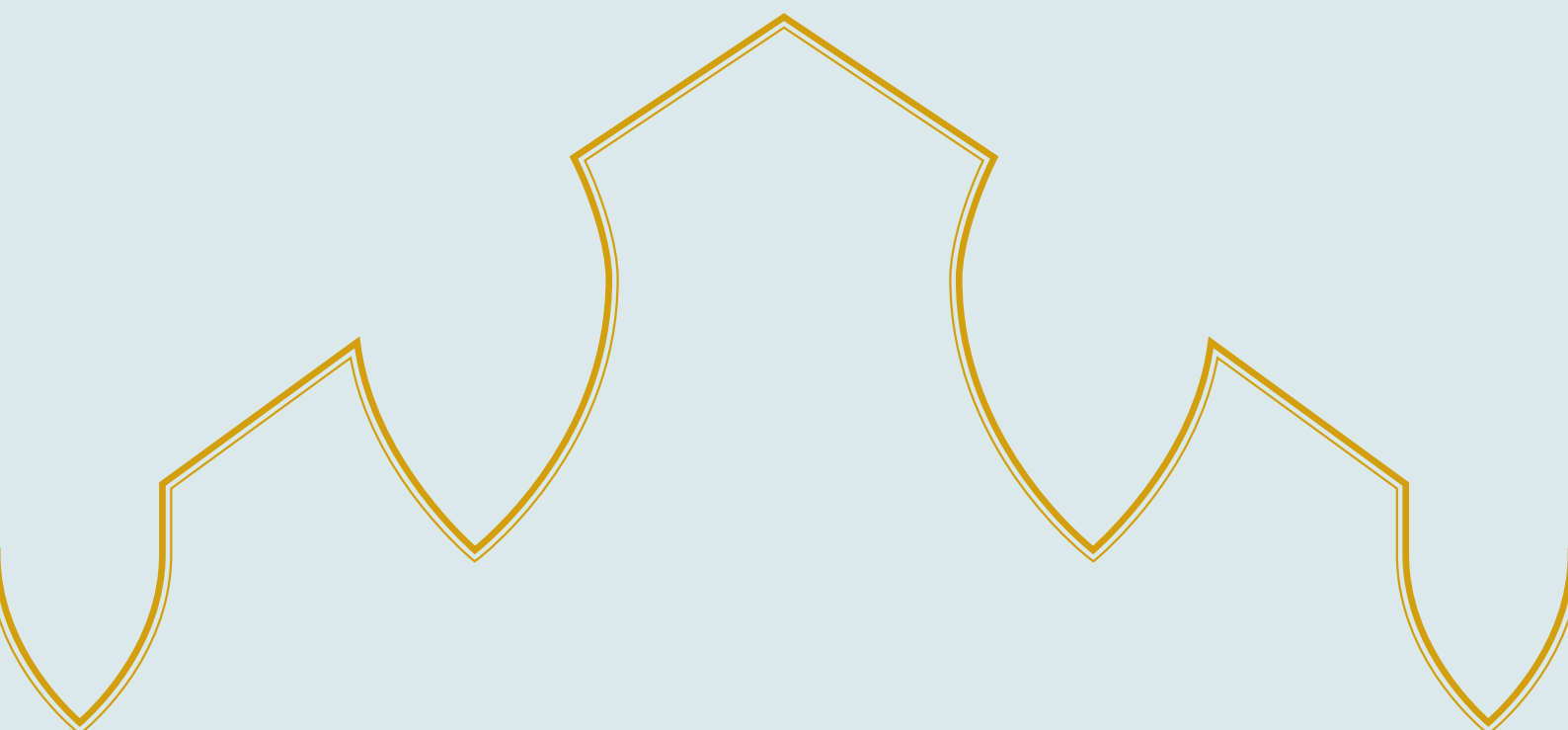


HALBERG-
GUNDERSEN
INVEST



2014

ÅRSRAPPORT 2015



INDHOLD

Foreningsoplysninger	3
Ledelsesberetning	4
De økonomiske omgivelser i 2015	5
Status for første leveår	7
Industrielt langsigtet tilgang til investering	9
Forventninger til 2016	11
Risici og risikostyring	13
Foreningsforhold	16
Ledelsen	17
Samfundsansvar	18
Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere	19
Påtegninger	20
Ledelsespåtegning	20
Den uafhængige revisor erklæringer	21
Beretning og årsregnskab: 26. september 2014 – 31. december 2015	22
Information om indhold i afdelingens beretning og regnskaber	23
Anvendt regnskabspraksis	25
Afdeling Globale Aktier	
Beretning	27
Resultatopgørelse, balance & noter	31

KORT OM STRUKTUREN I ÅRSRAPPORTEN

Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invests årsrapport er opbygget med generelle afsnit og afdelingsspecifikke afsnit.

I de generelle afsnit indgår en beskrivelse af den økonomiske udvikling i 2015 og forventningerne til udviklingen i 2016, som har haft eller ventes at få en indflydelse på afkastudviklingen. Endvidere beskrives de generelle risici og foreningens risikostyring.

I afsnittet for afdeling Globale Aktier indgår en beskrivelse af afdelingens profil samt afdelingens beretning og regnskab for 2015.

For at få et samlet billede af udviklingen samt de særlige forhold og risici, der påvirker afdelingen, kan det være nyttigt at læse såvel de generelle som de afdelingsspecifikke afsnit.

FORENINGSOPLYSNINGER

FORENING

Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest
Badstuestræde 20
1209 København K
Telefon: 38 14 66 00

Hjemmeside: www.halberg-gundersen.dk
E-mail: hgi@invest-administration.dk
CVR-nr.: 36 44 27 78
Reg.nr. i Finanstilsynet: 11.183
Stiftet: 26. september 2014
Hjemsted: Københavns Kommune
Regnskabsår: 1. januar – 31. december

BESTYRELSE

Ken L. Bechmann (formand)
Charlotte Lindholm (næstformand)
John Erik Rif

INVESTERINGS- FORVALTNINGSSELSKAB

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

RÅDGIVER

Great Dane A/S
Porthusvej 100
5700 Svendborg
Telefon: 63 22 52 50

REVISOR

Ernst & Young, Revisionspartnerselskab
Osvold Helmuhs Vej 4
2000 Frederiksberg
Telefon: 73 23 30 00

DEPOTSELSKAB OG NAVNOTERINGSSTED

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

TILSYNSMYNDIGHED

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

LEDELSESBERETNING

Foreningens bestyrelse har i dag godkendt årsrapporten for 2015 i den form, hvori den vil blive forelagt til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 7. april 2016. Rapporten omfatter perioden fra foreningens etablering den 26. september 2014 til den 31. december 2015.

Afdeling Globale Aktier fik i sin første tegningsperiode, der gik fra den 14. til den 20. januar 2015, en meget tilfredsstillende tegning på i alt 159,6 mio. kr. fordelt på 50 investorer, og blev første gang handlet på Nasdaq Copenhagen A/S den 27. januar 2015.

Ved udgangen af 2015 er foreningens formue 185,3 mio. kr. Driftsresultatet i afdelingen blev -10,6 mio.kr. og nettotil-

gangen af nye midler efter den første tegningsperiode var 35,4 mio. kr. Bag driftsresultatet ligger et afkast i perioden på -4,3 pct. Afkastet er opgjort efter, at afdelingen har afholdt de løbende administrationsomkostninger. Bestyrelsen finder afkastet utilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, der steg 4,4 pct.

Omkostningsprocenten var 0,93 pct., og den Årlige Omkostning i Procent (ÅOP) 0,98 pct., hvilket ligger i den lave ende i forhold til andre danske aktive afdelinger med globale aktier som investeringsunivers.

Der er efter årsskiftet ikke indtruffet begivenheder, der i væsentlig grad påvirker årsregnskabet.

ÅRET I HOVEDOVERSKRIFTER

- Betydelige stigninger på aktiemarkedene, særligt i Danmark.
- Moderat vækst i verdensøkonomien, atter med udgangspunkt i USA. Væksten i Europa var mere afdæmpet og Emerging markets-landene bidrog mindre end forventet til den økonomiske vækst.
- Foreningens samlede formue endte på 185,3 mio.kr.
- Afdeling Globale Aktier fik et afkast på -4,3%.

DET HURTIGE OVERBLIK

RESULTAT 2015

-11 MIO. KR.

AFKAST 2015

-4,3 PCT.

FORMUE ULTIMO 2015

185 MIO. KR.

DE ØKONOMISKE OMGIVELSER I 2015

2015 blev et på mange måder begivenhedsrigt år for den globale økonomi med bl.a. gældskrisen i Grækenland, støtteopkøb fra Den Europæiske Centralbank (ECB), flygtningekrisen i Europa, kinesisk vækstafmatning og sidst på året en amerikansk renteforhøjelse som nogle af de mest nævneværdige hændelser.

Den økonomiske vækst ser ud til at være vendt tilbage i Nordamerika og Europa, men til gengæld er der opstået store problemer med at fastholde vækstraterne i udviklingslandene. Det gælder især Kina, som har tegnet sig for langt hovedparten af den globale vækst siden finanskrisen. Problemerne i Kina har imidlertid fået en afsmittende negativ effekt på den øvrige verden, så IMF i sin senest offentliggjorte prognose fra oktober valgte at nedjustere forventningen til den globale vækst i 2016.

Året begyndte ellers godt, da ECB i januar offentliggjorde et stort støtteprogram med opkøb af obligationer fra marts 2015 til september 2016 for sammenlagt mere end 8.000 mia. kroner. Markederne var begejstrede over udsigten til, at de lave renter i Europa kunne fastholdes, og aktierne fik

den bedste start i mange år med et gennemsnitligt afkast i første kvartal på mere end 15%.

Herefter overtog Grækenland dagsordenen, og hen over forårs- og sommermånederne udviklede situationen sig til et sandt drama. Adskillige reformkrav fra Grækenlands kreditorer, herunder IMF og EU med Tyskland i spidsen, var i spil, og grækerne var flere gange dømt ude af euroen. Den nye venstreorienterede græske regering var netop gået til valg på, at grækerne ikke skulle finde sig i EU's sparekrav, og enden på sagen blev – efter bl.a. en folkeafstemning, der forkastede et af de mange udspil fra kreditorerne – at grækerne måtte æde stoltheden og acceptere kreditorernes krav mod til gengæld at få endnu en økonomisk hjælpepakke på plads.

Hjemme i Danmark havde vi i mellemtiden oplevet en noget uvant situation. Den Schweiziske Centralbank var i januar nødt til at give køb på sin fastkurspolitik overfor euro-området. Det betød, at den schweiziske franc steg med 20-30% i værdi. Efterfølgende forsøgte spekulanter at opnå en hurtig gevinst ved at udsætte den danske krone for samme behandling. Men Danmarks Nationalbank forsvarede

KORT OM MARKEDERNE

Aktiemarkederne

Det globale aktieindeks opgjort i danske kroner inkl. udbytter steg med 10,7%. Amerikanske aktier steg, målt ved S&P 500-indekset opgjort i danske kroner, med 13,22%. Emerging Markets Aktier, målt ved MSCI Emerging Free-indekset opgjort i danske kroner, faldt med 5,0%. Det europæiske aktieindeks, MSCI Europa, steg med 8,5% målt i danske kroner. Det danske aktieindeks OMX København Totalindeks Cap inkl. udbytter steg med 30,8%.

Obligationsmarkederne

Korte danske statsobligationer fik (målt ud fra J.P. Morgan danske obligationsindeks 1-3) et afkast på 0,5%. For emerging markets obligationer (målt ud fra J. P. Morgan Emerging Markets obligationer (Hedged)) blev afkastet 0,3%.

Valutamarkederne

Den danske krone faldt med 0,2% i forhold til euro og med 11,5% i forhold til den amerikanske dollar.

dygtigt kronekursen med adskillige rentesænkninger og en voldsomt stigende valutareserve.

Der faldt ro over både Grækenland og konflikten i Ukraine, som havde været på den geopolitiske dagsorden siden sommeren 2014, så verdensøkonomien og aktiemarkederne beholdt sig stabile hen over sommeren.

I august devaluerede kineserne deres valuta, og det blev tolket som et signal om, at den for alvor var gal med væksten i Kina. Det satte gang i voldsomme globale kursfald på både aktier og råvarer. olieprisen havde efter en halvering siden sommeren 2014 holdt sig nogenlunde konstant i første halvår af 2015 i niveauet 50 USD til 60 USD for en tønde. Men i andet halvår blev olieprisen endnu engang halveret til niveauet 30 USD pr. tønde, og det gik hårdt ud over mange olie- og råvareeksporterende udviklingslande.

De fleste økonomer er enige om, at en lav oliepris vil komme både forbrugere og virksomheder i øvrige brancher til gode i form af en lavere energiregning. I stedet for at få en positivt afsmittende effekt, har olien og råvarernes prisfald i stedet skabt frygt for en ny recession. De store globale olie- og råvareproducenter har aflyst omfattende investeringer, og konsekvensen kan blive, at investeringsstopet får større negative virkninger end den positive effekt af lavere energiregning. Ydermere er der opstået spekulationer om, hvorvidt konkurser og virksomhedslukninger i energisektoren kan resultere i så store tab for bankerne, at energiprisen ligesom subprimekrisen i USA spreder sig til resten af økonomien.

USA har vækstmæssigt været lidt foran Europa i konjunkturcyklen, bl.a. som følge af, at den amerikanske centralbanks (FED) opkøb af obligationer. Derfor var det ventet, at amerikanerne for første gang i syv år ville hæve renten i efteråret. Imidlertid var den kinesiske uro så stor, at FED valgte at vente til december, før renten blev sat op med 0,25%. Efterfølgende har flere økonomer udtrykt bekymring for, om renteforhøjelsen er kommet for tidligt – allerede inden opsvinget har bidt sig fast. Imidlertid tyder den amerikanske arbejdsløshed, som ligger på 5% og fortsat er faldende på, at der er udsigt til øget lønpres på det amerikanske arbejdsmarked og efterfølgende en stigende inflation.

I Europa ligger arbejdsløsheden stadig over 10%, men tallet dækker over store forskelle mellem Syd- og Nordeuropa, hvor Tyskland, England og Skandinavien har en ledighed på 5-6%, mens eksempelvis Spanien ligger på over 20%.

Globalt steg aktiemarkederne med 10% i 2015, men måler vi i lokal valuta, var der store afkastforskelle på tværs af regionerne. I Europa var afkastet på 8%, mens de amerikanske aktier gik nogenlunde i nul målt i USD. Regner vi derimod i danske kroner gav de amerikanske aktier pga. dollarstigningen også et afkast på 12%, mens de japanske aktier med en styrkelse af den japanske yen endte året med en stigning på 22%.

Kina endte trods den store turbulens hen over sommeren alligevel med at give et positivt tocfret afkast, men der var kun få markeder, der kunne slå det danske. OMX C20-indekset steg 36%, mens det danske totalindeks måtte nøjes med 31%. Danske aktier koster nu det dobbelte af rekordniveauet fra før finanskrisen.

STATUS FOR HALBERG-GUNDERSEN INVESTS FØRSTE LEVEÅR

Efter et år som børsnoteret investeringsforening, er det relevant at gøre foreløbig status for Halberg-Gundersen Invest i denne årsrapport. Hvad var baggrunden for etableringen af foreningen? Hvad var det, vi satte os for - og hvordan er det foreløbig gået med at indfri ambitionerne?

Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest blev stiftet i efteråret 2014, og foreningens første og foreløbig eneste afdeling, Globale Aktier, som havde tegningsperiode medio januar 2015, fik første handelsdag på Nasdaq Copenhagen A/S den 27. januar 2015.

Baggrunden for foreningens stiftelse var, at de to familieejede fynske virksomheder, Halberg i Svendborg og Gundersen i Assens, i en lang årrække havde brugt tid, kræfter og penge på at pleje deres investeringer i børsnoterede aktier. Visionen for foreningen var at tilbyde fornuftig aktiv kapitalforvaltning til en lav pris. Investorer – store som små – skulle have adgang til den risikospredning, de stordriftsfordele og de lavere omkostninger, som er selve kongstanken ved at investere i forening, men som i dag reelt er forbeholdt store institutionelle investorer som pensionskasser og forsikringsselskaber.

Ved at etablere og investere gennem en investeringsforening kunne der spares omkostninger og tid på administration internt hos Halberg og Gundersen. Samtidig skulle en børsnotering af foreningen give andre danske investorer mulighed for at være med i foreningen og få del i de stordriftsfordele og den reduktion af omkostningerne, som etableringen af foreningen åbnede op for.

Helt konkret var målsætningen at ramme en omkostningsprocent, som lå på cirka halvdelen af den pris, investorer normalt betaler for at sætte deres penge i en dansk aktiv investeringsafdeling for globale aktier. Et af midlerne til at nå målet var fraværet af de tegnings- og formidlingsprovisioner, som andre foreninger har valgt at betale til bankerne for, at de vil sælge investeringsforeningsbeviserne. Altså bankernes opkrævning af en slags distributionsafgift. For-

målet var desuden, at investorerne skulle kunne komme billigt ind og ud af foreningen.

Investeringerne i afdeling Globale Aktier skulle bygge videre på den langsigtede strategi og industrielle tilgang til investering, som har kendetegnet de to fynske stiftere gennem generationer. En industriel tilgang til investering tager udgangspunkt i, at virksomhederne, der investeres i, skal være langtidsholdbare og attraktivt prissat i forhold til deres egenkapital og indtjeningssevne. De skal være økonomisk stærke uden at have for meget gæld. De skal være aktionærvenlige. Og de skal generere værdi i form af overskud og udbytter eller vækst i egenkapitalen på lang sigt. Denne tilgang til investering har tjent de to familievirksomheder godt gennem generationer, og det er forventningen, at denne tilgang også kan skabe værdi og konkurrencedygtige afkast for investeringsforeningen.

Er visionerne så indfriet? Foreningen er etableret, den er blevet børsnoteret og den årlige omkostningsprocent (ÅOP) for foreningens første leveår er opgjort til 0,98% på grundlag af en gennemsnitsformue på 195,1 mio. kroner. Til sammenligning var medianen af ÅOP for globale aktieafdelinger i branchen i 2014 på 1,93%. Halberg-Gundersens Invests realiserede omkostninger er dermed på et tilfredsstillende lavt niveau og absolut i tråd med målsætningen ved lanceringen.

Foreningen har etableret et aftalegrundlag og en omkostningsstruktur, som medfører, at omkostningsprocenten vil falde ved stigende formue. Marginalomkostningerne for foreningen lyder på 0,65 procent. Det vil sige, at hver ny formuekrone får foreningens omkostningsprocent til at falde yderligere ned mod 0,65 procent. Desuden er det forventningen, at når og hvis formuen en dag nærmer sig eksempelvis en milliard, så vil det være muligt at indgå endnu bedre aftaler med underleverandørerne, så omkostningsprocenten kan bringes under 0,65 procent.

Halberg-Gundersen Invest havde ved årsskiftet fået 147 medlemmer. Da foreningen hverken har valgt at betale pro-

visioner til banksektoren, at ansætte egne sælgere eller at bruge mange penge på markedsføring, er det relativt lave tal på ingen måde overraskende. Interesserede kan investere i Halberg-Gundersen Invests beviser gennem deres eget pengeinstitut. Da foreningen ikke betaler provisioner, bygger tilgangen af investorer til foreningen mere på investorernes egen drift end på bankernes anbefaling.

Foreningens strategi er at vente med markedsføring, indtil en tilfredsstillende afkasthistorik er etableret. Det leder hen til den altoverskyggende faktor i forhold til at opnå en stor formue og endnu lavere omkostninger i Halberg-Gundersen Invest, nemlig afkastet af foreningens aktieportefølje. Det skal være konkurrencedygtigt både i forhold til markedet og konkurrenterne.

Efter 2015 kan vi konstatere, at afkastet har været meget utilfredsstillende, og det er den eneste del af visionen – men også den allervigtigste – som dermed endnu ikke er indfriet.

Afkastet i Halberg-Gundersen Invest blev knap 9% dårligere end markedsafkastet i perioden fra 27. januar til 31. december 2015. I en sådan situation er det forståeligt, hvis medlemmerne spørger, om foreningen har den rigtige strategi. Bestyrelsen i Halberg-Gundersen Invest, som er valgt af generalforsamlingen til at varetage investorernes interesser, stiller spørgsmålet på medlemmernes vegne, og holder løbende møder med foreningens investeringsrådgiver for bedst muligt at forstå, evaluere og trykprøve investeringsstrategien.

Med den langsigtede buy-and-hold strategi og en tilgang, hvor foreningen ikke blot forsøger at kopiere investeringerne i sit benchmark, vil der opstå perioder, hvor foreningens afkast afviger fra markedsafkastet. 2015 blev desværre et år med en negativ afvigelse. Investeringsstrategiens målsætning om at det enkelte aktieselskab skal være undervurderet, aktionærvenlig, have lav gæld og være langtidsholdbar er i fokus. Ved at forblive disciplineret og tro mod strategien, er det forventningen, at porteføljen vil give et tilfredsstillende afkast på langt sigt.

INDUSTRIEL LANGSIGTET TILGANG TIL INVESTERING

Når Halberg-Gundersen Invest investerer medlemmernes penge i aktier, er der fire bærende grundelementer i investeringsfilosofien. 1) Selskabet skal være billigt relativt til dets egenkapital og indtjening. 2) Risiko og gæld skal være lav. 3) Virksomheden skal skabe værdi og være aktionærvenlig. 4) Forretningen skal være langtidsholdbar. I det følgende vil vi beskrive mere konkret, hvad der menes med hver af disse fire elementer.

Virksomhederne skal først og fremmest være undervurderede. Derfor tager investeringsstrategien udgangspunkt i at identificere de aktier, som er billige, når prisen på aktierne sættes i forhold til selskabernes bogførte egenkapital eller nuværende indtjening. Denne tilgang får ofte betegnelsen 'valueinvestering'. Alternativet er 'vækstinvestering', når investor accepterer at betale en højere pris for en virksomhed i forventning om, at den i fremtiden vil være i stand til at skabe en indtjening, som retfærdiggør den højere pris.

Når afdeling Globale Aktier ikke fik navnet Globale Value Aktier, er det fordi, foreningen meget gerne også vil kunne investere i vækstaktier. Men vækstaktierne må ikke være så dyre i forhold til indtjeningen, at der skal gå mange år med høj tocifret vækst i indtjeningen, før aktiens pris kan retfærdiggøres. Et godt eksempel er amerikanske Amazon, som i 2015 mere end fordoblede sin markedsværdi på Nasdaq børsen til over 300 mia. USD. Amazon tjener ikke mange penge – de seneste 12 måneder er det blevet til 328 mio. USD, og dermed koster virksomheden 800-900 gange indtjeningen. Når man betaler så meget for en indtjening, som i høj grad baserer sig på 'fugle på taget', skal meget lykkes for virksomheden de næste 5, 10 eller måske 20 år, for at investeringen kan tjenes hjem.

Er aktien omvendt billig på trods af, at virksomheden har udsigt til en fornuftig vækst, så kan man tale om, at man får det bedste fra to verdener – en vækstaktie til en valueakties pris. Denne tilgang er vi tilhængere af i Halberg-Gundersen Invest, fordi det er sundt fornuft.

Den anden væsentlige faktor, som Halberg-Gundersen Invest har stort fokus på i investeringsprocessen, er, at selskaberne skal have en lav risiko. Her tænkes der ikke på

risikoen for, at kursen på virksomhedens aktier svinger i værdi på kort sigt. Det vil børsnoterede aktier ofte gøre. Her tænkes derimod på den risiko, som opstår, når virksomheder optager gæld. Med andre ord konkursrisiko. Halberg-Gundersen Invest har sine rødder i to familieejede virksomheder, som har henholdsvis 125 og 150 år på bagen, og som i dag ejes af fjerde og femte generation. Halberg og Gundersens virksomheder har altid haft fokus på at have ingen eller meget lav gæld. Gældfri virksomheder, som er herrer i eget hus, har større overlevelsessevne på langt sigt. Så selvom der på kort og mellemlangt sigt kan skabes et højere afkast ved at optage lån og gearere virksomheden – risikerer det at gå ud over overlevelsesevnen.

En periode som den nuværende, hvor renten har været rekordlav, har givet en stor fordel til gældsfinansierede virksomheder. Med et fald i renteudgifterne har der været mere tilbage til aktionærerne. Det ændrer ikke ved princippet om, at virksomhederne, Halberg-Gundersen Invest investerer i, skal have en solid økonomi, for der kommer en dag, hvor renteniveauet ikke længere lyder på 2-3%. Med andre ord er vi ikke tilhængere af gearede investeringer, men overlader den slags til f.eks. kapitalfonde og investorer med større risikoappetit.

Aktionærvenlighed er en tredje grundlæggende parameter for Halberg-Gundersen Invest. Den er især vigtig, når man fokuserer på virksomheder, som har lav eller ingen gæld. Hvad menes der med aktionærvenlighed? I Halberg-Gundersen Invest ønsker vi, at indtjeningen i virksomhederne skal komme aktionærerne til gode i form af udbytter eller tilbagekøb af aktier. Det duer ikke, at ledelsen blot sætter overskuddet i banken år efter år. Hvis ikke ledelsen kan geninvestere overskuddet i virksomheden med et tilfredsstillende afkast til følge, bør det udbetales til aktionærerne. Især japanske virksomheder har historisk været slemme til at have store summer stående til lav rente på bankkontoen, og den japanske 'shareholder value' lader desværre meget tilbage at ønske.

Virksomheder kan have gode og dårlige år, og de bliver populære og upopulære hos investorerne på grundlag af de senest opnåede resultater. Halberg-Gundersen Invest

har den grundholdning, at virksomhedernes realøkonomiske værdi er langt mere konstant end aktiekursen over tid. Investorerne har tendens til at være kortsigtede og overreagere på både positive og negative nyheder. Ved at være tålmodig, dvs. købe og beholde aktierne i lang tid, har Halberg-Gundersen Invest mulighed for at drage nytte af, at virksomheder, som i øjeblikket er udfordret på indtjeningen, og som er blevet upopulære hos investorerne og derfor handler til en lav kursværdi, får vendt udviklingen rundt og igen kommer til at tjene flere penge. Tålmodigheden kan af og til blive sat på en hård prøve, da det ofte tager lang tid at tilpasse en stor virksomhed til en ny konkurrence- eller markedssituation. Men Halberg-Gundersens køb-og-behold strategi har samtidig den attraktive bivirkning, at foreningen ikke får en masse omkostninger til køb og salg af aktier på daglig eller ugentlig basis.

Strategien kræver imidlertid også, at vi ikke overser en udvikling, som medfører, at virksomhederne taber deres indtjeningsevne. Der kan jo være en grund til, at en aktie er blevet meget billig, og det kan være, at indtjeningen aldrig bliver den samme igen. Det leder hen til den fjerde grundlæggende parameter. Virksomhederne i Halberg-Gundersen Invests portefølje skal have langtidsholdbare forretningsmodeller.

Virksomhedernes finansielle styrke er ikke meget værd, hvis deres indtjening gradvist forsvinder eller udhules af konkurrenterne eller ny teknologi. 'Disruption' er gået hen og blevet et populært ord i de senere år. Det engelske ord for afbrydelse eller forstyrrelse benyttes i stigende grad om situationer, hvor en virksomhed eller branche trues på livet af en ny opfindelse eller teknologi, som ændrer forretningsmodellen radikalt. Nylige populære eksempler er den amerikanske taxiservice Uber og internetportalen AirBnB, som formidler udlejning af værelser mellem private. De to virksomheders forretningsmodeller bygger på deleøkonomi, og de er hver især store trusler mod henholdsvis taxi- og hotelbranchen.

Der har altid været disruption, hvor der har været virksomheder og markeder. Opfindelsen af dampmaskinen er et tidligt eksempel på disruption, biler afløste hestevogne og PC'er afløste skrivemaskiner. Jo længere tidshorizont man investerer med, des større er risikoen for, at virksomheden i den periode, man ejer aktien, bliver udsat for disruption – altså en ny markeds- eller konkurrencesituation. Det er ikke nogen let disciplin at vurdere forretningsmodeller, og man kan ikke slå et tal for kvaliteten i en forretningsmodel op nogen steder. Men foreningens rådgiver kan læne sig op ad Halberg og Gundersens mange års erfaring med at drive produktions- og eksportvirksomhed – også i tider, der har været præget af store ændringer i efterspørgslen, konkurrencen og den økonomiske vejrudsigt.

FORVENTNINGER TIL 2016

Ved indgangen til 2016 står verdensøkonomien ved et sporskifte. Hvor det de seneste 10 år har været udviklingslandene med Kina i spidsen, som har drevet væksten, er det nu USA, som går forrest og må forventes at skulle levere drivkraften i årene fremover. Europa forventes også at bidrage til fremgangen om end i mindre grad, og lige nu står vi i den lidt usædvanlige situation, at USA så småt er begyndt at træde på bremsen med renteforhøjelser, mens Den Europæiske Centralbank (ECB), træder på speederen med opkøbsprogram og rentesænkninger, som forventes at fastholde de rekordlave europæiske renter ind i 2017.

I den modsatte grøft står Kina og udviklingslandene. 2015 blev året, hvor Kina for alvor viste svaghedstegn, og det forventes nu, at Kina skal til at affinde sig med lavere vækst fremadrettet. Kina er langt fra holdt op med at vokse, men væksten er faldet til næsten halvdelen af det niveau, som siden årtusindskiftet fik Kina til at blomstre fra at være af perifer økonomisk betydning til nu at udgøre en økonomisk stormagt.

Den frygt og volatilitet i aktiemarkedet, som prægede 2015, må forventes at fortsætte i 2016. På den ene side fremhæves de meget lave olie- og energipriser, som en af de væsentligste faktorer, der skal bidrage til øget vækst i USA og Europa. Forventningen er, at både forbrugere og virksomheder vil bruge besparelsen på energiregningen til at øge forbruget på andre områder. Men foreløbig har de negative konsekvenser af de voldsomt reducerede investeringer i energisektoren mere end opvejet de positive effekter af en lavere energipris.

Meget tyder på, at europæiske aktier vil give højere afkast end amerikanske i 2016. Det er den klare konsensusforventning blandt de mange aktiestrateger i banksektoren. Imidlertid er de europæiske aktier i løbet af 2015 gået hen og blevet dyrere end de amerikanske, når der måles på Price/Earning - altså prisen investor betaler på børsen for at få andel i indtjeningen i virksomhederne.

De amerikanske virksomheder har opnået de senere års betydelige resultatfremgang ved først og fremmest at blive

mere produktive og omkostningseffektive, mens resultatfremgangen i noget mindre grad har været drevet af øget omsætning. Dermed er der ikke så mange 'håndtag tilbage at dreje på' for de amerikanske virksomheder, hvis de skal fortsætte fremgangen. Tværtimod er noget af det, som kan rukke ved den pæne vækst i USA, at kursen på USD er steget 30% målt i euro over de seneste 18 måneder. Det gør det vanskeligt for de amerikanske virksomheder at konkurrere i eksportmarkederne. Da de amerikanske lønninger samtidig er begyndt at stige, fordi arbejdsløsheden nærmer sig niveauet for den strukturelle ledighed, får de amerikanske virksomheder i 2016 større udgifter til lønmkostninger. Endelig er den amerikanske centralbank begyndt at hæve renten, så virksomhedernes voksende renteudgifter vil medføre øget pres på indtjeningsgraderne i 2016. Alt i alt får amerikanske virksomheder modvind fra flere fronter i bestræbelserne på at øge indtjeningen fremover.

Selskaberne i Europa er lidt dyrere end de amerikanske, men her er der omvendt også udsigt til en positiv effekt af den billigere euro relativt til dollar. Den europæiske vækst har et lavere niveau, men forventes at stige. Det bliver understøttet af, at der fortsat i 2016 er udsigt til rekordlave renter og støtteopkøb fra Den Europæiske Centralbank. De europæiske virksomheder er på nuværende tidspunkt heller ikke ligeså rentable som de amerikanske, så der er god plads til forbedringer og dermed større sandsynlighed for, at de europæiske selskaber får mulighed for at øge indtjeningen.

De europæiske arbejdsmarkeder har stadig rigelig plads til forbedring – især i Sydeuropa, hvor ledigheden lyder på tocifrede procentsatser i de fleste lande. Samlet set er ledigheden i Europa på knap 10%, og IMF forventer, at den falder med cirka 0,5% i 2015. Det tilsvarende tal for USA lyder på godt 5,3% med et forventet fald på 0,4% i 2016. De regionale forskelle i Europa er imidlertid voldsomme. Mens Spaniens ledighed, selvom der igen er kommet vækst på den iberiske halvø, ligger på godt 22%, så forventes den tyske ledighed at falde fra 5,0 til 4,7% i 2016 – niveauer som svarer til USA. Kun Norge og Schweiz har lavere ledig-

hed end Tyskland, mens Danmark ligger med en ledighed på godt 6%, som også forventes at falde en smule i 2016.

I takt med at flytningestrømmen fra Syrien, og det øvrige Mellemøsten, tog til i 2015, har flere økonomer advaret om, at EU-landenes udgifter til at tage hånd om flytningene kan rokke ved det begyndende opsving. I Asia-Pacific-området minder det samlede vækstbillede lidt om Europa. Regionen forventes samlet set at få en fremgang, hvor væksten kommer op på 2%, men tallet dækker over en forventet vækst i Japan på 1%, mens de øvrige industrilande i regionen ligger på mellem 2 og 3%. Heriblandt Australien med 2,9%, hvilket kan undre lidt givet den australske økonomis store afhængighed af råvarer og energi.

Udviklingslandene har haft et vanskeligt år i 2015, og væksten forventes at falde yderligere i 2016. Det er især gået hårdt ud over BRIK-landene Brasilien, Rusland og Kina – mens Indien er gået fri. Fælles for de tre ramte er deres økonomiers store afhængighed af energi og råvarer. Væksten i Kina må antages at ville sætte dagsordenen nogen tid endnu. Der er frygt for, at ejendomsmarkedet og eksporten er stoppet så meget op, at råvarerne vil fortsætte med at falde, uden at statens bestræbelser på at øge investeringerne i infrastruktur kan opveje tilbagegangen. Det er ikke alene kinesernes skifte fra produktionsdrevet til service- og forbrugsorienteret økonomi, som har givet de voldsomme prisfald på råvarer. De toneangivende globale råvareproducenter har øget udvindingskapaciteten voldsomt de senere år i et forsøg på at opretholde omsætningen. Den økonomiske afmatning rammer dem derfor hårdt. Vinderne er forbrugerne og virk-

somhederne i andre brancher, som får billigere produkter, byggeri og materialer. De øvrige asiatiske udviklingslande har udsigt til fremgang på 3-6%. Fælles for disse lande er, at de ikke i samme omfang som BRIK-landene, minus Indien, er afhængige af råvarer.

Alt i alt tegner der sig en global vækst i størrelsesordenen 3% i 2016, som sammen med lave renter kan understøtte en positiv udvikling på aktiemarkederne. Væksten ventes i højere grad drevet af USA og Europa, mens BRIK-landene ventes at tegne sig for en mindre del end i de seneste år. Forventningen understøttes af den lempelige pengepolitik i Europa, som kan holde renterne på et lavt niveau året ud. Usikkerheden relaterer sig især til udviklingen i Kina, som dog uanset den megen dramatik forventes at vokse med mere end 6%. Dermed bidrager Kina med omtrent ligeså meget som USA til den samlede globale vækst. Arbejdsmarkederne er i bedring mange steder, men det er endnu ikke smittet af på væksten i privatforbrug og inflation.

Aktiemarkederne er altid behæftet med stor usikkerhed, og i 2016 vurderer vi, at usikkerheden er ekstra stor. Prissætningen af aktierne globalt er alt andet lige høj, men den er på ingen måde skræmmende i et historisk perspektiv. Tværtimod har kursfaldene i andet halvår medført flere attraktive investeringsmuligheder, og skeles der til obligatiionsmarkederne og den rekordlave rente, kan aktiemarkedet fremadrettet byde på attraktive afkastmuligheder relativt set.

RISICI OG RISIKOSTYRING

Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invests, afdeling Globale Aktier investerer i såvel danske som udenlandske aktier. Afdelingens generelle profil samt risikoindikator er beskrevet i de følgende afnit. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, det kan hentes på www.halberg-gundersen.dk.

Risikoen er udtrykt ved en risikoindikator, der er et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

1	2	3	4	5	6	7
Lav risiko					Høj risiko	

Afdelingens placering, der er oplyst i boksen nedenfor, på risikoindikatoren er bestemt af de seneste fem års historiske udsving i afdelingens benchmark MSCI World Index inkl. udbytte, målt i danske kroner.

Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6–7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant.

Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder som eksempelvis politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Der er historisk set typisk større risiko forbundet med at investere i aktier end i obligationer.

De historiske data giver ikke nogen garanti for den fremtidige kursudvikling.

Det er vigtigt at opnå den rigtige kombination af investeringsbeviser i forhold til ens økonomi, tidshorisont og risikovillighed. Det gælder både på tidspunktet for investeringen og løbende i opsparingsperioden. Derfor anbefales det at opsøge rådgivning.

Eksempler på risikoelementer er beskrevet nedenfor. Listen er ikke udtømmende.

Risici knyttet til valg af investeringsbeviser

Investeringer skal sammensættes ud fra egne behov og forventninger. Man skal derfor være bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være

AFDELINGENS GENERELLE PROFIL

Risikoprofilen for afdeling Globale Aktier er opgjort til 6.

Afdelingen blev etableret i 2014, og har derfor ikke tilstrækkelig historik til at opgøre risikoprofilen ud fra egen udvikling.

Placeringen er derfor baseret på de seneste fem års historiske udsving i afdelingens benchmark MSCI World Index inkl. udbytte, målt i danske kroner.

en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Risikoelementer omfatter f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndteres inden for de givne rammer for de forskellige investeringsområder, afdelingen investerer i. Et eksempel på risikostyringselementer er lovgivningens regler om risikospredning.

Risici knyttet til investeringsbeslutninger

Investeringsbeslutninger er langt overvejende baseret på porteføljerådgiverens handelsforslag til køb og salg af værdipapirer. Handelsforslagene udspringer af forventninger til fremtiden, der dannes ud fra kendskab til markedsforholdene f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Målet er at opnå et afkast efter omkostninger på niveau med eller over benchmark.

Afdelingens afkast er opgjort efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for de almindelige omkostninger, der er ved porteføljepleje.

Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkast kan blive både højere og lavere end benchmark.

Benchmarket er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer.

De væsentligste begrænsninger i investeringerne følger af de gældende regler for risikospredning.

Risici knyttet til driften af foreningen og dens afdeling

Ved administration af foreningens midler er der en række forretningsmæssige risici, herunder risici i relation til in-

vesteringsbeslutningerne, f.eks. kvaliteten af de porteføljemæssige investeringsbeslutninger samt til driften af foreningen, f.eks. menneskelige og systemmæssige fejl, og til den daglige ledelses evne til løbende at holde bestyrelsen godt orienteret om foreningens forhold.

Investeringsforeningen er underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer.

For yderligere oplysninger om afdelingen under Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest henvises til gældende prospekt for foreningen, der kan downloades fra www.halberg-gundersen.dk.

Generelle risikofaktorer

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

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

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.

Selskabsspecifikke forhold: Værdien af en enkelt aktie og obligation 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 en aktieafdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10% i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Særlige risici ved aktieafdelingen

Udsving på aktiemarkedet: Aktiemarkeder kan svinge meget og stige og falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller være 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 f.eks. 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. Halberg-Gundersen Invest placerer overvejende i selskaber, hvor adgangen til den nævnte form for risikovillig kapital almindeligvis har mindre betydning.

Risikoklasse – gul

I Erhvervs- og Vækstministeriets risikoklassifikation er afdelingen, i lighed med andre investeringsforeningers afdelinger, risikoklassificeret med farven gul, der betyder, at der er risiko for, at indskuddet på produktet kan tabes helt eller delvist, og at produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue. Ud over den gule kategori findes en grøn og en rød kategori.

FORENINGSFORHOLD

På generalforsamlingen den 9. marts 2015 blev Ken L. Bechmann, Charlotte Lindholm og John Erik Rif genvalgt til bestyrelsen. Ernst & Young, Godkendt Revisionspartnerselskab blev valgt som foreningens revisor.

Efter generalforsamlingen konstituerede bestyrelsen sig med Ken L. Bechmann som formand og Charlotte Lindholm som næstformand.

Bestyrelsen har afholdt to bestyrelsesmøder i 2014 og 5 bestyrelsesmøder i 2015.

På generalforsamlingen blev bestyrelsens forslag om at foreningens generalforsamling også kan afholdes på Fyn vedtaget.

Bestyrelsen vedtog den 16. november 2015, med henvisning til Lov om investeringsforeninger, en mangfoldighedspolitik for bestyrelsen i relation til kompetencer, alder samt måltal for det underrepræsenterede køn.

BESTYRELSESMEDLEMMERNE

	Alder	Nuværende valgperiode udløber	Indtrådt i bestyrelsen
Ken L. Bechmann (formand)	46	2016	2014
Charlotte Lindholm (næstformand)	51	2016	2014
John Erik Rif	50	2016	2014

LEDELSEN

Bestyrelsesformand
Ken L. Bechmann

Ansættelsessted: Institut for Finansiering, CBS / Handelshøjskolen i København

Direktionsposter: Direktør i Bechmann Finans
v/Ken Lamdahl Bechmann

Næstformand
Charlotte Lindholm

Ansættelsessted: Selvstændig

Direktionsposter: Direktør og indehaver af konsulentvirksomheden Lindholm Unlimited

Bestyrelsesmedlem
John Erik Rif

Ansættelsessted: Tanoma ApS

Bestyrelsesmedlem: Mavako ApS

Direktionsposter: Direktør i Tanoma ApS

DIREKTIONEN

Administrerende direktør
Preben Iversen

Ansættelsessted: Invest Administration A/S

Bestyrelsesmedlem: Investeringsfundsbranchen samt
FundCollect A/S

Direktør
Niels Erik Eberhard

Ansættelsessted: Invest Administration A/S

FORENINGSOPLYSNINGER

SAMFUNDSANSVAR

Foreningens arbejde med samfundsansvar er særligt knyttet dels til de etiske retningslinjer, som bestyrelsen har besluttet i forhold til de investeringer, der foretages, og dels til sektorens anbefalinger omkring Fund Governance.

Etik

Udgangspunktet for foreningens aktieinvesteringer er, at de tilpasser sig love, etik og moral i de lande og på de markeder, hvor de selskaber, der investeres i, virker.

Foreningen køber ikke aktier i virksomheder, der bevidst og gentagne gange bryder regler, der er fastsat af nationale myndigheder på de markeder, hvor virksomheden arbejder eller af internationale organisationer med Danmarks tiltrædelse. Foreningen køber ikke aktier i virksomheder i lande, der er genstand for handelsblokade, der er vedtaget af FN eller EU og er tiltrådt af Danmark.

Hvis et selskab vurderes at overtræde retningslinjerne, vurderes selskabets egen information om baggrunden og hensigter. Afhængigt heraf sælges eller fastholdes investeringerne i selskabet.

Der har ikke i 2015 været tilfælde, hvor der er foretaget salg som følge heraf.

Fund Governance

Fund Governance er et sæt anbefalinger fra Investeringsfundsbranchen angående investeringsforeningers ledelse, drift og markedsføring samt forhold mellem interessenterne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. Når der er tale om anbefalinger og ikke regler, skyldes det, at særlige forhold kan gøre sig gældende for den enkelte forening. Det har derfor været et bærende princip for anbefalingerne, at det er frivilligt, om den enkelte forening vil følge anbefalingerne, men dog ud fra et følg-

eller-forklar princip. Det vil sige, at hvis man ikke følger anbefalingen, skal man redegøre for, hvorfor dette ikke er tilfældet.

Foreningens bestyrelse har gennemgået anbefalingerne og konstateret, at man lever op til dem.

Det er foreningens indtryk, at man med de nævnte tiltag lever op til de krav om samfundsansvar, der i dag må anses for gældende for investeringsforeninger. Bestyrelsen har dog af hensyn til kontinuitet ikke fastlagt et maksimalt antal valgperioder for bestyrelsesformand og øvrige bestyrelsesmedlemmer.

Politik for udøvelse af stemmerettigheder

Bestyrelsens politik for udøvelse af stemmerettigheder på foreningens værdipapirer er, at foreningen som hovedregel følger indstillingen fra det pågældende selskab ud fra en holdning om, at selskabets ledelse har taget hensyn til varretagelse af aktionærernes interesser. Det kan ske enten ved aktiv afgivelse af stemme eller ved undladelse af at stemme ud fra en konkret vurdering af, om den nødvendige indsats vil kunne bibringe den forventede virkning. Alternativt kan foreningen vælge at afhænde aktierne.

Foreningens investeringsforvaltningsselskab har ved almindelige generalforsamlinger beføjelse til, at bemyndige investeringsrådgiveren til at udøve foreningens rettigheder til at afgive stemme i den form, som aktieselskabet giver adgang til. Er der kontroversielle forhold på dagsordenen, eller ønskes særlige synspunkter fremført, kan dette først finde sted efter behandling i bestyrelsen. Foreningens investeringsforvaltningsselskab registrerer og arkiverer i disse tilfælde oplysninger og beslutninger om stemmeafgivelse på foreningens vegne.

VÆSENTLIGE AFTALER MED SAMARBEJDSPARTNERE

I det følgende er foreningens væsentligste samarbejdspartnere nævnt, samt de ydelser de enkelte varetager for foreningen. De gældende satser, der betales under de enkelte aftaler, fremgår af det til enhver tid gældende prospekt for foreningens afdeling.

Aftale om depotbankfunktion

Foreningen har indgået aftale med Sydbank A/S om, at denne som depotbank forvalter og opbevarer værdipapirer og likvide midler for foreningens afdeling i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt Finanstilsynets bestemmelser og påtager sig de heri fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser.

Aftale om investeringsrådgivning

Foreningen indgik pr. 26. september 2014 en aftale med Great Dane Investeringsrådgivning A/S om ydelse af investeringsrådgivning for foreningen. Aftalen indebærer, at der ydes rådgivning til foreningens investeringsforvaltningsselskab Invest Administration A/S om handler m.v., som rådgiver anser for fordelagtige som led i porteføljestyringen. Der tilstræbes et tilfredsstillende afkast med samtidig hensyntagen til afdelingernes investeringsområde samt fornøden risikospredning. Investeringsområdet fremgår af vedtægterne samt i de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt i individuelle investeringsrammer for afdelingerne.

Aftaler om markedsføring og formidling

Foreningen indgik pr. 16. november 2015 en aftale med Great Dane Investeringsrådgivning A/S om, at selskabet til enhver tid med udgangspunkt i kundernes behov formidler salg af investeringsbeviser i foreningen. Selskabet fastlæg-

ger sine markedsføringstiltag i samråd med foreningens ledelse med henblik på at fremme salg af foreningens investeringsbeviser. Foreningen har en aftale med Sydbank A/S om, at banken i forbindelse med nyttegning af andele forestår emissionsaktiviteterne.

Aftale om prisstillelse i markedet

Foreningen indgik i 2015 en aftale med Sydbank A/S om, at banken i blandt andet Nasdaq Copenhagen A/S' handelssystemer løbende - med forbehold for særlige situationer stiller priser i afdelingens investeringsbeviser med det formål at fremme likviditeten ved handel med beviserne. Prisstillelsen skal ske med såvel købs- og salgspriser og på baggrund af aktuelle emissions- og indløsningspriser.

Aftale om ejerbog

Foreningen har en aftale med Computershare A/S om, at selskabet på vegne af foreningen fører den såkaldte ejerbog, hvori navnenotering af afdelingens andele foretages. Aftalen indebærer, foruden den løbende registrering af noteringsforhold og ændringer i disse, at selskabet forestår udstedelse af adgangskort og stemmesedler til foreningens generalforsamlinger og de hertil knyttede aktiviteter.

Aftale om administration

Foreningen har med investeringsforvaltningsselskabet Invest Administration A/S en aftale om, at selskabet udfører foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., foreningens vedtægter, anvisninger fra foreningens bestyrelse, herunder investeringsrammer for afdelingerne, og aftale om investeringsrådgivning. Investeringsforvaltningsselskabet er 100% ejet af Lån & Spar Bank A/S.

PÅTEGNINGER

LEDELSESPÅTEGNING

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest for regnskabsåret sluttende 31. december 2015.

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

Årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultat.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 7. marts 2016

Direktion:

Invest Administration A/S

Preben Iversen

Niels Erik Eberhard

Bestyrelse:

Ken L. Bechmann
formand

Charlotte Lindholm
næstformand

John Erik Rif

DEN UAFHÆNGIGE REVISORS ERKLÆRINGER

Til investorerne i Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest

Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest for regnskabsåret sluttende 31. december 2015, omfattende den samlede beskrivelse af anvendt regnskabspraksis og noter samt foreningens resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet aflægges efter lov om investeringsforeninger m.v.

Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

Revisors ansvar

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet for foreningen 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 revisionshandling for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandling afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskabet, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandling, 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 2015 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret sluttende 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger m.v. gennemlæst ledelsesberetningen. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskabet for foreningen. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København, den 7. marts 2016.

Ernst & Young

Godkendt Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 30 70 02 28

Ole Karstensen
statsautoriseret revisor

Rasmus Berntsen
statsautoriseret revisor

BERETNING OG ÅRSREGNSKAB

26. SEPTEMBER 2014 – 31. DECEMBER 2015

INFORMATION OM INDHOLD I BERETNING OG ÅRSREGNSKAB FOR AFDELINGEN

SÅDAN LÆSES BERETNING OG ÅRSREGNSKAB

Afdelingen aflægger separat årsregnskab og afdelingsberetning. Regnskabet viser afdelingens økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningen kommenteres afdelingens resultat i året samt de specifikke forhold, som gælder for afdelingen.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven for foreningens afdeling inden for de rammer, som lovgivningen og bestyrelsen har lagt for afdelingen.

Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i indledende afsnit i rapporten. Det anbefales, at afsnittene læses i sammenhæng med den specifikke afdelingsberetning for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker afdelingen.

Beretning og årsregnskab for afdelingen er struktureret således, at der indledningsvist er en beretning med beskrivelse af afdelingens profil, hvor de væsentligste karakteristika ved afdelingen er beskrevet, herunder risikoprofil. Derefter følger en beretning om året der gik, hvor afkast og performance beskrives. Performance opgøres ved at sammenligne og vurdere afdelingens afkast i forhold til det eventuelle sammenligningsindeks, benchmark, der er fastlagt for afdelingen. Benchmark opgøres uden omkostninger ved porteføljepleje.

Dernæst følger en beskrivelse af særlige risici, der knytter sig til afdelingen. Afsnittet er et supplement til det generelle afsnit i årsrapporten om "Risici og risikostyring". Beretningen om forventningerne til udviklingen i det kommende år for det pågældende investeringsområde, der er beskrevet sidst i beretningen, beskriver forhold, der primo indeværende år forventes at få indflydelse på afkastet i afdelingen. Forventningsafsnittet er ikke en eksakt beskri-

velse af, hvad man som investor kan forvente at opnå ved investering i afdelingen. Der er usikkerhed knyttet til forventningsafsnittet. Afsnittet supplerer det generelle afsnit om forventninger til den økonomiske udvikling, der er beskrevet i den generelle ledelsesberetning.

I tilknytning til beretningen er givet en række informationer om de ti største positioner i afdelingens portefølje, fordelingen af aktiverne i porteføljen på f.eks. geografiske områder samt en række hoved- og nøgletal for de seneste fem år. Såfremt afdelingen har eksisteret i en kortere periode, er alene angivet tal siden afdelingens første regnskabsår. Man skal være opmærksom på, at afdelinger i deres første regnskabsår kan have et længere eller kortere regnskabsår end kalenderåret, hvorfor tallene ikke er fuldt sammenlignelige med efterfølgende regnskabsår.

Herefter følger et årsregnskab for afdelingen. Årsregnskabet består af tre elementer: En resultatopgørelse, en balance og et sæt noter.

Resultatopgørelsen viser årets indtægter og omkostninger. Indtægterne kan f.eks. være obligationsrenter og aktieudbytter. Kursreguleringen, der er anført i driftsresultatet, vil være positiv, når der samlet for året er kursgevinster på afdelingens portefølje af finansielle instrumenter og negativ, når der samlet er tale om et kurstab. Handelsomkostningerne ved de løbende køb og salg af de finansielle instrumenter fremgår af en separat linje i resultatopgørelsen. Af resultatopgørelsen fremgår endvidere de samlede administrationsomkostninger, der har været i året forbundet med driften af afdelingen i året. Skattebeløbet, der er vist i resultatopgørelsen, består af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes. Sidst i resultatopgørelsen vises det beløb, der foreslås udloddet til investorerne. Indholdet i resultatopgørelsen er endvidere beskrevet i afsnittet om anvendt regnskabspraksis.

Balancen er et statusbillede af aktiver og passiver ultimo året. Aktiverne er i al væsentlighed de finansielle instrumenter, som den enkelte afdeling investerer i. Eksempelvis værdien af aktie- eller obligationsbeholdningen ultimo året. Passiverne er i al væsentlighed de investeringsbeviser, som investorerne i afdelingen ejer, også benævnt afdelingens formue. Indholdet i balancen er endvidere beskrevet i afsnittet om anvendt regnskabspraksis.

Noterne er uddybende information om enkelte poster. Notehenvisningerne fremgår af resultatopgørelsen og balancen for den enkelte afdeling. Noterne omfatter f.eks. en beskrivelse af udviklingen i cirkulerende andele, hvor formueafgang fra salg af investeringsbeviser (emissioner) og formueafgang fra afdelingens køb af investeringsbeviser fra investorerne (indløsninger) fremgår.

Efter beretning og regnskab for afdelingen følger en fællesnote, der indeholder en beskrivelse af bestyrelses- og revisionshonorarer samt en opgørelse over forventet udbytte.

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

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 på kontant indestående hos depotselskabet m.v. omfatter modtagne renter. 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.

I opgørelsen af udlodningen er kursgevinster til rådighed for udlodning baseret på de realiserede skattepligtige gevinster, som beregnes i forhold til anskaffelsværdien. Realiserede tab er fratrukket udlodningen. I udlodningen, der opfylder ligningslovens § 16C, indgår tillige renter og

udbytter med fradrag af administrationsomkostninger. Er den samlede udlodning negativ overføres den til fremførsel i senere års udlodning. Udlodningsprocenten nedrundes til nærmeste 0,10%.

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

I formuebevægelserne for en udloddende afdeling er indeholdt udlodningsregulering, således at de udlodningspligtige beløb er korrigeret efter udviklingen i den cirkulerende mængde af investeringsbeviser.

Balancen

Finansielle instrumenter indregnes og måles til dagsværdi. Ved finansielle instrumenter forstås værdipapirer, pengekursinstrumenter, 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.

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 investorenes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

Årets afkast i %: 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.

Omsætningshastighed: Omsætningshastigheden viser antal gange en afdelings beholdning af finansielle instrumenter er omsat ved porteføljepleje i løbet af året. Det beregnes som halvdelen af summen af det samlede køb og salg af værdipapirer fratrukket den del af omsætningen, der skyldes emissioner og indløsninger i afdelingen.

ÅOP: ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) er opgjort som summen af afdelingens seneste CI-omkostningsprocent (typisk administrationsomkostninger i regnskabsåret i procent), 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.

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

AFDELING GLOBALE AKTIER

INVESTERINGSOMRÅDE OG -PROFIL

Afdeling Globale Aktier investerer i danske og udenlandske aktier, der handles på et reguleret marked, der er medlem af "World Federation of Exchanges" eller Federation of European Securities Exchanges (FESE), eller et andet reguleret marked. Afdelingen kan endvidere placere likvide midler i bankindsud for op til 20% af formuen. Almindeligvis vil kontantandelen være under 10%, men i forbindelse med omlægninger og emissioner kan andelen overstige 10%. Investeringerne sker i overensstemmelse med kapitel 14-15 i lov om investeringsforeninger m.v.

Finanstilsynet har givet tilladelse til, at afdelingen kan benytte den i vedtægterne angivne mulighed for kortfristede lån til midlertidig finansiering af indgående handler indenfor et maksimum på 10% af afdelingens formue.

Afdelingens investeringer spredes på selskaber, sektorer og lande. Porteføljens sektormæssige og geografiske fordeling kan derfor afvige fra fordelingen i benchmark. Investeringskonceptet i afdelingen er primært at investere i udenlandske aktier.

Aktieudvælgelsen foregår primært via rådgivers forslag til foreningens investeringsforvaltningsselskab om køb og salg. Afdelingens bruttoafkast er altovervejende bestemt af rådgivers vurdering af og forslag til, hvilke aktier, afdelingen investerer i samt timing af køb/salg.

Afdelingens mål er at give et afkast efter omkostninger på niveau med eller over benchmark. Udvalget af aktier sker ud fra en valuebaseret tilgang på baggrund af rådgivers vurdering og analyser. Bestyrelsen har fastlagt, at der skal investeres i minimum 25 selskaber.

Risikoprofil

På risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6, hvilket indikerer en høj risiko på investering i afdelingen. Risikoskalaen og risikofaktorer er nærmere beskrevet i afsnittet "Risici og risikostyring". På trods af spredningen på mange aktier fra flere lande, må man som investor være forberedt på, at kursen på investeringsbeviset kan svinge markant på kort sigt.

Afdelingen investerer fortrinsvist i de udviklede økonomier i Europa, Nordamerika og Asien. Disse lande er generelt karakteriseret ved at være stabile modne økonomier med moderat risiko, men også med relativt lave vækstudsigter. Gennem investeringer i globale aktier påtager afdelingen sig en valutarisiko over for de pågældende valutaer mod danske kroner. Det drejer sig først og fremmest om EUR, USD, GBP og JPY samt i mindre omfang SEK og NOK.

Afdelingens strategi er at foretage en aktiv aktieudvælgelse og ikke at følge benchmarket tæt. Porteføljen kan derfor være betydeligt anderledes sammensat end benchmark.

Ledelsen vurderer, at der ikke er nogen usikkerheder ved indregning og måling eller usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregning og måling, ligesom der ikke er indtruffet betydningsfulde hændelser efter regnskabsårets afslutning. Afdelingen er afhængig af de videnressourcer, der er knyttet til afdelingen i form af rådgiver, som har betydning for den fremtidige indtjening.

Udviklingen fra 26. september 2014 - ultimo 2015

Afkastet fra afdeling Globale Aktier skuffede i foreningens første leveår. Fra børsnoteringen den 27. januar steg kursen på foreningens beviser frem mod medio april, hvor afde-

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle afsnit om "Økonomisk udvikling i 2015", "Forventninger til 2016" samt "Risici og risikostyring" for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.halberg-gundersen.dk.

lingens indre værdi toppede med 115,6 kr. Herefter fulgte en volatil periode, hvor markederne faldt lidt tilbage hen over forår og sommermånederne. Foreningen havde ved halvårsskiftet opnået et afkastmæssigt forspring i forhold til benchmarkindekset MSCI World på ca. 2%, men siden da har afkastet udviklet sig endog meget negativt. Afkastet ved årets udgang lød på -4,3%, hvilket er meget utilfredsstillende, når verdensindekset i samme periode gav 4,4% i positivt afkast.

Forventningerne til et positivt afkast på aktiemarkederne blev således indfriet, mens det tilsvarende ikke var tilfældet for forventningerne om en positiv udvikling i afdelingens portefølje.

Efterslæbet til foreningens benchmark kan tilskrives allokeringen mellem aktivklasser (-1,5%-point), valget af enkeltaktier (-6%-point) og valutaeksponeringen (-2%-point). Førstnævnte fordi foreningen i etableringsfasen lå med en kontantbeholdning på små 50% i en periode med stigende kurser, sidstnævnte fordi porteføljen har haft en lidt mindre eksponering til amerikanske aktier i en periode, hvor dollaren har været stigende. Valget af enkeltaktier har medført, at porteføljen har tabt 6% relativt til sit benchmarkindeks.

En af foreningens største positioner og på nuværende tidspunkt eneste danske position, A.P. Møller - Mærsk, er faldet fra niveaue 15-16.000 kr. til under 9.000 ved nytår. Herudover har foreningens råvareaktier bidraget negativt. Især er det det brasilianske Vale og luxembourgske ArcelorMittal, som har trukket afkastet ned. Foreningen har haft et gennemsnitligt kurstab på 40% på sine aktier i sektoren Materials. Også energiaktierne fik en hård nedtur som følge af de store fald i olieprisen i andet halvår, og porteføljens fem energiselskaber er faldet med gennemsnitligt 20%, trukket mest ned af National Oilwell Varco med et kurstab på 36%.

Porteføljen lå nogenlunde neutralt eksponeret til Materialer og Energi, så kurstabet var ikke en følge af overeksponering til disse to sektorer. Til gengæld indgår både A.P. Møller - Mærsk og to nordamerikanske selskaber i industrisektoren, selvom de leverer udstyr til energisektoren, og fra at have opnået et positivt afkast på 20% i første halvår, så endte porteføljens i alt ni industriselskaber med at give et tab på

over 13% i gennemsnit. Blandt de tabsgivende industriaktier var også VW, hvori afdelingen havde en position på knap 1%, der fik betydelige kurstab som følge af den meget omtalte bedragerisag om snydesoftware, der viste mindre udledning af farlige gasser fra bilerne.

Det største efterslæb til markedsafkastet opstod i de to sektorer Cykliske Forbrugsvarer og IT. Det har været svært at hamle op med benchmark, fordi vi ikke har haft vækstaktierne Amazon, Facebook og Alphabet (Google) i porteføljen. IT-selskaberne er steget med gennemsnitligt 13,4% globalt i 2015, hvor porteføljens syv mere modne IT-aktier, som bl.a. tæller Intel, Samsung, Corning og Qualcomm, opnåede et mindre tab på gennemsnitligt 2%. Cykliske Forbrugsvarer har været trukket relativt ned af, at sektorens største selskab, Amazon, i 2015 steg med 143% målt i danske kroner. Samlet steg aktierne i sektoren 10,4%, mens afdelingens positioner i sektoren faldt 6,7%. Denne sektor skabte et afkastefterslæb på næsten 3% til benchmark.

Sektorerne Finans og Health Care bidrog med merafkast. Finansektoren er den største sektor i porteføljen med en andel på rundt regnet 25% af porteføljen, og skabte 8% mere i afkast end det generelle marked.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Afdeling Globale Aktier investerer i aktier på de internationale markeder, og afdelingen er påvirket af de risici, der er omtalt i årsrapportens afsnit om "Økonomisk udvikling i 2015", "Forventninger til 2016" samt "Risici og risikostyring", herunder punkterne "Generelle risikofaktorer" samt "Særlige risici ved aktieafdelingen". Risikoen er relateret til såvel den generelle udvikling på aktiemarkederne som til den selskabsspecifikke risiko, valutarisiko og nationale, politiske risici.

Der er ikke fastlagt rammer for afdelingens regionsfordeling i forhold til benchmark. I årsrapportens generelle afsnit om "Forventninger til 2016" er en række andre risici omtalt.

Forventninger til 2016

Det er forventningen hos foreningens rådgiver, at valueaktier vil klare sig bedre end vækstaktier i 2016, men, som

altid med aktiemarkedet, er forventningen forbundet med usikkerhed. Med stigende renter i USA, kommer fremtidige pengestrømme til at have en lavere nutidsværdi, hvilket vil komme virksomheder med lav gæld og lave vækstforventninger til gode relativt set. I Europa kan den ekspansive pengepolitik holde renterne nede lidt endnu, så her kan der gå længere tid, før valueaktierne igen giver gevinst relativt til vækstaktier, ligesom den lave rente kan ventes at holde hånden under de europæiske aktiekurser lidt endnu.

Som langsigtet industriel investor fokuserer foreningens rådgiver på, at de underliggende selskaber i porteføljen har dokumenteret en historisk indtjeningsevne og er i stand til at generere et tilfredsstillende realøkonomisk afkast til aktionærerne både nu og i fremtiden.

Det overvåges løbende, om virksomhederne i porteføljen skaber økonomisk værdi, dvs. om de tjener penge, så egenkapitalen stiger – og om det kommer Investeringsforeningen Halberg-Gundersen Invest og de øvrige aktionærer til gode i form af udbytter eller tilbagekøb af aktier. 54 af de 58 selskaber i porteføljen har haft overskud i de seneste fire kvartaler. De fire selskaber, som i øjeblikket opererer med underskud er Deutsche Bank, Statoil og de to råvareselskaber ArcelorMittal og Vale. Førstnævnte på grund af goodwillnedskrivninger og de tre andre som følge af de hårdt prøvede olie- og råvarepriser.

Foreningens ejerandele af overskuddet i de 58 selskaber i porteføljen i de seneste fire kvartaler var 14,6 mio. kr. Det svarer til et overskud i pct. af den investerede formue på 7,9%. Tallet lever dermed ikke op til rådgivers investe-

ringsmæssige målsætning om, at virksomhederne skal kunne generere et realøkonomisk afkast på 10% eller mere på den lange bane. Men i en situation, hvor energi og råvarerelaterede selskaber er under pres, er afvigelsen ikke bekymrende.

Mange påpeger, at aktiemarkedet anno 2016 er højt prissat, og at vi alene af den grund kan risikere en større korrektion. Imidlertid er de amerikanske aktier prissat lavere end gennemsnittet af de seneste 10 år, både når der måles på P/E og på kurs/indre værdi. De europæiske aktier er på papiret noget dyrere end de amerikanske, og de ligger over 10-års gennemsnittet, når der måles på P/E. Men de økonomiske forhold i Europa taler også for, at de lokale virksomheder vil have langt bedre forudsætninger for at øge indtjeningen de kommende år end de amerikanske.

Endelig skal man huske på, at obligationsmarkedet - og også ejendomsmarkedet - er højt prissat, så relativt set er aktierne stadig attraktive i forhold til de øvrige aktivklasser. I det lys forventer vi, uanset uroen ved årsskiftet, et positivt afkast i aktiemarkedet i 2016, om end der er risiko for, at yderligere negative vækstnyheder kan ændre billedet.

Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. For afdeling Globale Aktier er det forventningen, at afdelingen over tid vil have en kursudvikling på niveau med afdelingens benchmark. Afkastet i afdelingen kan blive højere eller lavere end benchmark. Der knytter sig usikkerhed til forventningerne. Der henvises i øvrigt til det generelle afsnit i årsrapporten om "Forventninger til 2016".

ÅRSREGNSKAB AFDELING GLOBALE AKTIER

FAKTA OM AFDELING GLOBALE AKTIER

Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Benchmark	MSCI World Index inkl. udbytte
ÅOP (2015)	0,98

PORTEFØLJENS 10 STØRSTE POSITIONER: *)

1	A. P. Møller - Mærsk	4,1%
2	American Int Group	3,4%
3	JP Morgan Chase	2,7%
4	Movado Group	2,6%
5	Storebrand	2,6%
6	Intel	2,6%
7	AGCO Corp	2,5%
8	Kia Motors	2,5%
9	Johnson & Johnson	2,5%
10	Teradyne	2,5%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo december 2015

HOVED- OG NØGLETAL DE SENESTE 5 ÅR FOR AFDELING GLOBALE AKTIER

	2015 ¹⁾
Hovedtal i mio. kr.	
Periodens nettoresultat	-10,6
Investorerens formue	185,3
Cirkulerende andele (nominel værdi)	193,5
Nøgletal	
Indre værdi pr. andel, kr.	95,73
Udlodning pr. andel	4,20
Periodens afkast i pct. ³⁾	-4,27
Sharpe Ratio ²⁾	-
Standardafvigelse ²⁾	-
Omkostningsprocent	0,93
Omsætningshastighed	0,11
ÅOP	0,98
Benchmark	
Benchmarkafkast i pct. ³⁾	4,40
Sharpe Ratio ²⁾	-
Standardafvigelse ²⁾	-

Bemærk: ¹⁾ For perioden 26. september 2014 – 31. december 2015

²⁾ Afdelingen er under 3 år

³⁾ Afkast er opgjort for perioden 27. januar - 31. december 2015.

ÅRSREGNSKAB

AFDELING GLOBALE AKTIER

RESULTATOPGØRELSE

Note	(1.000 kr.)	2015 ¹⁾
	Renteindtægter	15
	Udbytter	6.503
1	I alt renter og udbytter	6.518
	Kapitalandele	-14.900
	Valutakonti	235
2	Handelsomkostninger	-17
	I alt kursgevinster og - tab	-14.682
	I alt indtægter	-8.164
3	Administrationsomkostninger	-1.806
	Resultat før skat	-9.970
4	Skat	-637
	Årets nettoresultat	-10.607
	Overskudsdisponering	
	Årets nettoresultat	-10.607
	Formuebevægelser	187
	Til disposition	-10.420
5	Til rådighed for udlodning	8.256
	Overført til formuen	-18.676

BALANCE, ULTIMO

Note	(1.000 kr.)	2015
	Aktiver	
	Indestående i depotselskab	10.922
	I alt likvide midler	10.922
	Noterede aktier fra danske selskaber	7.648
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	167.037
6	I alt kapitalandele	174.685
	Tilgodehavender renter, udbytter m.v.	47
	Andre tilgodehavender	17
	I alt andre aktiver	64
7	Aktiver i alt	185.671
	Passiver	
8	Investorerernes formue	185.272
9	Skyldige omkostninger	399
	I alt anden gæld	399
	Passiver i alt	185.671

Bemærk: ¹⁾ For perioden 26. september 2014 - 31. december 2015

NOTER

Note	(1.000 kr.)	2015
1	Renter og udbytter	
	Indestående i depotselskab	15
	Noterede aktier i danske selskaber	1.901
	Noterede aktier i udenlandske selskaber	4.602
		6.518
2	Handelsomkostninger	
	Bruttohandelsomkostninger	91
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-74
	Handelsomkostninger ved løbende drift	17
Note	(1.000 kr.)	2015
3	Administrationsomkostninger	
	Honorar til bestyrelse m.v.	75
	Revisionshonorar til revisorer	44
	Andre honorarer til revisorer	0
	Markedsføringsomkostninger	44
	Gebyrer til depotselskab	177
	Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	956
	Vederlag til investeringsforvaltningsselskabet	386
	Øvrige omkostninger	124
	I alt administrationsomkostninger	1.806

NOTER

Note	(1.000 kr.)	2015
4	Skat	
	Ikke refunderbar skat på renter og udbytter	637
		637
5	Til rådighed for udlodning	
	Renter og udbytter	6.518
	Regulering til kontantprincip (udbytter)	-17
	Ikke refunderbare udbytteskatter	-637
	Kursgevinst til udlodning	4.011
	Administrationsomkostninger til modregning i udlodning	-1.806
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning	187
	Udlodning overført fra sidste år	0
		8.256
	Heraf foreslået udlodning	-8.129
	Heraf foreslået udlodning overført til næste år	127
		0
6	Kapitalandele	
	Specifikation af finansielle aktiver kan fås ved henvendelse til foreningens kontor.	
Note	(pct.)	2015
7	Aktiver	
	Fordeling af finansielle instrumenter	
	Børsnoterede finansielle instrumenter	94,1
	Øvrige finansielle instrumenter	5,9
		100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter (kapitalandele) er 28,2% placeret i den finansielle sektor, 20,8% i Forbrugsgoder, 15,1% Industri, 12,8% i Informationsteknologi, 6,6% i Energi og 12,1% i andre sektorer. Øvrige finansielle instrumenter omfatter bl.a. likvide midler.

NOTER

Note	Cirkulerende andele (stk.)	Formue- værdi (1.000 kr.)
8 Investorerne formue		
Investorerne formue, primo	0	0
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31. december		0
Emission i året	1.941.428	196.435
Indløsning i året	-6.000	-659
Emissionstillæg		176
Indløsningsfradrag		1
Handelsomkostninger ved emission/indløsning		-74
Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger i året		-187
Overførsel af udlodning til næste år		127
Foreslået udlodning		8.129
Overført fra resultatopgørelsen		-18.676
I alt investorerne formue	1.935.428	185.272
<hr/>		
Note (1.000 kr.)		2015
9 Skyldige omkostninger		
Skyldige omkostninger		399
		399

10 Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletal anført i ledelsesberetningen for afdelingen.

FÆLLESNOTE

Note	
1	Bestyrelshonorar
	Det samlede vederlag til bestyrelsen for regnskabsåret 2015 udgør t.kr. 75. Der er ikke indgået incitamentsprogrammer, og der udbetales ikke særskilt vederlag til direktionen, da dette er indeholdt i vederlaget til investeringsforvaltningsselskabet.
2	Revisionshonorar
	Honorar til den valgte revisor fordeler sig således:
	Lovpligtig revision 44
	Andre erklæringsopgaver 0
	Skatterådgivning 0
	Andre ydelser end revision 0
	44
3	Fordeling af udlodning
	Udlodning i kr. pr. andel 4,20
	Aktieindkomst 100,00%
4	Væsentlige aftaler
	Væsentlige aftaler med samarbejdspartnere, herunder Sydbank A/S, fremgår af ledelsesberetningen, hvortil der henvises.

**Afdeling
Globale
Aktier**

DE ÅRLIGE OMKOSTNINGER I PROCENT (ÅOP)

De Årlige Omkostninger i Procent (ÅOP) er en kombination af de årlige driftsomkostninger i en afdeling samt de omkostninger ved ind- og udtræden af afdelingen baseret på forudsætningen om, at investeringen holdes i syv år.

ÅOP i afdeling Globale Aktier blev 0,98% for den første regnskabsperiode.

FONDSBØRSMEDDELELSER I 2015

9. januar	Finanskalender 2015
9. januar	Tegningsprospekt m.m.
22. januar	Tegning i Globale Aktier
16. februar	Indkaldelse til generalforsamling
9. marts	Forløb af generalforsamling
9. marts	Opdateret prospekt
17. april	Forsinkelse af indre værdi
11. maj	Forsinkelse af indre værdi
29. juni	Anmodning om børsbause
29. juni	Ophævelse af børspause
1. juli	Forsinkelse af indre værdi
13. august	Forsinkelse af indre værdi
17. august	Forsinkelse af indre værdi
20. august	Ændring i ledelsen i Invest Administration A/S
24. august	Halvårsrapport 2015
25. august	Opdateret prospekt
23. september	Forsinkelse af indre værdi
23. oktober	Forsinkelse af indre værdi
17. november	Finanskalender 2016
23. november	Forsinkelse af indre værdi

