

Investeringsforeningen Selected Investments

Årsrapport 2021

Revideret årsrapport 2021, godkendt af generalforsamlingen

Investeringsforeningen Selected Investments

Badstuestræde 20

1209 København K

CVR-nr. 41 02 74 52

For perioden 1. januar - 31. december 2021

Godkendt på generalforsamlingen den 22. marts 2022

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: selected@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
Lars Christiansen

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

EY Godkendt Revisionspartnerselskab
Dirch Passers Allé 36, Postboks 250
2000 Frederiksberg
Telefon: 73 23 30 00

Depotselskab og navnenoteringssted

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

Tilsynsmyndighed

Finanstilsynet
Århusgade 110
2100 København Ø
Telefon: 33 55 82 82

Generalforsamling

Investeringsforeningen Selected Investments
afholder ordinær generalforsamling 22. marts 2022
hos Investeringsforvaltningsselskabet,
Badstuestræde 20, 1290 København K

Finanskalender

Årsrapport 2021	25. februar 2022
Generalforsamling	22. marts 2022
Halvårsrapport 2022	16. august 2022

Indhold

Ledelsesberetning

Årets resultat og udbytte	3
De finansielle markeder i 2021	3
Andre forhold	4

Påtegninger

Ledelsespåtegning	6
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	7

Beretning og årsregnskab

1. januar – 31. december 2021	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

- Fortsat høj økonomisk vækst trods Covid-19 har givet endnu et år med høje afkast på aktiemarkederne.
- Tiltagende inflation har indebåret begyndende rentestigninger og obligationsafkast tæt på nul.
- Stadigt større fokus på bæredygtighed og ansvarlighed i investeringerne i de kommende år.
- Udsigterne for 2022 er usikre på grund af geopolitisk uro og højere inflation.

Afdelingernes resultat, afkast, formue og cirkulerende andele

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (pct.)	Formue ultimo 2021 (mio. kr.)	Cirkulerende andele (nom. mio. kr.)
Equities	115,37	24,72	537,37	407,22
Bonds	-0,13	0,02	143,55	142,92
I alt	115,2		680,9	

Årets resultat og udbytte

Foreningens årsrapport med regnskab og resultatfordeling fremlægges her af bestyrelsen til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 22. marts 2022.

Foreningens resultat

Det regnskabsmæssige resultat for foreningens afdelinger blev under ét på 115,2 mio. kr. i 2021 mod 45,0 mio. kr. året forinden.

Navnlig de danske, men også de globale aktier gav pæne afkast. Obligationerne gav derimod under ét et afkast tæt på nul.

Foreningens samlede formue faldt i 2021 med 5,7 pct. til 680,9 mio. kr. ved udgangen af året på grund af indløsninger i begge afdelinger.

De finansielle markeder i 2021

Den økonomiske udvikling

Udviklingen i økonomien har gennem 2021 fortsat det meget positive forløb, som har gjort sig gældende gennem de senere år.

Covid-19 har modsat forventningerne under epidemiens start ikke formået at bremse økonomien. Først og fremmest har både finans- og pengepolitikken været særdeles lempelig over det meste af verden i form af massive hjælpepakker samt lave pengepolitiske renter og støtteopkøb af obligationer.

Dernæst ser det ud til, at verden gradvist har lært at leve med Covid-19, bl.a. som følge af udrulningen af vaccinerne, men også fordi sygdomsforløbene i stigende grad ser mildere ud end under epidemiens start.

Den samlet set positive økonomiske udvikling dækker dog over en række strukturelle forskydninger i økonomien. Dels har dele af servicesektoren indenfor turisme, restaurant, underholdning etc. trods hjælpepakker haft det svært. Dels har forbrugerne kanaliseret penge, som tidligere har været brugt her, over i mere traditionelle forbrugsgoder. Det har givet flaskehalse i både produktion og ikke mindst logistik i fremstillingssektoren.

Denne ændrede sammensætning af den økonomiske vækst har presset inflationen på de berørte varegrupper opad, og det er så derudover forstærket af stigende energipriser som følge af uro i en række politiske brændpunkter verden over.

De amerikanske pengepolitiske myndigheder har, som følge af at den amerikanske økonomi er længere fremme i vækstforløbet end den europæiske, påbegyndt en normalisering af pengepolitikken i form af udsigt til gradvise renteforhøjelser og en udfasning af obligationsopkøbsprogrammerne. I Europa ses en lignende udvikling, dog med en vis tidsmæssig forskydning og med mindre renteforhøjelser.

Inflationen er en af de centrale risikofaktorer for 2022, idet forventningen fortsat er, at den positive økonomiske udvikling fortsætter. Dels er finanspolitikken fortsat lempelig, dels er der trods udsigten til gradvise pengepolitiske stramninger fortsat udsigt til en pengepolitik til den lempelige side.

Aktiemarkederne

Aktiekursudviklingen gennem 2021 har under ét været meget positiv med en samlet stigning på globalt niveau på 27,4 pct. målt ved MSCI All Countries. Her i Danmark har stigningen i OMX Totalindeks været noget mindre på 19,5 pct. Det har bidraget til det globale afkast, at USD i løbet af året er steget med 7,3 pct.

Aktiekursudviklingen har dog ikke været jævn. Dels har der været udsving i løbet af året i takt med ændringer i markedsudsigterne, dels har der i flere omgange kunnet iagttages en betydelig sektorrotation.

Det har været kendetegnende, at markedet gennem de senere år har fokuseret på vækstaktier indenfor bl.a. IT, medicin og grøn omstilling, og disse aktier har oplevet langt større kursstigninger end øvrige sektorer.

I slutningen af året ændrede denne tendens sig dog, til dels i en erkendelse af, at vækstaktierne efterhånden var kommet højt op i kurs. Det indebar kursfald blandt vækstaktierne og samtidig kursstigninger indenfor value-segmentet af mere attraktivt prisfastsatte aktier.

Det danske aktiemarked kunne – modsat tendensen i de foregående år – i 2021 ikke følge med de globale markeder under ét. Forklaringen er, at det danske marked er domineret af en række meget store enkeltelskaber, hvis kursudvikling i høj grad er bestemt af konkrete selskabsforhold.

Foreningen følger i sin afdeling Equities en strategi med investering i investeringsfonde, som hver især er udvalgt som de bedste indenfor deres respektive markedssegmenter og tilsammen giver en kvalitetsportefølje, der dækker aktiemarkedene bredt.

Selv om aktiekurserne er steget betydeligt gennem de senere år og denne tendens er fortsat gennem 2021, er der fortsat positive forventninger til aktiekurserne i de kommende år.

Baggrunden herfor er som allerede beskrevet den positive økonomiske udvikling og indtjeningsudvikling i virksomhederne, som ventes at fortsætte gennem den fortsat lempelige økonomiske politik. Endelig bør nævnes bæredygtighedsdagsordenen, som vil indebære betydelige investeringer verden over i de kommende år.

Som hidtil er der dog også en række risikofaktorer, og her bør navnlig nævnes inflationsudviklingen, politisk uro i en række af verdens brændpunkter samt det forhold, at prisfastsættelsen af aktierne er høj. Det kunne give grundlag for en udvikling præget af større udsving i kurserne end set i de senere år. Udviklingen i begyndelsen af 2022 er en illustration af dette.

Obligationsmarkederne

Den lempelige pengepolitik har gennem de senere år været baggrunden for det meget lave og i mange tilfælde negative renteniveau verden over.

Som allerede beskrevet er der nu udsigt til, at den lempelige pengepolitik vil blive normaliseret, men det vil ske gradvist og antageligvis over flere år.

USA er på vej til at påbegynde rækken af renteforhøjelser og er påbegyndt udfasningen af obligationsopkøbsprogrammet til at understøtte obligationsmarkederne. I Europa ventes opkøbsprogrammet tillige udfaset, men egentlige renteforhøjelser ventes først på et senere tidspunkt.

Denne udvikling er sammen med den økonomiske vækst og stigningen i inflationen baggrunden for, at der gennem 2021 er sket en gradvis stigning i de lange renter, mens de korte renter først i begyndelsen af 2022 begyndte at stige, trods uændrede lave styringsrenter.

Det har betydet obligationsafkast tæt på nul i 2021, og alene segmentet erhvervsobligationer har gennem en højere direkte rente samt en fortsat indsnævring af kreditspændene kunnet opvise positive afkast.

Foreningen følger også i sin afdeling Bonds en strategi med investering i udvalgte investeringsfonde indenfor hver deres respektive markedssegment. Sigtet er at opnå en kvalitetsportefølje af forskellige obligationer.

Også på obligationsmarkederne er inflationen en risikofaktor, og med forventningerne til en gradvis udfasning af den lempelige pengepolitik er der grund til at forvente en fortsat opadgående tendens i renteniveauet.

Andre forhold

Bæredygtighed og samfundsansvar

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

Foreningen monitorerer sine porteføljer i forhold til denne målsætning, og herunder målsætningen om en reduktion af CO2-emissionen fra virksomhederne og deres produkter.

I oversigten fremgår beregningen af CO2 udslippet fra de virksomheder, foreningens globale og danske aktieporteføljer 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 eller danske aktiemarked.

Beregnet CO2 udslip pr. mio. kr. investeret

Afdeling	Tons CO2 pr. mio. kr. investeret
Equities	7,6
MSCI All Countries	9,4
OMXC25 GI	8,2

Kilde: Sustainalytics

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

Politikken har samtidig og som hidtil udgangspunkt i FN's retningslinjer i UN Global Compact. Det betyder, at foreningen søger at investere i fonde der ikke investerer 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.

Det er vurderet, hvorvidt politikken vil kunne indebære 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 www.selectedinvestments.dk.

Politikken udøves i tæt samarbejde med foreningens investeringsrådgiver. Rapporteres en virksomhed i en fond at have overtrådt politikken, vurderes først informationer om baggrund og hensigter. Herefter vurderes, om en dialog – via den pågældende investeringsfond – kan være nyttig. Vurderes en dialog som unyttig, eller fører den ikke til et tilfredsstillende resultat, vil investeringen blive solgt. Der har ikke i 2021 været sådanne konkrete sager.

Udøvelse af stemmeret

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

Som hovedregel vurderes indstillinger til en fonds generalforsamling at tjene investorernes og fondens interesser, men er kontroversielle forhold til behandling, vurderes sagen i samråd mellem foreningens bestyrelse og investeringsrådgiver. Der har ikke i 2021 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 administrationselskabet Invest Administration A/S sammen med kredsene 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 administrationselskabets ansatte henvises her til årsrapporten. Bestyrelsens honorar fastsættes af generalforsamlingen og er redegjort for i regnskabets 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 2021.

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 25. februar 2022

Direktion

Invest Administration A/S

Niels Erik Eberhard

Bestyrelse

Investeringsforeningen Selected Investments

Martin Gottlob
formand

Peter Løchte Jørgensen

Lars Christiansen

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen Selected Investments

Konklusion

Vi har revideret årsregnskaberne for de enkelte afdelinger i Investeringsforeningen Selected Investments for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2021, som omfatter de enkelte afdelingers resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskaberne udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2021 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2021 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Vores konklusion er konsistent med vores revisionsprotokollat til bestyrelsen.

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne".

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

Uafhængighed

Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med 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.

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

Valg af revisor

Vi blev første gang valgt som revisor for Investeringsforeningen Selected Investments den 11. september 2019 og er genvalgt årligt ved generalforsamlingsbeslutning i en samlet opgaveperiode på 2 år frem til og med regnskabsåret 2021.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskaberne for regnskabsåret, der sluttede 31. december 2021. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskaberne som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold. For hvert af nedennævnte forhold er beskrivelsen af, hvordan forholdet blev behandlet ved vores revision, givet i denne sammenhæng.

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

Centrale forhold ved revisionen

Hvordan forholdet blev behandlet ved revisionen

Værdiansættelse af finansielle instrumenter

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

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

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

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

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

Den procentvise fordeling af de enkelte afdelingers finansielle instrumenter på børsnoterede instrumenter, instrumenter noteret på et andet reguleret marked og øvrige finansielle instrumenter fremgår af note i de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

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

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

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

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

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

Ledelsens ansvar for årsregnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskaberne

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

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

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

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

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed, og, hvor det er relevant, anvendte sikkerhedsforanstaltninger eller handlinger foretaget for at eliminere trusler.

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

København, den 25. februar 2022

EY Godkendt Revisionspartnerselskab

CVR-nr. 30 70 02 28

Thomas Hjortkjær Petersen

statsautoriseret revisor

mne33748

Rasmus Berntsen

statsautoriseret revisor

mne33748

Årsregnskab

1. januar – 31. december 2021

Afdeling Equities

Afkast og resultat

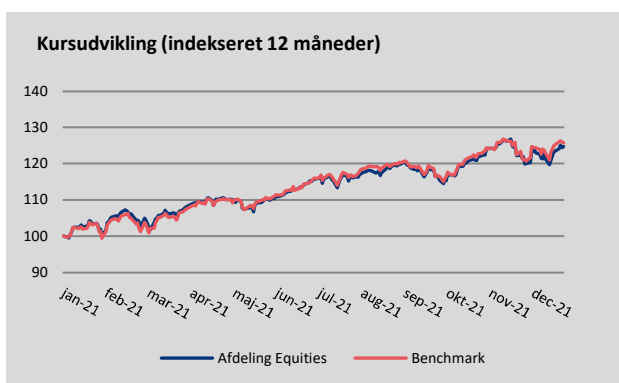
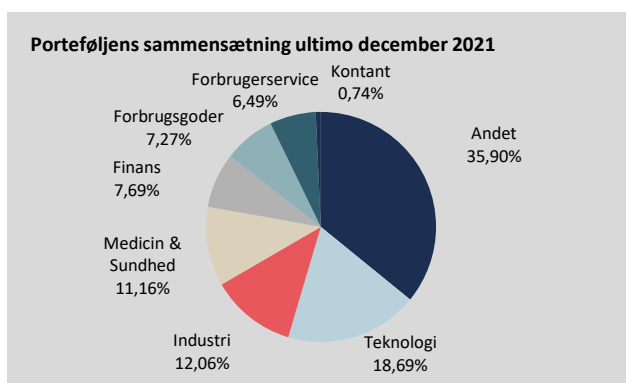
Afdelingen gav i 2021 et afkast på 24,7 pct. Det er lidt mindre end afdelingens benchmark, der er steget med 25,7 pct. Afkastet i afdelingen har gennem året været præget af en fortsat god udvikling i samfundsøkonomien samt en gradvis afslutning af Covid-19 epidemien, ligesom det lave renteniveau har understøttet kursudviklingen.

Fakta om Afdeling Equities

Stiftet	2019
Akkumulerende - Aktiebaseret	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Benchmark	80% MSCI World AC inkl. udbytte, målt i DKK og 20% OMXC25 inkl. udbytte, målt i DKK
ÅOP	1,01
Indirekte handelsomkostninger	0,02

Porteføljens 10 største positioner opgjort ultimo december 2021

Navn	ISIN	Andel
1 - JPM Global REI ESG Ucits ETF	IE00BF4G6Y48	19,80%
2 - Storebrand Indeks Alle Mar. A5	NO0010841588	19,08%
3 - Maj Invest Value Aktier	DK0060825644	10,34%
4 - Xtrac MSCI World Min Vola	IE00BL25JN58	10,23%
5 - XACT OMXC25 UCTIS ETF	SE0011452127	9,82%
6 - K Invest US Small Cap Akt	DK0060636595	9,75%
7 - Storebrand Global Solutions A5	NO0010841612	8,98%
8 - K Invest Globale Aktier II	DK0060696573	8,67%
9 - JPM GL EM	IE00BF4G6Z54	2,59%



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	2020 ¹⁾	2021
Renteudgifter		-66	-57
Udbytter		782	376
I alt renter og udbytter	1	715	319
Kapitalandele		43.091	118.346
Valutakonti		-21	-2
Andre øvrige passiver		-	1
Handelsomkostninger	2	3	-205
I alt kursgevinster og -tab		43.072	118.140
I alt indtægter		43.787	118.459
Administrationsomkostninger	3	-2.546	-3.093
Resultat før skat		41.241	115.366
Skat	4	-	-
Årets nettoresultat		41.241	115.366
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		41.241	115.366
Overført til formuen		41.241	115.366

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

Balance

(1.000 kr.)	Note	2020	2021
Aktiver			
Indestående i depotselskab		2.430	3.716
I alt likvide midler		2.430	3.716
Investeringsbeviser i andre danske UCITS		233.424	207.512
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger		248.641	326.485
I alt kapitalandele	5	482.065	533.997
Andre tilgodehavender		-	267
I alt andre aktiver		-	267
Aktiver i alt	6	484.495	537.981
Passiver			
Investorerens formue	7	483.871	537.367
Skyldige omkostninger		624	614
I alt anden gæld		624	614
Passiver i alt		484.495	537.981

Afdeling Equities - Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2020	2021
Indestående i depotselskab	-66	-57
Investeringsbeviser	782	376
I alt renter og udbytter	715	319

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2020	2021
Bruttohandelsomkostninger	329	313
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-332	-108
Handelsomkostninger ved løbende drift	-3	205

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2020	2021
Administration	962	938
Investeringsforvaltning	1.585	2.155
Distribution, markedsføring og formidling	-	-
I alt administrationsomkostninger	2.546	3.093

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2020	2021
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.)	2020	2021
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,5	99,3
Øvrige finansielle instrumenter	0,5	0,7
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 18,83 pct. placeret i Teknologi, 12,15 pct. i Industri, 11,24 pct. i Medicin & Sundhed, 7,75 pct. i Finans, 7,32 pct. i Forbrugsgoder og 42,71 pct. i andre sektorer.

Afdeling Equities - Noter til årsregnskab

Note 7 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2020 (stk.)	Formue- værdi 2020 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2021 (stk.)	Formue- værdi 2021 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	-	-	4.573.120	483.871
Emission i året	5.385.120	521.530	692.065	79.460
Indløsning i året	-812.000	-79.124	-1.193.000	-141.552
Emissionstillæg		436		120
Indløsningsfradrag		120		210
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-332		-108
Overført fra resultatopgørelsen		41.241		115.366
I alt investorenes formue	4.573.120	483.871	4.072.185	537.367

Note 8 - Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

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

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

²⁾ Afdelingen er under 3 år

Afdeling Bonds

Afkast og resultat

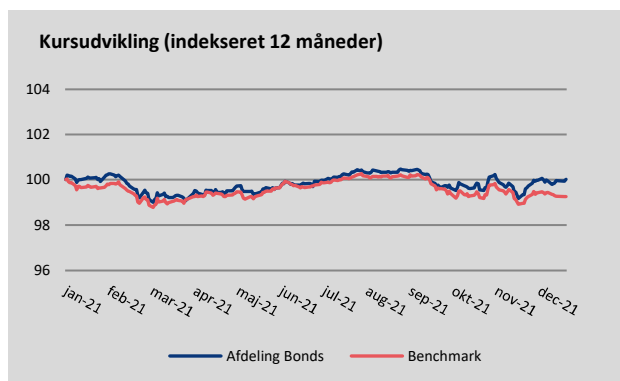
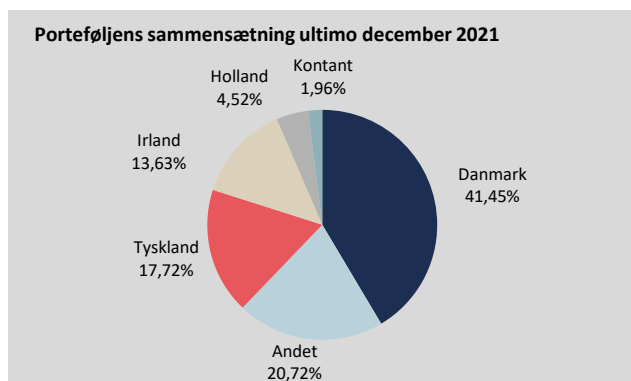
Afdelingen gav i 2021 et afkast på 0,0 pct. Det er lidt bedre end afkastet af afdelingens benchmark, der har givet et negativt afkast på -0,8 pct. Afkastet er præget af det svagt stigende renteniveau, men har været trukket op af kreditobligationerne, som har oplevet en indsnævring af kreditspændene i takt med kursstigningerne på aktiemarkederne.

Fakta om Afdeling Bonds

Stiftet	2019
Akkumulerende - Obligationsbaseret	
Risikokategori	3
Risikoprofil	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
ÅOP	0,94
Indirekte handelsomkostninger	0,00

Porteføljens 10 største positioner opgjort ultimo december 2021

Navn	ISIN	Andel
1 - HP Investin Korte Obligationer	DK0061150984	19,19%
2 - HP Danish Bonds A	DK0060227239	15,13%
3 - Xtrackers II Eur HY	LU1109943388	14,63%
4 - Accunia Eurpean Investment	DK0060804136	14,59%
5 - JP Morgan Emerging Market Bond	IE00BDDRDY39	14,58%
6 - Vanguard EUR Corporate Bond	IE00BGYWT403	10,19%
7 - Nykredit Invest Korte Obl.	DK0060009249	9,73%



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	2020 ¹⁾	2021
Renteudgifter		-53	-32
Udbytter		500	651
I alt renter og udbytter	1	447	619
Kapitalandele		4.897	539
Valutakonti		-13	-0
Handelsomkostninger	2	-12	-
I alt kursgevinster og -tab		4.872	539
I alt indtægter		5.319	1.158
Administrationsomkostninger	3	-1.556	-1.283
Resultat før skat		3.763	-126
Skat	4	-	-
Årets nettoresultat		3.763	-126
Overskudsdisponering			
Årets nettoresultat		3.763	-126
Overført til formuen		3.763	-126

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

Balance

(1.000 kr.)	Note	2020	2021
Aktiver			
Indestående i depotselskab		1.466	2.794
I alt likvide midler		1.466	2.794
Investeringsbeviser		237.239	140.917
I alt kapitalandele	5	237.239	140.917
Andre tilgodehavender		-	26
I alt andre aktiver		-	26
Aktiver i alt	6	238.704	143.736
Passiver			
Investorerne formue	7	238.367	143.546
Skyldige omkostninger		337	190
I alt anden gæld		337	190
Passiver i alt		238.704	143.736

Afdeling Bonds - Noter til årsregnskab

Note 1 - Renter og udbytter

(1.000 kr.)	2020	2021
Indestående i depotselskab	-53	-32
Investeringsforeninger	500	651
I alt renter og udbytter	447	619

Note 2 - Handelsomkostninger

(1.000 kr.)	2020	2021
Bruttohandelsomkostninger	145	57
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-132	-57
Handelsomkostninger ved løbende drift	12	-

Note 3 - Administrationsomkostninger

(1.000 kr.)	2020	2021
Administration	638	466
Investeringsforvaltning	918	817
Distribution, markedsføring og formidling	-	-
I alt administrationsomkostninger	1.556	1.283

Note 4 - Skat

(1.000 kr.)	2020	2021
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.)	2020	2021
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,4	98,0
Øvrige finansielle instrumenter	0,6	2,0
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 42,28 pct. placeret i Danmark, 18,08 pct. i Tyskland, 13,9 pct. i Irland, 4,61 pct. i Holland og 21,14 pct. i Andet.

Afdeling Bonds - Noter til årsregnskab

Note 7 - Investorenes formue

	Cirkulerende andele 2020 (stk.)	Formue- værdi 2020 (1.000 kr.)	Cirkulerende andele 2021 (stk.)	Formue- værdi 2021 (1.000 kr.)
Investorenes formue, primo	-	-	2.373.698	238.367
Emission i året	2.855.698	282.631	135.200	13.559
Indløsning i året	-482.000	-48.086	-1.079.670	-108.335
Emissionstillæg		142		13
Indløsningsfradrag		48		124
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-132		-57
Overført fra resultatopgørelsen		3.763		-126
I alt investorenes formue	2.373.698	238.367	1.429.228	143.546

Note 8 - Hoved- og nøgletal de seneste 5 år

	2020 ¹⁾	2021
Hovedtal i mio. kr.		
Årets nettoresultat	3,76	-0,13
Investorenes formue inkl. udlodning	238,37	143,55
Cirkulerende andele (nominel værdi)	237,37	142,92
Nøgletal pr. andel		
Indre værdi pr. andel, kr. (inkl. udbytte)	100,42	100,44
Årets afkast i procent	0,42	0,02
Sharpe ratio ²⁾	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-
Omkostningsprocent	0,66	0,65
Omkostningsprocent inkl. underliggende afdelinger	0,90	0,90
Benchmark		
Benchmarkafkast i procent	0,30	-0,83
Sharpe ratio ²⁾	-	-
Standardafvigelse ²⁾	-	-

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

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: Auriga Industries A/S, 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
Lars Christiansen

Ansættelsessted: Selvstændig
Formand: Biogasclean 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 Investeringsrådgiver Selected Advice A/S om markedsføring af foreningens beviser samt tilhørende rådgivning af foreningens investorer

Aftale om investeringsrådgivning

Aftalen er indgået med Investeringsrådgiver 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.)	2020	2021
Bestyrelshonorar Der er ikke indgået incitamentsprogrammer, og der udbetales ikke særskilt vederlag til direktionen, da dette er indeholdt i vederlaget til investeringsforvaltningsselskabet	150	150
	150	150

Revisionshonorar

(1.000 kr.)	2020	2021
Honorar til den valgte revisor fordeler sig således:		
Lovpligtig revision	60	47
Andre erklæringsopgaver	0	0
Skatterådgivning	0	0
Andre ydelser end revision	0	0
	60	47

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 2020.

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:

Tilgodehavender 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.

ÅOP: ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) er opgjort som summen af afdelingens omkostningsprocent (administrationsomkostninger i regnskabsåret i procent samt en syntetisk administrationsomkostningsprocent for investeringsforeningsandele), direkte handelsomkostninger ved løbende drift i regnskabsåret i procent, samt 1/7 del af det aktuelle maksimale emissionstillæg i procent og maksimale indløsningsfradrag i procent, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont. Indirekte handelsomkostninger er de omkostninger, der ikke medregnes i ÅOP, og som hidrører fra spændet mellem købs- og salgskurserne i værdipapirmarkedet.

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.