

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

**Årsrapport for 2014**



INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

## Årsrapport 2014

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

**Indhold:**

<b>Foreningsoplysninger</b> .....	4
<b>Forord</b> .....	5
<b>Ledelsesberetning for 2014</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 23. april 2015 kl. 16.00  
Sinatur Hotel Frederiksdal, Frederiksdalsvej 360 i Kgs. Lyngby

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

## 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

Indre værdi pr. investeringsbevis steg i 2014 med 16,24 %, hvilket absolut set er tilfredsstillende. Afkastet for de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI World Index lå på 19,27 %, hvorfor det relative afkast ikke er tilfredsstillende.

Fra foreningens etablering i juli 2002 frem til ultimo 2014 ligger afkastet på 9,40 % pr. år mod et årligt afkast for MSCI World Index i samme periode på 6,12 %. Det er maksimeringen af foreningens langsigtede, gennemsnitlige årlige afkast, der har min førstprioritet. Foreningens afkast for året ligger højere end sidste år, hvilket er godt, men samtidig er årets afkast for MSCI World Index forbedret noget mere. Selv om jeg fokuserer på at skabe et absolut afkast, skal afkastet for foreningen på lang sigt ligge over MSCI World Index.

### Foreningens investeringer

Jeg er tilhænger af en koncentreret portefølje, og vi har 15 selskaber i porteføljen. De fem største positioner udgjorde 42,3 % af porteføljen, og de ti største positioner udgjorde 65,7 %. 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. Selv om vores mål er at skabe et absolut afkast, håber og forventer jeg, at en akkumulering af afvigelser på lang sigt vil være til vores fordel.

Nedenfor fremgår de ti største positioner med størrelsen angivet som procent af foreningens formue.

<i>Navn</i>	<i>Størrelse af formue</i>
Admiral Group Plc.	9,9 %
American International Group, Inc.	9,8 %
Fairfax Financial Holdings, Ltd.	9,8 %
Ringkjøbing Landbobank A/S	7,9 %
Alleghany Corp.	4,9 %
Berkshire Hathaway, Inc.	4,9 %
Expeditors Intl. of Washington, Inc.	4,8 %
Nestlé SA	4,7 %
Thor Industries, Inc.	4,5 %
Calbee Inc.	4,5 %

De følgende fem største positioner udgjorde 42,3 %:

**Admiral Group Plc.:** Englands mest profitable autoforsikringsselskab. Admiral fokuserer på lave omkostninger, direkte salg, god kundeservice og høj egenkapitalforrentning. Har siden etableringen i 1993 haft meget høj vækst med en markedsandel, der er gået fra 0 % til 11 %. Admiral er prisfastsat til 8,7 gange konjunkturelt presset driftsindtjening.

**American International Group, Inc.:** Førende, internationalt forsikringsselskab med repræsentation i over 130 lande. Har siden 2008 været gennem en rationaliseringsproces, hvor ikke-kerneaktiviteter er solgt fra. Ledelsen fokuserer på omkostningsreduktion og disciplineret prisfastsættelse af forsikringsrisiko med et mål for egenkapitalforrentning på mellem 10 % og 15 %. AIG er prisfastsat til 0,72 gange egenkapitalen.

**Fairfax Financial Holdings, Ltd.:** Holdingselskab for en række forsikringsselskaber i Nordamerika. Ledelsen, som selv er aktionærer i selskabet, er meget ejerorienterede. Ved fokusering på "floatet" fra forsikringsselskaberne og valueorienteret investering med fokus på

absolut afkast har ledelsen siden 1985 gennemsnitligt forøget egenkapital pr. aktie med over 20 % pr. år. Foreningen har oprindeligt investeret i Fairfax til en stor discount til deres egenkapital og en endnu større discount til deres forretningsmæssige værdi. Fairfax er prisfastsat til 1,3 gange egenkapitalen.

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

Alleghany Corp.: Holdingselskab med investeringer i forsikringselskaber, herunder Transatlantic Hlds., der er blandt verdens ti største genforsikringselskaber. Alleghany har samme forretningsmodel som Fairfax og Berkshire Hathaway med fokus på disciplineret forsikringsdrift og investering af forsikringsforretningens "float" med mål om langsigtet, høj egenkapitalforrentning. Alleghany er prisfastsat til 1,0 gange egenkapitalen.

Bank, forsikring og anden finansiel virksomhed udgør med 58,7 % fortsat en stor andel af foreningen. Fire forsikringselskaber, som tilsammen udgør 34,4 %, tre banker, der udgør 15,7 %, og to selskaber, i alt 8,7 %, kan betegnes som diversificeret finansiel virksomhed. Resten af aktieporteføljen på 23,8 % af formuen repræsenteres af andre brancher. Likviditetsbeholdningen er steget yderligere i 2014 til 17,6 %.

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

Foreningens omsætningshastighed lå med 17 % inklusive disse småtilretninger lidt lavere i 2014 end de 23% i 2013. Jeg forventer over tid, at omsætningshastigheden vil ligge omkring de 15 % inklusive de tilretninger, som 5-10-40-procents-reglen måtte medføre. Foreningen har helt eller delvist afhændet tre europæiske og et japansk selskab. Herudover har foreningen nedbragt foreningens beholdning af Nordea Bank og investeret provenuet i Admiral Group. Foreningen investerede første gang i Admiral i februar og har forøget positionen væsentligt i anden halvdel af 2014.

#### **"The Security I Like Best"**

Sådan lød overskriften på en artikel i udgaven af The Commercial and Financial Chronicle af 6. december 1951, forfattet af den på det tidspunkt ukendte, men senere så velkendte investor, Warren Buffett. Artiklen omhandlede selskabet Government Employees Insurance Corporation, i dag bedre kendt under forkortelsen GEICO. Et på det tidspunkt børsnoteret og yderst profitabelt autoforsikringselskab, som Warren Buffett investerede i. Mange år efter og en i 1995 100-procents-overtagelse er GEICO i dag et datterselskab af Warren Buffetts holdingselskab, Berkshire Hathaway.

Sætningen "The Security I Like Best" inkluderer tre faktorer – et selskab, et værdipapir og en pris. Der findes mange selskaber, som jeg finder yderst interessante ud fra forretningsmodel og ledelse, og som alle er børsnoterede og således har udstedt værdipapirer. En del har vi allerede investeret i i foreningen. Det meste af tiden er den tredje faktor, nemlig prisen, dog højere end det niveau, jeg vil investere på. Vores investeringsfilosofi fordrer som bekendt en lav pris, for at vores investering har den fornødne sikkerhedsmargin.



I 2014 investerede foreningen i det engelske selskab, Admiral Group Plc., først med en positionsstørrelse på knap 5 % og sidst på året suppleret til en positionsstørrelse på knap 10 %. På nuværende tidspunkt vil jeg betegne denne investering som ”The Security I Like Best”. Pudsigt nok er Admiral også primært et autoforsikringselskab. Og selv om Admiral også fokuserer på direkte salg til forbrugeren uden om agenter i lighed med GEICO, så er forretningsmodellen noget anderledes.

Med en historie, der går tilbage til 1993, og et efterfølgende management buy-out af Henry Engelhardt og et team af forsikringsfolk i 1999 havde og har Admiral det klare formål at fokusere på lave priser og god service. Selskabet fokuserer på direkte salg til forbrugeren uden om et agentnetværk. Ledelsens holdning dengang og nu er, at internettet over tid ville udvikle sig til et uimodståeligt samlingspunkt for forbrugere til sammenligning af priser på standardiseret autoforsikring i Storbritannien. Således etableredes selskabet confused.com med internet-hjemmesiden af samme navn i 2002, hvor forbrugerne kunne indtaste deres personlige data og få et pristilbud fra markedets autoforsikringselskaber, og Admiral kunne med sine lave priser distribuere uden om et agentnetværk.

Denne model har medført, at Admiral har udvidet sin forretning fra oprindeligt ét ”brand”, nul kunder og 57 ansatte til i dag 3.940.000 kunder, 15 ”brands” og 7.000 ansatte og med præmieindtægter og andre forsikringsrelaterede indtægter og indtægter genereret fra hjemmesideforretningen på 1.563 mio.GBP og en markedsandel i England på godt 11 % - en formidabel vækst.

Det er jo godt med kraftig vækst i indtægterne. Det fortæller noget om, hvor meget man får over disken, og over tid at kunderne kan bruge selskabets produkter. Mindst lige så vigtigt som vækst i indtægterne er profitabiliteten. Og det er her, Admiral skyder alle lys ud! Hvor hovedparten af konkurrenterne i det engelske autoforsikringsmarked har en omkostningsprocent tæt på 30, opererer Admiral med en omkostningsprocent på kun 15. Hvor det generelle autoforsikringsmarked gennemsnitligt kun kan opnå combined ratios (skades- og administrationsomkostninger i forhold til præmieindtægter) på lige godt 100, har Admiral demonstreret combined ratios over tid på knap 84. Gennemsnitlig profit margin efter skat de sidste 11 år har ligget på knap 32 %. Admiral genforsikrer 75 % af forretningen, og kapitalbindingen er derfor ikke særlig stor. Admiral har således kunnet vokse kraftigt og samtidig udbetale en meget stor andel af overskuddet til aktionærerne. Egenkapitalforrentningen har de sidste 11 år ligget på godt 55 % pr. år uden rentebærende gæld på balancen.

Ledelsen prioriterer medarbejdernes motivation meget højt. De praktiserer den indlysende idé, at en glad medarbejder får meget mere fra hånden, hvorfor de har en meget pågående prioritering af medarbejdermotivation. De er flere år i træk blevet kåret som værende blandt de bedste selskaber at arbejde for i England. Foruden ledelsen er alle medarbejdere aktionærer i selskabet.

Admiral vil med den eksisterende forretningsmodel godt kunne vokse yderligere i det engelske marked, hvilket jeg også forventer de vil gøre. Men det er ledelsens holdning, at Admirals forretningsmodel også vil kunne fungere i andre markeder uden for England. Således etableredes et autoforsikringselskab i Spanien i 2006 samtidig med lanceringen af en spansk forsikrings-sammenligningshjemmeside lig Confused.com. Senere kom Frankrig og Italien til. Og senest har Admiral etableret datterselskaber i fire stater i USA – også med en hjemmeside til sammenligning af forsikringspriser. Har Admiral held med at gentage succesen uden for England, vil der være mange års profitabel vækst at se frem til. Dog vil det tage nyetableringerne ca. otte til ti år at opnå breakeven. Endelig startede de i slutningen af 2012 op i England med husstandsforsikringer efter samme principper.

Forsikringsvirksomhed, herunder autoforsikringsvirksomhed, er af cyklisk karakter. Priserne på autoforsikring i England fluktuerer, og det engelske marked har de sidste to år oplevet faldende priser. Her letter Admiral så at sige foden fra speederen og bremser kundetilgangen for igen, når markedet oplever stigende priser, at holde prisen på deres produkter i ave og accelerere kundetilgangen. Det betyder, at Admiral i disse år opnår konjunkturelt lavere priser, hvilket influerer negativt på indtjeningen. Nettoindtjeningen lå i 2013 på 287 mio.GBP, men vil i 2014 og måske 2015 ligge lavere. Dog ser det ud til, at de faldende priser har stabiliseret sig i slutningen af 2014. Yderligere skal det tages med i betragtningen, at de udenlandske aktiviteter trækker en smule ned i det samlede resultat, da der fortsat bliver investeret i disse aktiviteter, og der som sådan endnu ikke er opnået breakeven.

Admiral har ikke som anført tidligere samme kapitalbinding som et typisk forsikringselskab. Desuden har Admiral en historik for meget profitabel forsikringsdrift. Og endelig har Admiral andre forretningsmæssige indtægter ved siden af. Man kan således anskue selskabet på en lidt anden måde end generelle forsikringselskaber. Man kan regulere Admirals markedsværdi med de forsikringsmæssige hensættelser og tilgodehavender og selskabets likviditetsbeholdning. Målt på nuværende regulerede markedsværdi af 8,7 gange driftsindtjeningen i 2013 – et dårligt år for branchen og en driftsindtjening holdt ”kunstigt” nede af de udenlandske aktiviteter – synes markedet ikke at betale for det kolossale indtjeningspotentiale, Admiral rummer.

### **Likviditet**

Jeg har ingen holdning til, om aktiemarkedene på kort sigt skal stige, falde eller forblive uændrede. Men jeg har stadig svært ved at finde selskaber, der i dag opfylder de investeringskriterier, foreningen har: Selskaber med gode forretningsmodeller, kompetente og aktionærorienterede ledelser, højt afkast på investeret kapital, som har markedsværdier, der ligger markant under disses forretningsmæssige værdier. Foreningen har solgt selskaber fra, og jeg har ikke i samme grad kunnet finde interessante investeringsemner. Derfor er likviditeten også ultimo 2014 højere end for et år siden. Havde foreningen ikke skullet nedbringe positionen i Nordea for at gøre plads til Admiral, ville likviditeten dog have været en kende lavere.

### **Målsætning**

Det er vores økonomiske mål at maksimere den langsigtede, gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav 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 investering i undervurderede og velkapitaliserede såvel nationalt som internationalt hjemmehørende selskaber.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Vi vil foretrække en portefølje med kvalitetsselskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Kvalitetsselskaber er selskaber med karakteristika som værende førende inden for hver deres felt, højt afkast på investeret kapital, likviditetsgenerende, aktionærorienteret og en stærk ledelse. Fælles for alle gælder det, 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 afspejler den forretningsmæssige værdi. Vi vil ikke bekymre os om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men fokuserer i stedet på, hvilke handlinger i dag som 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 torsdag den 23. april 2015 kl. 16.00 på Sinatur Frederiksdal Hotel i Kgs. Lyngby. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2014 er 12,00 kr., 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 2015

Med venlig hilsen  
Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

*Ole Nielsen*

## Ledelsesberetning for 2014

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2014, der herved fremlægges.

### **Investeringsprofil**

Investeringsforeningen Nielsen Global Value investerer i aktievirksomheder på internationalt plan. 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 valueprincipper. 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. Disse 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 udøve en stor indflydelse 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 af udviklingen.

Indkøbes værdipapirer i anden valuta end danske kroner, er der altid en valutarisiko. Renteudviklingen har også betydning for værdiansættelsen 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 2014 på 16,24 % mod de generelle aktiemarkeders samlede afkast målt ved MSCI World Index på 19,21 %. Afkastet anses for tilfredsstillende og skal ses i lyset af foreningens investeringsstrategi, der er langsigtet. Fra foreningens etablering i juli 2002 frem til ultimo 2014 ligger afkastet på 9,40 % pr. år mod et årligt afkast for MSCI World Index i samme periode på 6,12 %.

Også i 2014 har et gennemgående tema været Nationalbankernes stillingtagen til forøgelse af pengemængderne. Større optimisme i USA har bidraget med en forøget tiltro til den økonomiske udvikling, hvilket har bidraget til et positivt aktiemarked i USA. Også det japanske aktiemarked har udvist stigning i 2014 understøttet af Nationalbankens tilførsel af likviditet. I Europa er udviklingen i den økonomiske vækst dog stadig meget lav eller endog ikke eksisterende. Aktiemarkederne i Europa har udvist en mere uensartet tendens.

Foreningens aktieinvesteringer har nydt godt af de stigende aktiemarkeder, navnlig stigningen i både den amerikanske dollar og det britiske pund. Således lå afkastet for foreningen en hel del højere end det i årsrapporten for 2013 forventede niveau på omkring 5 %.

Foreningens portefølje består af 15 selskaber mod 17 selskaber ultimo 2013 med en fortsat stor vægt af finansielle selskaber. Foreningens strategi om at have en koncentreret portefølje er således uforandret i forhold til tidligere, omend handelsaktiviteten har været noget større, end hvad der forventes i et gennemsnitligt regnskabsår, både som følge af mindre justeringer af porteføljen, frasalgs af selskaber og nyinvesteringer.

Foreningens formue udgjorde 1.443.015 t.kr. ultimo 2014 mod 1.266.349 t.kr. ved årets begyndelse, hvilket vil sige en nettotilvækst i foreningens formue på 176.666 t.kr., som primært er skabt af et positivt resultat for regnskabsåret på 202.879 t.kr. Ud over udbetaling af udbytte på 71.961 t.kr. for regnskabsåret 2013 har foreningen oplevet en nettoemission på 45.748 t.kr.

### Udbytte

I overensstemmelse med skattelovgivningen foreslår bestyrelsen et udbytte på 12 kr. pr. bevis for 2014. Indkomstfordelingen fremgår af følgende skema:

Personbeskatning		
Aktieindkomst	Pensionsbeskatning 15 afgift	Selskabsindkomst
12,00	12,00	12,00

### 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 omkring få selskaber. Således udgør de ti største positioner 65,7 % af formuen, og mere end halvdelen af formuen er placeret i finansielle selskaber.

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

### Forventninger til afkast i 2015

Til trods for spirende optimisme forventer bestyrelsen fortsat stor usikkerhed omkring den økonomiske udvikling. Der er stor risiko for deflation, hvorfor nationalbankerne i USA, Europa og Japan fortsat vil have en lempelig tilgang til pengemarkederne. Bestyrelsen forventer i 2015 en uensartet tendens med stor volatilitet på aktiemarkederne. Afkastet forventes dog at være positivt for hele 2015 i niveauet 5 %.

### Usædvanlige forhold

Ud over omtale af udviklingen på de finansielle markeder er der ikke i regnskabsåret 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 disse 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 en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til tre elementer: investeringsmarkederne, investeringsbeslutningerne og driften af foreningen.

**Risici knyttet til investeringsmarkederne**

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse 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 valueprincippet. 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 – 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 fem år. I det område 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 disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af 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 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 complianceafdeling 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 også til Finanstilsynet.

På IT-området lægges 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 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 Investorinformation. Disse kan downloades fra [www.nielsencapitalmanagement.com](http://www.nielsencapitalmanagement.com).

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol ved Finanstilsynet 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 som 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.

### **Eksposering mod udlandet**

Investering i flere 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. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

### **Valuta**

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil afdelingens kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Investering i danske aktier har ingen direkte valutarisiko, mens investeringer i f.eks. europæiske aktier udstedt i euro, har en begrænset valutarisiko.

### **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 afdelingen på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri helt eller delvist vil være tabt.

**Nye markeder/emerging markets:**

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der sjældent forekommer på de udviklede markeder. Et ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være svingende som følge af økonomiske og politiske

**Likviditet**

I forbindelse med en afdelings investering i værdipapirer er der en risiko for, at det ikke er muligt at sælge værdipapirerne eller, at disse kun kan sælges til en kurs, der er lavere end den, der er blevet anvendt i forbindelse med beregningen af afdelingens indre værdi.

Værdipapirer udstedt af selskaber på udviklede markeder vil oftest have en højere likviditet end værdipapirer udstedt af selskaber i eksempelvis emerging markets-lande, ligesom udstedelsens samlede størrelse kan have indflydelse på det enkelte værdipapirs likviditet. Endvidere vil også selskabsspecifikke forhold og makroøkonomiske indgreb, såsom renteændringer, kunne have indflydelse på likviditeten i det enkelte værdipapir.

**Modpartsrisiko**

Aftaler vedrørende afledte finansielle instrumenter indgås ofte med en eller flere modparter, hvorfor der foruden en eventuel markedsrisiko ligeledes er en modpartsrisiko i form af risikoen for, at modparten ikke kan opfylde sine forpligtelser i henhold til den indgåede aftale, og at der ikke er stillet tilstrækkelig sikkerhed for opfyldelsen. Modpartsrisiko er således risikoen for at lide et finansielt tab som følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. Placering af afdelingens kontante beholdninger medfører også en modpartsrisiko.

**Særlige risici ved aktieforeninger****Udsving på aktiemarkedet**

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som 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 fx udvikling af nye produkter. En del af en afdelings 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

Medlem af bestyrelsen for:

Art Andersen ApS

**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

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 afdr 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 2014: 180 t.kr. (2013: 180 t.kr.)

## Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2014 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 2014 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014.

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 20. marts 2015

### 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 investorerne i Investeringsforeningen Nielsen Global Value*

#### **Påtegning på årsregnskabet**

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Nielsen Global Value for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014, 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 2014 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 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 20. marts 2015

**Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

---

Anders O. Gjelstrup  
Statsautoriseret revisor

---

Per Rolf Larssen  
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 2013.

### 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, resultatbetinget 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 resultatbetinget 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 nettotal 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>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>(t.kr.)</b>	<b>(t.kr.)</b>
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	354	188
2 Udbytter	28.403	23.007
<b>Renter og udbytter i alt</b>	<b>28.757</b>	23.195
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	203.080	177.617
Valutakonti	480	-973
Øvrige aktiver/passiver	29	1
3 Handelsomkostninger	1.560	1.080
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>202.029</b>	175.565
<b>I alt indtægter</b>	<b>230.786</b>	198.760
4 Administrationsomkostninger	24.984	20.267
<b>Resultat før skat</b>	<b>205.802</b>	178.493
5 Skat	2.923	3.842
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>202.879</b>	174.651
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	152	12.855
Overført fra sidste år	296	703
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>448</b>	13.558
<b>Til disposition</b>	<b>203.327</b>	188.209
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
8 Til rådighed for udlodning	77.006	72.608
Foreslået udlodning	77.006	72.312
Overført til udlodning næste år	0	296
Overført til formue	126.321	115.601
<b>I alt disponeret</b>	<b>203.327</b>	188.209

**Balance**

	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>(t.kr.)</b>	<b>(t.kr.)</b>
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	133.507	108.920
Indestående i andre pengeinstitutter	120.037	70.000
<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>253.544</b>	178.920
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	162.730	161.343
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.026.749	912.617
Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	13.727
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>1.189.479</b>	1.087.687
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	326	233
Andre tilgodehavender	831	420
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	110
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.157</b>	763
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.444.180</b>	1.267.370
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	1.443.015	1.266.349
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.165	1.021
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.165</b>	1.021
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.444.180</b>	1.267.370

9 Femårsoversigt

## Noter

Note	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>		
Indestående i pengeinstitutter	354	188
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>354</b>	<b>188</b>
<b>2 Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	7.975	7.083
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.428	15.137
Unoterede aktier	0	787
<b>I alt udbytter</b>	<b>28.403</b>	<b>23.007</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>		
Bruttohandelsomkostninger	1.645	1.498
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-85	-418
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>1.560</b>	<b>1.080</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	180	180
Revisionshonorar	31	30
Gebyrer til depotselskab	773	696
Andre omk. i forb. med formueplejen	22.235	18.037
Øvrige omkostninger	415	229
Fast administrationshonorar	1.350	1.095
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>24.984</b>	<b>20.267</b>
<b>5 Skat</b>		
Ikke refunderbar skat	2.923	3.842
<b>I alt skat</b>	<b>2.923</b>	<b>3.842</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	82,4%	85%
Finansielle instr. andet reg. marked	0,0%	1%
Andre aktiver og passiver	17,6%	14%

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

<b>Formue fordelt på regioner</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Nordamerika	46%	46%
Europa	45%	39%
Japan	5%	8%
Østeuropa	0%	1%
Andre inklusiv kontanter	4%	6%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	62%	63%
Stabile forbrugsgoder	9%	9%
Industri	6%	8%
Cykliske forbrugsgoder	5%	6%
Andre inklusiv kontanter	18%	14%

## Noter

	2014 (t.kr.)		2013 (t.kr.)		
	Cirk. Beviser	Formue- værdi	Cirk. Beviser	Formue- værdi	
<b>7 Medlemmernes formue</b>					
Formue primo	618.054	1.266.349	503.632	902.794	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		72.312		41.550	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		351		289	
Emissioner i året	31.465	62.230	119.022	238.220	
Indløsninger i året	7.800	16.482	4.600	8.700	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		645	
Udlodningsregulering		-152		-12.855	
Overført udlodning fra sidste år		-296		-703	
Overført udlodning til næste år		0		296	
Foreslået udlodning		77.006		72.312	
Overført fra resultatopgørelsen		126.321		115.601	
<b>Formue ultimo</b>	<b>641.719</b>	<b>1.443.015</b>	618.054	1.266.349	
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>			<b>2014 (t.kr.)</b>	<b>2013 (t.kr.)</b>	
Udlodning overført fra sidste år			296	703	
Renter og udbytter			28.374	22.773	
Ikke refunderbar skat			-2.923	-3.842	
Kursgevinster til udlodning			76.081	60.386	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			404	16.255	
Frivillig udlodning			10	0	
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>102.242</b>	<b>96.275</b>	
Administrationsomkostninger			-24.984	-20.267	
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-252	-3.400	
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>77.006</b>	<b>72.608</b>	
<b>9 Femårsoversigt</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Årets nettoresultat (t.kr.)	202.879	174.651	136.419	-63.314	158.461
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.443.015	1.266.349	902.794	810.180	905.111
Cirkulerende andele (stk.)	6.417.190	6.180.540	5.036.320	5.104	5.138
Indre værdi	224,87	204,89	179,26	158,74	176,17
Udlodning (%)	12,00	11,70	8,25	6,50	5,25
Omkostningsprocent	1,86	1,85	1,85	1,85	1,85
Årets afkast (%)	16,24	19,27	17,34	-7,07	20,00
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	154.981	393.183	137.645	77.362	121.488
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	254.625	300.462	192.786	69.796	210.414
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	409.606	693.645	330.431	147.158	331.901
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	453.465	500.140	295.590	43.647	137.610
Omsætningshastighed	0,17	0,23	0,17	0,03	0,08
ÅOP	2,32	2,31	2,31	2,26	2,25
Sharpe Ratio	1,51				
Standardafvigelse (%)	7,50				

## Finanskalender 2015

### For regnskabsåret 2015

20.03.2015	Årsrapport 2014
23.04.2015	Generalforsamling
18.08.2015	Halvårsrapport 2015





