Formue primo	Cirk. Beviser 503.632	Formue-værdi 902.794	Cirk. Beviser 510.394		
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		41.550	33.176		
	Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		289	475		
	Emissioner i året	119.022	238.220	738		
	Indløsninger i året	4.600	8.700	7.500		
	Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		645	21		
	Udlodningsregulering		-12.855	-16		
	Overført udlodning fra sidste år		-703	-253		
	Overført udlodning til næste år		296	703		
	Foreslået udlodning		72.312	41.550		
	Overført fra resultatopgørelsen		115.601	94.435		
	<b>Formue ultimo</b>	<b>618.054</b>	<b>1.266.349</b>	902.794		
8	<b>Til rådighed for udlodning</b>					
	Renter og udbytter		22.773	29.841		
	Ikke refunderbar skat		3.842	3.113		
	Kursgevinster til udlodning		60.386	31.416		
	Administrationsomkostninger		20.267	16.160		
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning		12.855	16		
	Udlodning overført fra sidste år (+/-)		703	253		
	<b>Til rådighed for udlodning, brutto</b>		<b>72.608</b>	42.253		
	<b>I alt rådighed for udlodning</b>		<b>72.608</b>	42.253		
	Heraf foreslået udlodning		72.312	41.550		
	Heraf foreslået overført til udlodning næste år		296	703		
9	<b>Femårsoversigt</b>	<b>2013</b>	2012	2011	2010	2009
	Årets nettoresultat (t.kr.)	174.651	136.419	-63.314	158.461	110.541
	Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.266.349	902.794	810.180	905.111	836.009
	Cirkulerende andele (stk.)	6.180.540	5.036.320	5.104	5.138	5.695
	Indre værdi	204,89	179,26	158,74	176,17	146,80
	Udlodning (%)	11,70	8,25	6,50	5,25	0,00
	Omkostningsprocent	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
	Årets afkast (%)	19,27	17,34	-7,07	20,00	18,23
	Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	393.183	137.645	77.362	121.488	395.460
	Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	300.462	192.786	69.796	210.414	314.204
	Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	693.645	330.431	147.158	331.901	709.664
	Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	500.140	295.590	43.647	137.610	449.024
	Omsætningshastighed	0,23	0,17	0,03	0,08	0,33
	ÅOP	2,31	2,31	2,26	2,25	2,39
	Sharpe Ratio	0,95				
	Standardafvigelse (%)	11,92				
	Tracking Error (%)	6,68				
	Information Ratio	-0,13				
	Benchmark:					
	Afkast (%)	21,14				
	Sharpe Ratio	0,95				
	Standardafvigelse (%)	12,75				

## Finanskalender 2014

### For regnskabsåret 2014

13.03.2014	Årsrapport 2013
15.04.2014	Generalforsamling
20.08.2014	Halvårsrapport 2014









