

Investeringsforeningen Selected Investments

Årsrapport 2022

Revideret årsregnskab 2022, godkendt af generalforsamlingen

Investeringsforeningen Selected Investments

Badstuestræde 20

1209 København K

CVR-nr. 41 02 74 52

For perioden 1. januar - 31. december 2022

Godkendt på generalforsamlingen den 21. marts 2023

Dirigent: Niels Erik Eberhard



SELECTED
INVESTMENTS

Foreningsoplysninger

Forening

Investeringsforeningen Selected Investments
Badstuestræde 20, 1209 København K
Telefon: 38 14 66 00
Hjemmeside: www.selectedinvestments.dk
E-mail: isi@ia.dk

CVR-nr.: 41 02 74 52

Reg.nr. i Finanstilsynet: 11.205

Stiftet: 11. september 2019

Hjemsted: Københavns Kommune

Regnskabsår: 1. januar – 31. december

Bestyrelse

Martin Gottlob (formand)
Peter Løchte Jørgensen
Malene Ehrenskjöld

Investeringsforvaltningsselskab

Invest Administration A/S
Badstuestræde 20
1209 København K
Telefon: 38 14 66 00

Rådgiver

Selected Advice A/S
Godthåbsvej 33
8660 Skanderborg
Telefon: 88 88 82 06

Revisor

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
Weidekampsgade 6
2300 København S
Telefon: 36 10 20 30

Depotselskab og navnenoteringssted

Sydbank A/S
Peberlyk 4
6200 Aabenraa
Telefon: 74 37 37 37

Tilsynsmyndighed

Finanstilsynet
Strandgade 29
1401 København K
Telefon: 33 55 82 82

Generalforsamling

Investeringsforeningen Selected Investments afholder ordinær generalforsamling den 21. marts 2023 hos Investeringsforvaltningsselskabet, Badstuestræde 20, 1209 København K.

Finanskalender

Årsrapport 2022	24. februar 2023
Generalforsamling	21. marts 2023
Halvårsrapport 2023	22. august 2023

Indhold

Ledelsesberetning

Årets resultat og udbytte	3
De finansielle markeder i 2022	3
Andre forhold	4

Påtegninger

Ledelsespåtegning	6
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	7

Beretning og årsregnskab

1. januar – 31. december 2022	9
-------------------------------	---

Afdeling Equities

Beretning	10
Resultatopgørelse, balance og noter	11

Afdeling Bonds

Beretning	14
Resultatopgørelse, balance og noter	15

Foreningsnote

Ledelsen	18
Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere	18
Bestyrelses- og revisionshonorar	18
Anvendt regnskabspraksis	19

Ledelsesberetning

Året i hovedoverskrifter

- Både de globale og danske aktiemarkeder sluttede året med negative afkast for året som helhed.
- Stigende inflation har betydet kraftige renteforhøjelser og lavere økonomisk vækst i både Europa og USA.
- Den sikkerhedspolitiske risiko er kraftigt forøget gennem krigen i Ukraine og spændinger i forhold til Kina.
- Stadigt større fokus på bæredygtighed og ansvarlighed i investeringerne i de kommende år.

Afdelingernes resultat, afkast, formue og cirkulerende andele

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (pct.)	Formue ultimo 2022 (mio. kr.)	Cirkulerende andele (nom. mio. kr.)
Equities	-105,82	-18,47	489,66	455,13
Bonds	-15,59	-11,10	121,75	136,35
I alt	-121,4		611,4	

Årets resultat

Foreningens årsrapport med regnskab og resultatfordeling fremlægges her af bestyrelsen til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 21. marts 2023.

Foreningens resultat

Det regnskabsmæssige resultat for foreningens afdelinger blev under ét negativt med -121,4 mio. kr. i 2022 mod 115,2 mio. kr. året forinden. Begge foreningens afdelinger i henholdsvis aktiefonde og obligationsfonde, gav negative afkast som baggrund for årsresultatet.

Foreningens samlede formue faldt i 2022 med -10,2 pct. til 611,4 mio. kr. ved udgangen af året. Det er årets negative afkast, som ligger bag faldet i formue.

De finansielle markeder i 2022

Den økonomiske udvikling

Året 2022 markerede afslutningen af det efterhånden mangeårige og ubrudte vækstforløb i den globale og danske økonomi siden finanskrisens afslutning.

Den umiddelbare anledning var Ruslands invasion i Ukraine og den energikrise, det medførte i et Europa, som nu skulle klare sig uden den russiske gas.

Kraftigt stigende priser på både gas og andre former for energi blev hurtigt overvæltet i priserne på alle former for varer og tjenester i form af en inflation, som i årets løb nåede op omkring de 10 pct. i mange lande.

Centralbankerne reagerede på denne udvikling ved i flere omgange gennem året at forhøje de pengepolitiske styringsrenter. Det betød rentestigninger i både korte og lange løbetider. Herhjemme er den toårige rente nået op i niveauet 2,5 pct., og den længere tiårige rente ligger på nogenlunde samme niveau omkring 2,5 pct.

Samme billede gør sig gældende i både Europa og USA, idet sidstnævnte som følge af sin højere økonomiske vækst i de foregående år har forhøjet renten mere omfattende end Europa.

Inflationen og renteforhøjelserne er begyndt at tage købekraft ud af økonomierne, og der er derfor tegn på, at den økonomiske vækst er på vej ned. Hvorvidt der bliver tale om en recession er en risiko, men det er uklart, om den økonomiske vækst vil nå helt dernel.

Den økonomiske situation forstærkes også af, at krigen i Ukraine ser ud til at fortsætte med de usikkerheder af både sikkerhedspolitisk og økonomisk karakter, som det måtte medføre. Hertil kommer, at spændingerne omkring Kina ser ud til at tage til, både i forhold til USA på det handelspolitiske område og til Taiwan og det øvrige Østasien på det mere sikkerhedspolitiske område.

Aktiemarkedene

Den lavere økonomiske vækst og svækkelsen af købekraften vil også påvirke virksomhedernes udsigter for de kommende år. Det gælder både deres vækstudsigter og den indtjening, som ligger til grund for aktiemarkedernes værdifastsættelse.

Det er navnlig de cykliske sektorer og selskaber, hvis værdi hviler på den fremtidige vækst, som er udsatte under en økonomisk nedgang samtidig med en rentestigning. Derimod er virksomheder med en mere konjunkturaafhængig forretning mindre ramt.

Der har derfor i løbet af 2022 været stor forskel på kursudviklingen i de enkelte sektorer. Ikke overraskende har energisektoren haft en pæn kursudvikling, ligesom sektorer som forsyning, sundhed og finans har klaret sig nogenlunde. Omvendt har virksomheder indenfor teknologi og cyklisk forbrug haft det meget svært.

Hen mod slutningen af året har aktiemarkedene igen rettet sig noget, og det er sket i en afspejling af forventningerne til den økonomiske udvikling i den kommende tid. Opgjort under ét faldt de globale aktiekurser for året som helhed med omkring 13 pct. opgjort i danske kroner.

Det danske aktiemarked var i en stor del af året særdeles presset, bl.a. fordi der ofte sker det, at mindre markeder i højere grad mister investorfokus i perioder med kursfald. Men det danske marked rettede sig sidst på året og sluttede året med et kurstab i nogenlunde samme niveau omkring 12 pct. som det globale marked under ét.

Det hører med, at det danske aktiemarked er domineret af en række meget store enkeltelskaber, hvis kursudvikling i høj grad er bestemt af konkrete selskabsforhold.

Obligationsmarkedene

Efter en årrække med meget lave og i flere sammenhænge negative renter markerede 2022 et år, hvor renterne igen steg betydeligt.

Renten på de toårige danske statsobligationer er i året steget fra -0,6 pct. til omkring 2,5 pct., mens den tiårige rente er steget fra 0,1 pct. til ligeledes omkring 2,5 pct. Samme billede gør sig gældende i resten af Europa, og i USA er stigningerne endnu større.

Rentestigningerne er en følge af den stigende inflation, der har fulgt energiprisstigningerne efter Ruslands invasion i Ukraine.

At obligationsrenterne trods den højere inflation, som flere steder har været oppe på to cifrede procenter, trods alt ikke er steget mere, skyldes tillid i markedet til, at de pengepolitiske myndigheder formår at nedbringe inflationen igen. Der er omkring årsskiftet til 2023 tegn på, at inflationen igen er på vej ned.

Erhvervsobligationerne har ligeledes oplevet betydelige rentestigninger, der tilmed er forstærket af, at kreditspændene for navnlig de lavere ratings er steget med op til 2 procentpoint.

Også det danske realkreditobligationsmarked har været ramt i 2022, både som følge af rentestigningerne og en udvidelse af kreditspændene i forhold til statsobligationerne.

Foreningens investeringer

Foreningens to afdelinger Equities og Bonds har som beskrevet leveret negative afkast i løbet af året. Det er for en stor dels vedkommende en følge af kursfaldene på både aktie- og obligationsmarkederne, men derudover har begge afdelinger haft et svagere afkast end deres respektive benchmarks.

For afdeling Equities har afkastet været -18,5 pct. mod dens benchmarks - 12,8 pct., mens de tilsvarende tal for afdeling Bonds udgør henholdsvis -11,1 pct. og -9,4 pct.

Investeringspolitikken i afdeling Equities er sammensat af en række investeringsfonde, hvor godt halvdelen udgøres af indeksfonde, der har til formål at følge henholdsvis verdensmarkedsindekset og det danske markedsindeks for aktier, mens resten følger forskellige faktorinvesteringsstrategier indenfor Kvalitet, Value, Vækst, Small Cap og Lav Risiko.

Det har været kendetegnende, at faktorinvesteringsfondene under ét har haft en svagere afkastudvikling end deres respektive benchmark..

Også afdeling Bonds er sammensat af en række investeringsfonde, som for knapt halvdelen vedkommende investerer i danske obligationer, mens resten investerer i forskellige segmenter af kreditobligationer, herunder virksomheds- og emerging markets obligationer.

Her er forklaringen på det svagere afkast end benchmarkafkastet, at afdelingen har haft en mindre overvægt i kreditobligationer, som har haft den ringeste kursudvikling gennem året, ligesom flere af fondene i danske obligationer har haft svært ved at følge deres benchmarks.

Andre forhold

Bæredygtighed og samfundsansvar

Foreningen har gennem de seneste år løbende opdateret sin politik for bæredygtighed og samfundsansvar. Baggrunden er foreningens ønske om at være i overensstemmelse med en bæredygtig og ansvarlig samfundsudvikling i fremtiden og med den nye EU-lovgivning på området.

I oversigten fremgår beregningen af CO2 udslippet fra de virksomheder, foreningens globale aktiefonde investerer i, opgjort pr. mio. kr. investeret kapital. Beregningen omfatter de såkaldte Scope 1 og 2, dvs. udledning, der er en direkte og indirekte følge af virksomhedens produktion. Til sammenligning er opgjort det udslip, der kommer fra en tilsvarende investering i det samlede globale aktiemarked.

Begge foreningens afdelinger er kategoriseret efter artikel 6 i disclosureforordningen.

Foreningen investerer gennem andre investeringsfonde og monitorer disse i forhold til denne målsætning.

Beregnet CO2 udslip pr. mio. kr. investeret pr. 31. december 2022

Afdeling	Tons CO2 pr. mio. kr. investeret
Equities	6,2
Benchmark	8,3

Kilde: Sustainalytics

Foreningens politik har samtidig og som hidtil udgangspunkt i FN's retningslinjer i UN Global Compact. Det betyder, at foreningens investeringer i fonde ikke medfører investeringer i virksomheder, hvis forretning vurderes at være i uoverensstemmelse med hensynene til beskyttelse af menneskerettigheder, beskyttelse af arbejdstagerrettigheder, herunder afskaffelse af børnearbejde, understøttelse af hensyn til klima og miljø samt bekæmpelse af korruption, hvidvask og bestikkelse.

Foreningen monitorerer ESG risiciene i sine porteføljer i forhold til ønsket om samfundsansvar og herunder branchens målsætning om en reduktion af CO2-emissionerne fra virksomhederne og deres produkter. Rapporteringerne herom bekræfter ønsket om en begrænset skadevirkning fra de monitorerede forhold.

Det er vurderet, hvorvidt politikken vil kunne indbære risici for foreningens investeringer. Konklusionen af denne vurdering er, at der over tid formentlig vil kunne iagttages forskelle mellem foreningens afkast og afkastet af en bredere sammensat portefølje, men at der ikke er grundlag for at forvente en vedvarende og betydelig negativ forskel.

Der er redegjort nærmere herfor samt for bæredygtighedspolitikken og relaterede politikker i det hele taget på foreningens hjemmeside <https://selectedadvice.dk/aktier-og-obligationer>.

Politikken udøves i tæt samarbejde med foreningens investeringsrådgiver og distributør. Rapporteres en fond at have overtrådt politikken, vurderes først fondens egne informationer om baggrund og hensigter. Herefter vurderes, om en dialog med fonden – om muligt sammen med andre investorer – kan være nyttig. Vurderes en dialog som unyttig, eller fører den ikke til et tilfredsstillende resultat, vil investeringen blive solgt. Der har ikke i 2022 været sådanne konkrete sager.

Udøvelse af stemmeret

Foreningen har endvidere fastlagt en politik for udøvelse af stemmeretten på investeringsfondenes generalforsamlinger i de tilfælde, hvor det efter en konkret vurdering kan medvirke til at opfylde foreningens mål.

Som hovedregel vurderes indstillinger til generalforsamlingen fra en fonds bestyrelse at tjene investorernes og selskabets interesser, men er kontroversielle forhold til behandling, vurderes sagen i samråd mellem foreningens bestyrelse og investeringsrådgiver. Der har ikke i 2022 været sådanne konkrete sager.

Virksomhedsledelse

Foreningen har i sin forretningsorden og øvrige forretningsdokumentation fastlagt retningslinjer for ledelsen og dens virke. Udgangspunktet er her de principper og standarder for god

virksomhedsledelse, som er gældende som god ledelsespraksis.

Foreningens ledelse og drift varetages af bestyrelsen og administrationsselskabet Invest Administration A/S sammen med kredsen af aftaleparter i henhold til indgåede samarbejdsaftaler, sådan som gengivet i fællesnoten til regnskabet.

De kompetencer og vidensressourcer, foreningen har til rådighed, vurderes som nødvendige og tilstrækkelige for at sikre foreningens fremtidige resultater, drift og udvikling. Bestyrelsen vurderer løbende sine ledelsesforhold, herunder i forhold til de ledelsesbefalinger, der udarbejdes.

Aflønning

Foreningen har ingen ansatte, idet driften som anført varetages af Invest Administration A/S. For en omtale af lønpolitik for administrationsselskabets ansatte henvises her til årsrapporten. Bestyrelsens honorar fastsættes af generalforsamlingen og er redegjort for i regnskabet fællesnote.

Særlige begivenheder

Der er ikke siden regnskabsårets udgang indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsregnskabet. Der er heller ikke konstateret særlige forhold eller usikkerhed vedrørende indregning og måling i årsregnskabet.

Afledte finansielle instrumenter

Foreningen anvender ikke afledte finansielle instrumenter.

Risikooplysninger

Beskrivelse af risici og usikkerhedsfaktorer er beskrevet i prospektet for foreningen.

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for Investeringsforeningen Selected Investments for regnskabsåret sluttende 31. december 2022.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

Den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningen for de enkelte afdelinger indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningen henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 24. februar 2023

Direktion

Invest Administration A/S

Niels Erik Eberhard

Bestyrelse

Investeringsforeningen Selected Investments

Martin Gottlob
formand

Peter Løchte Jørgensen

Malene Ehrenskjöld

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen Selected Investments

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Selected Investments for regnskabsåret 01.01.2022 - 31.12.2022, der omfatter resultatopgørelse, balance, noter og fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis, for 2 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens og afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.2022 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 01.01.2022 - 31.12.2022 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet". Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med International Ethics Standards Board for Accountants' internationale retningslinjer for revisors etiske adfærd (IESBA Code) og de yderligere etiske krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i henhold til disse krav og IESBA Code. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

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

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Selected Investments i 2022 for regnskabsåret 2022. Vi er valgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet sammenhængende opgaveperiode på 1 år frem til og med regnskabsåret 2022.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 01.01.2022 - 31.12.2022. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

Foreningens og afdelingernes investeringer i børsnoterede finansielle instrumenter til dagsværdi udgør en væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast.

Vi anser ikke, at disse investeringer er forbundet med betydelig risiko for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet eller er forbundet med væsentlige skøn, fordi foreningens og afdelingernes finansielle instrumenter er sammensat af likvide, noterede finansielle instrumenter på et aktivt marked.

Det er dog vores opfattelse, at de børsnoterede finansielle instrumenter udgør en så væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast, at en betydelig del af vores revision koncentrerer sig om værdiansættelsen og tilstedeværelsen af de børsnoterede finansielle instrumenter.

Kriterierne for indregning og værdiansættelse af de børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af foreningens anvendte regnskabspraksis under årsregnskabets fællesnoter.

Sammensætningen af de enkelte afdelingers børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af noterne til de enkelte afdelingers balancer.

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

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

Forholdet er behandlet således i revisionen

Vores revisionshandlinger rettet mod værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter har blandt andet omfattet, men ikke været begrænset til:

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret investeringsforvaltningsselskabets kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer.
- Vi har testet investeringsforvaltningsselskabets kontroller, som sikrer korrekt registrering af børs- og valutakurser således, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2022 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt foreningens regnskabspraksis.
- Vi har endvidere testet investeringsforvaltningsselskabets kontrol, som sikrer korrekt afstemning af afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter til foreningens depotbank.
- Vi har pr. 31. december 2022 stikprøvevist gennemgået investeringsforvaltningsselskabets afstemninger, hvor der er afstemt til foreningens depotbank.

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

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

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

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

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

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

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

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

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

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger m.v. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

København, den 24. februar 2023

Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 33 96 35 56

Jens Ringbæk

statsautoriseret revisor

MNE-nr. 27735

Tenna Hauge Jørgensen

statsautoriseret revisor

MNE-nr. 33800

Årsregnskab

1. januar – 31. december 2022

Afdeling Equities

Afkast og resultat

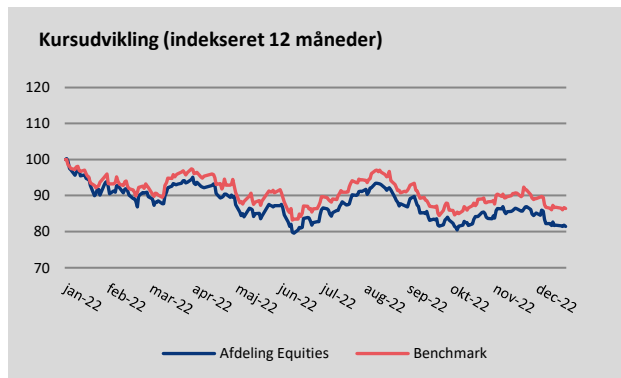
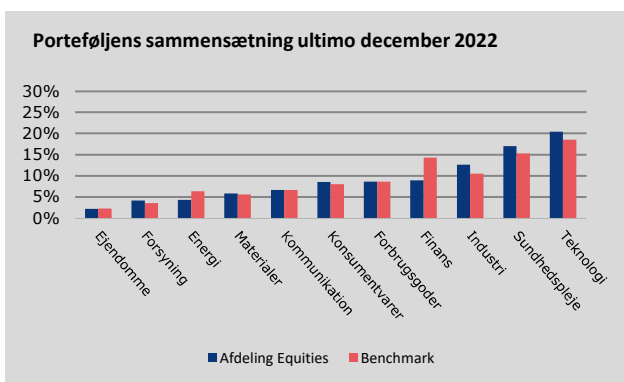
Afdelingen gav i 2022 et negativt afkast på -18,5 pct. Til sammenligning gav afdelingens benchmark et afkast på -12,8 pct. Resultatet vurderes derfor som ikke-tilfredsstillende i forhold til afkastet af afdelingens benchmark. Afkastet i afdelingen har gennem året været præget af den negative udvikling på aktiemarkederne som følge af inflations- og rentestigningerne og en svagere økonomisk vækst både globalt og herhjemme.

Fakta om Afdeling Equities

Børsnoteret - Stiftet	2019
Akkumulerende - Aktiebaseret	
Risikokategori (2022)	6
Risikokategori (2023)	4
Risikoprofil (2022)	Gul
Benchmark	90% MSCI World AC inkl. udbytte, målt i DKK og 10% OMXC25 inkl. udbytte, målt i DKK

Porteføljens største positioner opgjort ultimo december 2022

Navn	ISIN	Andel
1 - JPM Global REI ESG Ucits ETF	IE00BF4G6Y48	19,05%
2 - Storebrand Indeks Alle Mar. A5	NO0010841588	18,99%
3 - XACT OMXC25 UCTIS ETF	SE0011452127	10,56%
4 - Xtrac MSCI World Min Vola	IE00BL25JN58	9,93%
5 - K Invest US Small Cap Akt	DK0060636595	9,86%
6 - Storebrand Global Solutions A5	NO0010841612	9,86%
7 - Maj Invest Value Aktier Clean	DK0060825644	9,68%
8 - Baron Globale Aktier	DK0060696573	9,23%
9 - JPM GL EM	IE00BF4G_SYN	2,55%



De investeringer, der ligger til grund for dette finansielle produkt, tager ikke højde for EU-kriterierne for miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter.

Afdeling Equities - Årsregnskab

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2021	2022
Renteudgifter		-57	-53
Andre renteindtægter		-	255
Udbytter		376	4.906
I alt renter og udbytter	1	319	5.108
Kapitalandele		118.346	-107.032
Valutakonti		-2	-
Andre øvrige passiver		1	-
Handelsomkostninger	2	-205	-
I alt kursgevinster og -tab		118.140	-107.032
I alt indtægter		118.459	-101.924
Administrationsomkostninger	3	-3.093	-3.164
Resultat før skat		115.366	-105.087
Skat	4	-	-736
Årets nettoresultat		115.366	-105.823
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		115.366	-105.823
Overført til formuen		115.366	-105.823

Balance

(1.000 kr.)	Note	2021	2022
Aktiver			
Indestående i depotselskab		3.716	1.459
I alt likvide midler		3.716	1.459
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		207.512	192.796
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger		326.485	295.998
I alt kapitalandele	5	533.997	488.795
Andre tilgodehavender		267	-
I alt andre aktiver		267	-
Aktiver i alt	6	537.981	490.254
Passiver			
Investorerne formue	7	537.367	489.664
Skyldige omkostninger		614	590
I alt anden gæld		614	590
Passiver i alt		537.981	490.254

Afdeling Equities - Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2021	2022
Indestående i depotselskab	-57	-53
Andre renteindtægter	-	255
Investeringsbeviser	376	4.906
I alt renter og udbytter	319	5.108

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2021	2022
Bruttohandelsomkostninger	313	57
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-108	-57
Handelsomkostninger ved løbende drift	205	-

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2021	2022
Administration	938	1.016
Investeringsforvaltning	2.155	2.148
Distribution, markedsføring og formidling	-	-
I alt administrationsomkostninger	3.093	3.164

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2021	2022
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	-	736

Note 5 - Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Aktiver

(pct.)	2021	2022
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,3	99,7
Øvrige finansielle instrumenter	0,7	0,3
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 20,5 pct. placeret i Teknologi, 17,04 pct. i Sundhedspleje, 12,68 pct. i Industri, 8,92 pct. i Finans, 8,67 pct. i Forbrugsgoder og 32,19 pct. i andre sektorer.

Afdeling Equities - Noter til årsregnskab

Note 7 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2021 (stk.)	Formue- værdi 2021 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2022 (stk.)	Formue- værdi 2022 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	4.573.120	483.871	4.072.185	537.367
Emission i året	692.065	79.460	741.893	88.580
Indløsning i året	-1.193.000	-141.552	-262.800	-30.581
Emissionstillæg		120		133
Indløsningsfradrag		210		45
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-108		-57
Overført fra resultatopgørelsen		115.366		-105.823
I alt investorenes formue	4.072.185	537.367	4.551.278	489.664

Note 8 - Hoved- og nøgletal de seneste 3 år

	2020 ¹⁾	2021	2022
Hovedtal i mio. kr.			
Årets nettoresultat	41,24	115,37	-105,82
Investorenes formue inkl. udlodning	483,87	537,37	489,66
Cirkulerende andele (nominel værdi)	457,31	407,22	455,13
Nøgletal pr. andel			
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	105,81	131,96	107,59
Årets afkast i procent	5,81	24,72	-18,47
Sharpe ratio ²⁾	-	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-	-
Omkostningsprocent	0,61	0,59	0,60
Omkostningsprocent inkl. underliggende afdelinger	0,98	0,92	0,93
Benchmark			
Benchmarkafkast i procent	8,63	25,66	-12,83
Sharpe ratio	-	-	-
Standardafvigelse	-	-	-

¹⁾ For perioden 27. januar 2020 - 31. december 2020

Bemærk: ²⁾ Afdelingen er under 3 år

Afdeling Bonds

Afkast og resultat

Afdelingen gav i 2022 et negativt afkast på -11,1 pct. Til sammenligning gav afdelingens benchmark et afkast på -9,4 pct. Resultatet vurderes derfor som ikke-tilfredsstillende i forhold til afkastet af afdelingens benchmark. Afkastet i afdelingen har gennem året været præget af den negative udvikling på obligationsmarkederne som følge af inflations- og rente-stigningerne både globalt og herhjemme.

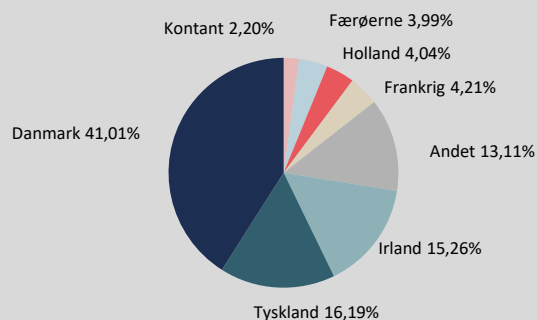
Fakta om Afdeling Bonds

Børsnotere - Stiftet	2019
Akkumulerende - Obligationsbaseret	
Risikokategori (2022)	3
Risikokategori (2023)	2
Risikoprofil (2022)	Gul
Benchmark	50% iShares € Govt Bond 1-3yr UCITS ETF EUR, 20% iShares Core € Corp Bond UCITS ETF, 15% iShares € High Yield Corp Bond UCITS ETF og 15% J.P. Morgan \$ EM Bond EUR Hedged UCITS ETF

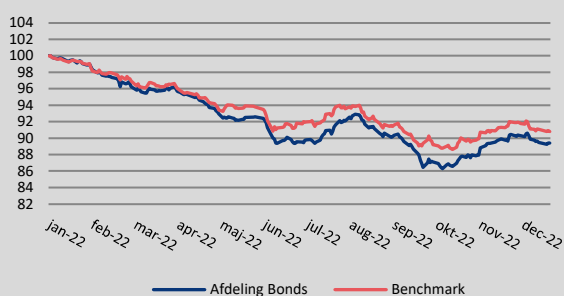
Porteføljens største positioner opgjort ultimo december 2022

Navn	ISIN	Andel
1 - Accunia European CLO Investment Grade	DK0060804136	15,38%
2 - HP Danish Bonds A	DK0060227239	15,07%
3 - HP Investin Korte Obligationer	DK0061150984	14,67%
4 - Xtrackers II Eur HY	LU1109943388	14,61%
5 - HP Invest Lange Danske Obligationer	DK0060141786	14,32%
6 - JP Morgan Emerging Market Bond	IE00BDDRDY39	14,01%
7 - Vanguard EUR Corporate Bond	IE00BGYWT403	9,73%

Porteføljens sammensætning ultimo december 2022



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



De investeringer, der ligger til grund for dette finansielle produkt, tager ikke højde for EU-kriterierne for miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter.

Afdeling Bonds - Årsregnskab

Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	Note	2021	2022
Renteudgifter		-32	-13
Udbytter		651	809
I alt renter og udbytter	1	619	796
Kapitalandele		539	-15.444
Handelsomkostninger	2	-	-7
I alt kursgevinster og -tab		539	-15.451
I alt indtægter		1.158	-14.655
Administrationsomkostninger	3	-1.283	-939
Resultat før skat		-126	-15.594
Skat	4	-	-
Årets nettoresultat		-126	-15.594
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		-126	-15.594
Overført til formuen		-126	-15.594

Balance

(1.000 kr.)	Note	2021	2022
Aktiver			
Indestående i depotselskab		2.794	2.687
I alt likvide midler		2.794	2.687
Investeringsbeviser		140.917	119.210
I alt kapitalandele	5	140.917	119.210
Andre tilgodehavender		26	-
I alt andre aktiver		26	-
Aktiver i alt	6	143.736	121.896
Passiver			
Investorerens formue	7	143.546	121.746
Skyldige omkostninger		190	150
I alt anden gæld		190	150
Passiver i alt		143.736	121.896

Afdeling Bonds - Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2021	2022
Indestående i depotselskab	-32	-13
Andre renteindtægter	-	72
Investeringsforeninger	651	809
I alt renter og udbytter	619	868

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2021	2022
Bruttohandelsomkostninger	57	12
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-57	-5
Handelsomkostninger ved løbende drift	-	7

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2021	2022
Administration	466	404
Investeringsforvaltning	817	535
Distribution, markedsføring og formidling	-	-
I alt administrationsomkostninger	1.283	939

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2021	2022
Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	-	-

Note 5 - Kapitalandele

Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.

Note 6 - Aktiver

(pct.)	2021	2022
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	97,8
Øvrige finansielle instrumenter	2,0	2,2
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 41,93 pct. placeret i Danmark, 16,55 pct. i Tyskland, 15,6 pct. i Irland, 13,41 pct. i Andet, 4,3 pct. i Frankrig og 8,21 pct. i andre lande.

Afdeling Bonds - Noter til årsregnskab

Note 7 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2021 (stk.)	Formue- værdi 2021 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2022 (stk.)	Formue- værdi 2022 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	2.373.698	238.368	1.429.228	143.546
Emission i året	135.200	13.559	60.300	5.679
Indløsning i året	-1.079.670	-108.335	-126.000	-11.897
Emissionstillæg		13		6
Indløsningsfradrag		124		12
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-57		-5
Overført fra resultatopgørelsen		-126		-15.594
I alt investorenes formue	1.429.228	143.546	1.363.528	121.746

Note 8 - Hoved- og nøgletal de seneste 3 år

	2020 ¹⁾	2021	2022
Hovedtal i mio. kr.			
Årets nettoresultat	3,76	-0,13	-15,59
Investorenes formue inkl. udlodning	238,37	143,55	121,75
Cirkulerende andele (nominel værdi)	237,37	142,92	136,35
Nøgletal pr. andel			
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	100,42	100,44	89,29
Årets afkast i procent	0,42	0,02	-11,10
Sharpe ratio ²⁾	-	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-	-
Omkostningsprocent	0,66	0,65	0,74
Omkostningsprocent inkl. underliggende afdelinger	0,90	0,90	0,99
Benchmark			
Benchmarkafkast i procent	0,30	-0,83	-9,43
Sharpe ratio	-	-	-
Standardafvigelse	-	-	-

¹⁾ For perioden 27. januar 2020 - 31. december 2020

Bemærk: ²⁾ Afdelingen er under 3 år

Fællesnote

Ledelsen

Bestyrelsesformand
Martin Gottlob

Ansættelsessted: Selvstændig
Bestyrelsesmedlem: Fondsmæglerselskab Petersen og Partners, Investment Management A/S og Investeringsforeningen IA Invest

Bestyrelsesmedlem
Peter Løchte Jørgensen

Ansættelsessted: Aarhus Universitet
Formand: Parkkollegierne A/S, AUFF Invest P/S, AUFF Invest Forum P/S og Kapitalforeningen Carlsbergfondet
Næstformand: Aarhus Universitets Forsikringsfond
Bestyrelsesmedlem: P+, Pensionskassen for Akademikere, Asset Advisor Fondsmæglerselskab A/S og AUFF Holding P/S

Bestyrelsesmedlem
Malene Ehrenskjöld

Ansættelsessted: Selvstændig, Observatum Compliance Consulting
Formand: Fondsmæglerselskabet Agrocura A/S
Næstformand: Rungsted private Realskole
Bestyrelsesmedlem: Nordens A/S, Nordens Management A/S, Nordens Formuekredit A/S, Nordens Formuesikring A/S, The Many Property AIF-SIKAV, Nord.Investments A/S, VPF HOLDING I A/S og VPF A/S

Direktion
Niels Erik Eberhard

Ansættelsessted: Direktør i Invest Administration A/S
Bestyrelsesmedlem: Investering Danmark

Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere

Foreningen har indgået en række aftaler med samarbejdspartnere. Aftalerne er nærmere beskrevet i foreningens prospekt og gennemgås årligt af bestyrelsen og genforhandles i overensstemmelse hermed.

Aftale om depotbankfunktion

Aftalen er indgået med Sydbank A/S om opbevaring af foreningens værdipapirer og likvider samt om tilhørende kontrolopgaver hertil.

Aftale om administration

Aftalen er indgået med Invest Administration A/S, der er et datterselskab af Lån & Spar Bank A/S, om foreningens drift og daglige ledelse.

Aftale om markedsføring og formidling

Aftalen er indgået med Selected Advice A/S om markedsføring af foreningens beviser samt tilhørende rådgivning af foreningens investorer.

Aftale om investeringsrådgivning

Aftalen er indgået med Selected Advice A/S om investeringsrådgivning og styring af foreningens værdipapirer etc.

Aftale om prisstillelse i markedet

Aftalen er indgået med Sydbank A/S om daglig prisstillelse af foreningens beviser i markedet samt på Nasdaq Copenhagen A/S.

Aftale om ejerbog

Aftalen er indgået med Computershare A/S om føring af foreningens fortegnelse over dens navnenoterede investorer.

Bestyrelshonorar

(1.000 kr.)	2021	2022
Bestyrelshonorar	150	200
Der er ikke indgået incitamentsprogrammer, og der udbetales ikke særskilt vederlag til direktionen, da dette er indeholdt i vederlaget til investeringsforvaltningsselskabet		
	150	200

Revisionshonorar

(1.000 kr.)	2021	2022
Honorar til den valgte revisor fordeler sig således:		
Lovpligtig revision	47	51
Andre erklæringsopgaver	0	0
Skatterådgivning	0	0
Andre ydelser end revision	0	0
	47	51

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsforeningen Selected Investments aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Der er ikke foretaget ændringer i den anvendte regnskabspraksis i forhold til årsrapporten 2021.

Beløb i fremmed valuta

Indtægter og udgifter i udenlandsk valuta indgår i resultatopgørelsen omregnet til danske kroner ved anvendelse af transaktionsdagens valutakurs. Mellemværende i fremmed valuta omregnes til danske kroner på grundlag af GMT1600-kurser ultimo regnskabsåret. Unoterede valutakurser er fastlagt på baggrund af handelskurserne ultimo regnskabsåret.

Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter renter på obligationer og kontantindestående hos depotselskab. Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter, herunder negative renter på kontantindestående. Udbytter omfatter de i regnskabsåret modtagne danske aktieudbytter samt udenlandske aktieudbytter.

I det regnskabsmæssige resultat indgår realiserede og urealiserede kursgevinster/-tab. Realiserede kursgevinster/-tab beregnes på grundlag af forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo året henholdsvis købsprisen i året, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster/-tab beregnes som forskellen mellem kursværdien ultimo året og primo året eller købsprisen i året, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret.

Under administrationsomkostninger indgår en række omkostningsarter, herunder administration, investeringsforvaltning og distribution, markedsføring og formidling. Administration omfatter omkostninger til den løbende drift af foreningen, herunder honorar til bestyrelse, revisorer, gebyrer til depotselskab, administrationsomkostninger m.v. Investeringsforvaltning omfatter omkostninger til forvaltning af porteføljen m.v. Distribution, markedsføring og formidling omfatter formidlingsprovision. Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne under hensyntagen til afdelingernes gennemsnitlige formue ultimo hver måned, jf. vedtægternes § 23.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med en afdelings handel udført i forbindelse med værdipapirplejen i afdelingen. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner og indløsninger i en afdeling føres direkte på formuen.

Balancen

Finansielle instrumenter indregnes og måles til dagsværdi. Ved finansielle instrumenter forstås værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, andele udstedt af andre foreninger, afledte finansielle instrumenter samt likvide midler, herunder valuta. For likvide beholdninger svarer dagsværdien normalt til den nominelle værdi.

Børsnoterede værdipapirer, f.eks. aktier og obligationer, er indregnet til dagsværdi, der opgøres ud fra lukkekurs ultimo regnskabsåret (sidste børsdag i året), idet udtrukne obligationer optages til nutidsværdi, der typisk svarer til den nominelle værdi. Udenlandske værdipapirer er omregnet efter valutakurs ultimo regnskabsåret.

Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen.

Andre aktiver måles til dagsværdi, og der indgår:

Tilgodehavende renter: Bestående af periodiserede renter på balancedagen.

Tilgodehavende udbytter: Bestående af udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling: Bestående af værdien af provenuet fra salg af finansielle instrumenter samt fra emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Andre tilgodehavender: Bestående af refunderbar udbytteskat tilbageholdt i udlandet.

Anden gæld måles til dagsværdi, og der indgår:

Skyldige omkostninger: Omkostninger som vedrører regnskabsåret, men som først afregnes i det efterfølgende år.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling: Bestående af værdien af provenuet fra køb af finansielle instrumenter samt fra indløsninger før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Nøgletal

Cirkulerende andele: Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo året.

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

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

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

Standardafvigelse: Standardafvigelsen er et udtryk for udsving i afdelingens afkast eller benchmarkafkastet, og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Omkostningsprocent: Omkostningsprocenter beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året.

Benchmarkafkast i procent: Benchmarkafkastet beregnes som ændringen i kr. i det valgte markedsindeks for den pågældende afdeling i året og inkluderer ikke de ved porteføljepleje forbundne handelsomkostninger m.v.