

**Investeringselskabet Artha Max A/S**  
**Strandvejen 58**  
**2900 Hellerup**  
**CVR-nr. 34 69 70 78**

**Årsrapport 2022**

Årsrapporten er fremlagt og godkendt på selskabets ordinære generalforsamling den 25. april 2023

---

Dirigent

Klaus T.W. Lund



## **Indholdsfortegnelse**

	<b><u>Side</u></b>
Selskabsoplysninger	1
Ledespåtegning	2
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	3
Ledelsesberetning	6
Resultatopgørelse	16
Balance	17
Egenkapitalopgørelse	18
Pengestrømsopgørelse	19
Note oversigt	20

## Selskabsoplysninger

### Selskab

Investeringselskabet Artha Max A/S  
Strandvejen 58  
2900 Hellerup

CVR-nr.: 34 69 70 78  
Stiftelsesdato: 27.08.2012  
Hjemsted: Gentofte  
Regnskabsår: 01.01.2022-31.12.2022

LEI-kode: 5493002D1RKPJ5DR0204  
ISIN: DK0061028917  
FT-nr.: Selskabet er registreret i Finanstilsynet under FT-nr. 24173

Telefon: +45 70 25 00 05  
Hjemmeside: arthamax.dk

### Forvalter

Artha Kapitalforvaltning A/S, CVR-nr. 36042362, FT-nr. 23049, Strandvejen 58, 2900 Hellerup

### Depositar

Artha Fondsmæglerselskab A/S, CVR-nr. 31853044, FT-nr. 8254, Strandvejen 58, 2900 Hellerup

### Bestyrelse

Michael Kjær, formand  
Klaus Thorsten Wollesen Lund  
Mads Pilgren

### Direktion

Kristian Væver Myrup

### Revision

EY Godkendt Revisionspartnerselskab  
Dirch Passers Allé 36  
2000 Frederiksberg

## Ledespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 01.01. – 31.12. 2022 for Investeringselskabet Artha Max A/S.

Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.2022 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 01.01. - 31.12.2022.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for de forhold, beretningen omhandler.

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Hellerup, den 31.03.2023

### Direktion

Kristian Væver Myrup  
direktør

### Bestyrelse

Michael Kjær  
formand

Klaus Thorsten Wollesen Lund

Mads Pilgren

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

### Til kapitalejerne i Investeringsselskabet Artha Max A/S

#### Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsselskabet Artha Max A/S for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2022, der omfatter resultatopgørelse totalindkomstopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter International Financial Reporting Standards som godkendt af EU (IFRS) og yderligere krav i årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2022 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2022 i overensstemmelse med IFRS som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

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

#### Uafhængighed

Vi er uafhængige af selskabet i overensstemmelse med International Ethics Standards Board for Accountants' internationale retningslinjer for revisoreres 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.

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

Vores konklusion om regnskabet omfatter ikke ledelsesberetningen, og vi udtrykker ingen form for konklusion med sikkerhed om ledelsesberetningen.

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

Vores ansvar er derudover at overveje, om ledelsesberetningen indeholder krævede oplysninger i henhold til årsregnskabsloven.

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningen er i overensstemmelse med regnskabet og er udarbejdet i overensstemmelse med årsregnskabslovens krav. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningen.

### **Ledelsens ansvar for regnskabet**

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med IFRS som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven. Ledelsen har endvidere ansvaret for den interne kontrol, som ledelsen anser for nødvendig for at udarbejde regnskabet uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

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

### **Revisors ansvar for revisionen af regnskabet**

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet 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 regnskabet.

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 regnskabet, 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 selskabets 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 regnskabet 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 selskabets 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 regnskabet 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 selskabet ikke længere kan fortsætte driften.
- ▶ Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet 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.

København, den 31. marts 2023  
EY GODKENDT REVISIONSPARTNERSELSKAB  
CVR-nr. 30 70 02 28

Rasmus Berntsen  
statsaut. revisor  
mne35461

## Ledelsesberetning

### Hoved- og nøgletal

Hoved- og nøgletal (t.kr.)	2022	2021	2020	2019	2018
Resultat af investeringsvirksomhed	(361.940)	352.731	159.017	180.380	(13.668)
Årets resultat	(391.022)	315.801	136.775	160.044	(22.145)
Værdipapirer og kapitalandele	4.229.659	4.624.627	3.823.465	3.031.581	1.934.716
Aktiver i alt	4.359.594	4.661.482	3.882.837	3.179.897	1.960.139
Egenkapital	2.292.068	2.689.992	1.639.424	1.477.605	957.189
Gældsforpligtelser	2.067.526	1.971.490	2.243.413	1.702.292	1.002.950
Soliditetsgrad	53%	58%	42%	46%	49%
Antal aktier ultimo*	347.138	337.376	259.600	236.250	236.250
Indre værdi pr. aktie*	6.872	7.973	6.890	6.254	5.474
Årets ændring i indre værdi	(13,81) %	15,73%	10,15%	14,26%	(1,83) %

### Hovedaktivitet

Investeringsselskabet Artha Max' målsætning er at maksimere afkastet, under hensyntagen til at den strategiske risiko i selskabet svarer til en højrisiko portefølje med stor eksponering til aktiemarkedet. Selskabet investerer dog i en væsentlig bredere vifte af primært børsnoterede værdipapirer, fonde og finansielle instrumenter og anvender gearing for at udnytte dette risikobudget bedst muligt til at opnå et højere langsigtet afkast.

I gennemsnit forventer selskabet at investere 52 % af egenkapitalen i aktier, 27 % af egenkapitalen i højrenteobligationer, 39 % af egenkapitalen i alternative investeringer samt 150 % i realkreditobligationer via repoforretninger. De alternative investeringer vil primært være i Private Debt, Private Equity og ejendomme. Selskabet forventer i gennemsnit en aktivmasse, som er på 268 % af egenkapitalen.

Siden etableringen af selskabet i oktober 2012 er det gennemsnitlige afkast på 8,4 % p.a. og dette med en overskuelig risiko. For de kommende år forventes et afkast på et tilsvarende niveau som i perioden fra 2012-2022. Selskabets dynamiske allokering på aktivklasser, samt udvælgelse af de operationelle investeringer, forventes at bidrage positivt til selskabets afkast. Standardafvigelsen på de månedlige afkast siden oktober 2012 har været 8,6 %. Selskabet forventer i gennemsnit samme risiko de kommende år, som der har været i perioden fra 2012-2022. Perioden dækker over såvel rolige som volatile perioder på de finansielle markeder – sidstnævnte især i forbindelse med Coronakrisen i 2020-21 og rentestigningerne i 2022.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Sharpe Ratio er 1,0, når der måles på månedlige data siden oktober 2012. Sharpe Ratio viser, hvor stort merafkastet er i forholdet til merrisikoen. Begge dele i forhold til en kort pengemarkedsplacering. Sharpe Ratio skal være positiv for, at der er skabt et merafkast, og en Sharpe Ratio på 1,0 vurderes som meget tilfredsstillende, især da det dækker over en lang periode med både op- og nedture.

De overordnede investeringsrammer fremgår af selskabets vedtægter og kan kun ændres på en generalforsamling. Investeringsrammerne skal være overholdt på indgåelsestidspunktet for hver enkel investering, og der må ikke foretages nye investeringer indenfor en ramme, hvis denne er overskredet:

1. Aktieandel på maksimalt 75 % af egenkapitalen
2. Obligationsandel udover stats- og realkreditobligationer på maksimalt 75 % af egenkapitalen
3. Alternative investeringer på maksimalt 50 % af egenkapitalen
4. Ingen udsteder i ovenstående aktivklasser har mere end 15 % af egenkapitalen.
5. Gearing af egenkapital på maksimalt 300 %.

Derudover kan selskabets bestyrelse fastlægge investeringsrammer, som er mere snævre end de overordnede rammer. Den faktiske udnyttelse af rammerne i 2022 er beskrevet nedenfor i afsnittet om balancen.

## Udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold

### Periodens resultat

Selskabets resultat afhænger af udviklingen på de finansielle markeder, idet selskabets investeringer for en stor del består af langsigtede positioner i finansielle aktiver. Selskabet har dog også i begrænset omfang kortsigtede og mere opportunistiske investeringer, som eksempelvis deltagelse i kapitaludvidelser og børsnoteringer. Der er fokus på, at den enkelte position ikke skal kunne påvirke det samlede resultat markant. Dette for at kunne leve op til selskabets risikoprofil.

Årets resultat før omkostninger på -361,9 mio.kr. svarer til et investeringsafkast på -12,6 %. Til sammenligning ville en risikomæssig tilsvarende placering i 2022 på 80 % globale aktier og 20 % realkreditobligationer have givet et afkast på -14,9 % før omkostninger. Efter omkostninger er resultatet -391,0 mio.kr. svarende til en ændring i Selskabets indre værdi pr. aktie på -13,8 %.

Årets investeringsresultat på -361,9 mio.kr. er fordelt med -158,1 mio.kr. på aktier, -208,9 mio.kr. på realkreditobligationer, -39,7 mio.kr. på virksomheds- og landeobligationer og 44,8 mio.kr. på øvrige investeringer. Ved fremlæggelsen af årsrapporten for 2021 forventede Selskabet et investeringsafkast på 6,3 % p.a. for 2022 og for de kommende 5 år. Det faktiske investeringsafkast på -12,6 % blev dermed dårligere end forventet, hvilket kan henføres til den negative udvikling på de finansielle markeder. Det lavere afkast i 2022 betyder dog også, at det forventede fremtidige afkast for de kommende 5 år er øget jf. afsnit nedenfor om Selskabets forventninger.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Aktiemarkedene udviklede sig negativt i 2022, idet danske aktier faldt 12 % og globale aktier faldt 14 %. Selskabet fik et aktieafkast på danske aktier, som var lidt bedre end markedsafkastet. Strategisk blev danske aktier neutralvægtet det meste af året. På udenlandske aktier var afkastet på niveau med markedsafkastet, men porteføljen var undervægtet disse hele året. En stor del af aktieinvesteringerne ligger tæt op af de relevante markedsindeks med fokus på lave omkostninger.

Realkreditobligationer gav et markant negativt afkast på -9 %. Dette er ikke tilfredsstillende, selvom det er væsentlig bedre end markedsafkastet for Nykredit Realkreditindeks på -19 % i 2022. Baggrunden er den markante stigning i markedsrenterne i 2022, som udløste store kursfald på obligationer. Selskabets beholdning af realkreditobligationer har historisk haft en lav renterisiko, da det primært er ældre højtforrentede konverterbare obligationer. Ved årets start var gearingen endvidere på et historisk lavt niveau qua en væsentlig reduceret beholdning af realkreditobligationer. På trods af dette betød de store rentestigninger dog, at renterisikoen på porteføljen steg mere end forventet, hvilket bidrog til det negative afkast. Det eneste positive ved de store rentestigninger er, at vi fremadrettet kan forvente et væsentligt større bidrag til afkastet fra denne del af porteføljen.

Kreditobligationer gav et negativt afkast i 2022 på -39,7 mio.kr. svarende til et afkast på -5 %. Afkastet var dog bedre end markedsafkastet, hvor virksomhedsobligationer realiserede -11 % og landeobligationer fra Emerging Markets -22 %. De negative markedsafkast skyldes en kombination af stigende statsrenter og stigende rentespænd på udstedelser med dårligere bonitet end stater. En del af porteføljen er obligationer udstedt af lokale danske pengeinstitutter som enten ansvarlige lån eller senior-non-preferred. Disse obligationer er ofte variabelt forrentet, har forholdsvis kort restløbetid og bærer en fornuftig rente, som alt sammen bidrog til at reducere tabene. De øvrige obligationer er primært danske og nordiske virksomhedsudstedelser, som ligeledes ofte er variabelt forrentet og har en forholdsvis kort restløbetid på 1-5 år. Der er blandt andet udstedelser fra Intrum, Scandic, SFL, NKT, European Energy, DKT Finance, Bonheur mv. Der var samlet set en valutagevinst på udstedelserne, idet gevinsten på dollar oversteg tabene fra svenske og norske kroner.

Private Equity gav et tilfredsstillende afkast på 25,9 mio.kr. Der var positive afkast fra en unoteret aktie overtaget i forbindelse med en rekonstruktion af obligationer samt fra unoterede fonde med unoterede investeringer. Endelig bidrog en langsigtet strategisk aktiepost i Danske Bank positivt. Omvendt trak det ned i afkastet fra børsnoterede fonde med unoterede værdipapirer samt fra Artha Norcod. Sidstnævnte følger kursudviklingen for Norcod på den norske børs.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Private Debt gav et tilfredsstillende afkast på 7,8 mio.kr. Der var ultimo 2022 eksponering til seks udlån til ejendomsprojekter heraf både som 1. prioritet og som ansvarlige lån. Der er desuden et udlån til Artha Norcod. Hovedparten af lånene er til selskaber kontrolleret af Artha. Alle vilkår og rentesatser er på markedsvilkår mellem uafhængige parter.

Ejendomme gav et positivt resultat på 2,8 mio.kr., som kan henføres dels til eksponeringen til det børsnoterede ejendomsselskab "Fast Ejendom" og dels til ejendomsinvesteringer gennem Artha. Øvrige investeringer gav et afkast på 8,4 mio.kr. Afkastet kan især henføres til en fond, som investerer i amerikanske livforsikringspolicer, samt til en gevinst på en reassurance-fond.

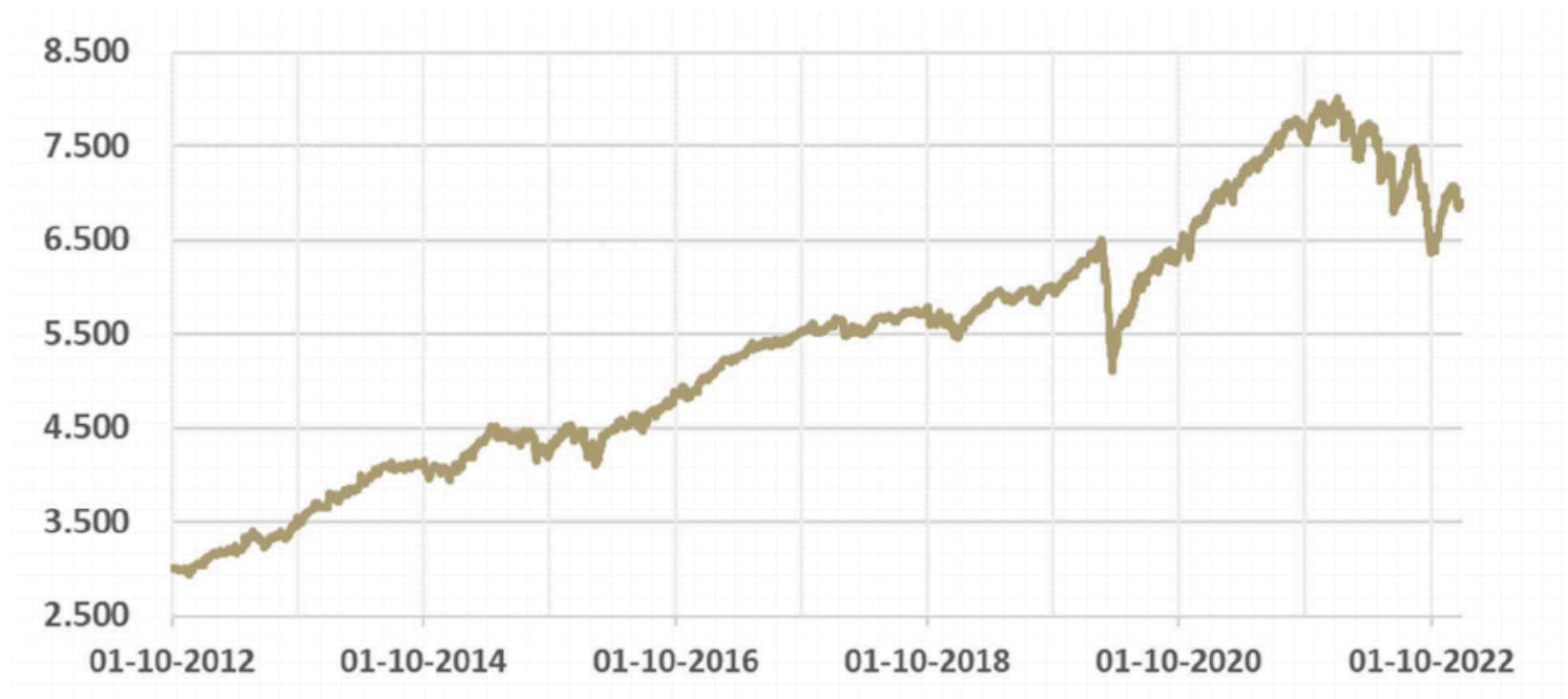
Periodens omkostninger på 29,1 mio.kr. dækker over udgifter til Artha for forvaltning af selskabets investeringsstrategi samt udgifter til øvrige omkostninger. Udgifter til kapitalforvaltning udgjorde et fast honorar på 0,75 % p.a. af selskabets egenkapital plus 0,15 % p.a. af gearingen samt et resultatafhængigt honorar på 5 % af afkastet til Artha Kapitalforvaltning A/S. Udgifter til øvrige omkostninger dækker depositar, revision, depotgebyr, værdipapircentralregistrering m.v. Depositar har kostet 0,25 % af egenkapitalen til Artha Fondsmæglerselskab A/S. Revision, depotgebyr, VP-registrering samt øvrige omkostninger har udgjort tilsammen 0,04 % af egenkapitalen. Den løbende omkostningsprocent kan opgøres til 1,18 % af egenkapitalen i 2022. Som følge af det negative afkast er der ikke betalt et resultatafhængigt honorar i 2022.

Der er ultimo 2022 lavet en ny aftale omkring honorering mellem Selskabet og dets forvalter. Fremadrettet vil det resultatafhængige gebyr bortfalde og der vil alene være faste gebyrer i pct. af egenkapitalen og gearingen. Det faste gebyr af egenkapitalen er i den forbindelse øget fra 0,75 % til 0,95 %. Alt i alt forventes omkostningerne til forvaltning at blive nogenlunde uændret med den nye model, men dette afhænger dog af niveauet for de fremtidige afkast. Ændringen er foretaget som følge af nye regler fra EU og Finanstilsynet omkring resultatmæssig aflønning.

Selskabet har siden 2012 haft Selskabets aktier registreret i Værdipapircentralen samt lavet aftale med Fundcollect A/S som løbende sikrer opdatering af Selskabets indre værdi i bankernes IT-systemer. Herved kan aktionærer følge Selskabets kursudvikling i egen netbank, ligesom merudgifterne i Selskabet mere end rigeligt modsvares af lavere depot- og handelsomkostninger for aktionærernes beholdninger af Artha Max i eget depot.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Figur 1: Daglig indre værdi for Investeringsselskabet Artha Max fra oktober 2012.



Selskabets indre værdi pr. aktie blev i 2022 reduceret fra 7.973 kr. primo til 6.872 kr. ultimo året svarende til et fald på 13,8 %.

Den indre værdi opgøres dagligt som led i selskabets risikostyring samt til brug for handel i selskabets aktier, jf. nedenfor. Den foreløbige indre værdi ultimo 2022 opgjort i Faktaarket udsendt primo 2023 var 6.872 kr. Der er således god overensstemmelse mellem den daglige opgørelse og den reviderede opgørelse pr. ultimo 2022, idet disse er identiske.

### Balance

Porteføljens gennemsnitlige estimerede strategiske risiko var på 12,7 % og dermed lidt under Selskabets målsætning om en strategisk risiko på 14,7 % for den stipulerede investeringsstrategi. Dette skyldes primært en markant lavere gearing end stipuleret, og hvad der historisk har været tilfældet i selskabet.

Gearingen var i gennemsnit 87 % og dermed en del under den langsigtede gennemsnitlige målsætning på 168%. Den lave gearing er et aktivt valg og kan henføres til det meget lave renteniveau ved indgangen til 2022 på realkreditobligationer, som gjorde disse mindre attraktive.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Tabel 1: Risikorammer og faktisk udnyttelse af disse i 2022.

Risikorammer	Gennemsnit 2022	Interval 2022	Inv. strategi	Maks. ramme
Strategisk risiko	12,7%	11,7% - 14,2%	14,7%	Ingen ramme
Gearing, Nettogæld/EK	87,3%	75,5% - 102,3%	168%	300%
Aktieandel i pct. af EK	46,8%	45,7% - 48,3%	52%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	77,8%	70,0% - 85,1%	150%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	26,8%	24,6% - 30,4%	27%	75%
Særlig/unot i pct. af EK	35,9%	32,5% - 41,0%	39%	50%

Note: EK er selskabets egenkapital. Tal er fra månedlige Faktaark.

Selskabets gennemsnitlige aktieandel på 47 % af egenkapitalen var lidt lavere end den stipulerede strategi. Det skyldes primært en undervægt af udenlandske aktier, mens danske aktier var neutralvægtet det meste af året. Aktiebeholdningen består primært af individuelle danske aktier kombineret med ETF'ere på udenlandske aktier. Beholdningen af danske aktier er for en stor dels vedkommende indekseret til passivt at følge Kax Cap indekset. Beholdningen af udenlandske aktier er placeret i globale ETF'ere. Dette for at holde omkostningerne nede og begrænse forvalterrisikoen.

Den gennemsnitlige obligationsandel på 78 % var en del lavere end den stipulerede strategi med 150 % realkreditobligationer. Gearingen var i gennemsnit på 87 % og dermed også en del under den langsigtede gennemsnitlige målsætning på 168 %. Den lavere beholdning af realkreditobligationer og gearing kan henføres til det meget lave renteniveau på realkreditobligationer ved indgangen til 2022.

Andelen af virksomheds- og udenlandske obligationer var i gennemsnit 27 % og dermed på niveau med strategien på 27 %. Virksomhedsobligationerne er primært individuelle danske udstedelser eller udstedelser relateret til nordiske virksomheder. Der er en del obligationer udstedt af lokale danske pengeinstitutter. Nogle af disse er unoterede og kan kun købes af investorer, der regulatorisk kategoriseres som professionelle.

De særlige/unoterede investeringer dækker over investeringer i Private Debt, Private Equity, ejendomme og øvrige. Disse udgjorde i gennemsnit 36 % af egenkapitalen og dermed lidt lavere end strategien på 39 %. De 19%, dvs. lidt over halvdelen, kan henføres til selskaber kontrolleret af Artha. Primært ejendomme og Private Debt.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Private Debt er primært udlån til ejendomsselskaber kontrolleret af Artha. Lånene er med gode sikkerheder, på banklignende vilkår og er initieret af Investeringsselskabet selv. Lånene har en god rentemarginal i forhold til risikoen sammenlignet med mange virksomhedsobligationer. Private Equity er fordelt på fire fund-of-funds, to investeringer kontrolleret af Artha og tre direkte investeringer i form af minoritetsposter. Øvrige investeringer dækker over én vindmølleinvestering og én investering i fond med amerikanske livsforsikringspolicer. Ejendomme er tyve noterede ejendomsinvesteringer og én børsnoteret ejendomsinvestering.

## Usikkerhed ved indregning og måling

Børsnoterede værdipapirer optages til børskurs. For illikvide værdipapirer anvendes estimeret handelsværdi. Finansielle instrumenter optages til aktuel markedsværdi. Fonde og noterede aktier optages til estimeret dagsværdi. For alle værdipapirer kan værdien ved handel afvige fra værdien i regnskabet, især hvis der skal realiseres med kort varsel. Der er størst usikkerhed på de illikvide og noterede værdipapirer. Disse er nærmere omtalt i note 12, hvortil der henvises. Den samlede usikkerhed på porteføljeniveau vurderes dog at være acceptabel og forholdsvis beskedent.

## Risikofaktorer

Selskabets primære risiko er knyttet til afkastet af de investeringer, der foretages. Denne risiko består blandt andet af aktierisiko, renterisiko, valutarisiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko og afviklingsrisiko. Afkastet, på såvel enkeltinvesteringer som på hele egenkapitalen, kan blive negativ. Selskabet anvender gearing dels via lån i banker og via afledte instrumenter. Det er vigtigt for selskabet, at der etableres rammer med selskabets bankforbindelser, som i betydelig grad sikrer selskabets handlefrihed. En solid og stram likviditets- og risikostyring er derfor vigtig for selskabet. Selskabet har i 2022 opretholdt antallet af bankforbindelser på fem.

De største kommercielle risici relaterer sig således til udviklingen i Selskabets investeringer. Forvalteren overvåger og tilpasser løbende investeringerne. Enhver investeringsbeslutning er baseret på forvalterens forventninger til fremtiden, såvel overordnet som i forhold til den konkrete investering. Forvalteren forsøger at tilvejebringe så fyldestgørende et beslutningsgrundlag som muligt, inden investering foretages. Børsnoterede investeringer besluttet af Selskabets forvalter, mens noterede investeringer godkendes af Selskabets bestyrelse baseret på indstilling fra forvalteren.

Forvalteren har implementeret forretningsgange og kontrolsystemer til minimering af fejl og besvigelser. Der arbejdes løbende på at udvikle og styrke systemerne. Derudover kontrolleres alle beholdninger og transaktioner på såvel værdipapirer som konti af Selskabets depositar, som er uafhængig af Selskabet og forvalteren, og som er selvstændig juridisk ansvarlig for disse kontroller.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Forvalterens bogførings-, rapporterings-, styring- og kontrolsystemer består af en kombination af eksternt og internt udviklede systemer. På baggrund af disse systemer beregnes daglige indre værdier og risikorapporter. Selskabets ledelse vurderer ikke, at der er væsentlige risici forbundet med måling og rapportering.

Selskabet anvender ekstern assistance fra Deloitte Danmark til opstilling af regnskaber ud fra de til enhver tid gældende regnskabsstandarder for Selskabet. Regnskabet revideres årligt af selskabets eksterne revision, og det er de samme metoder og principper, som er godkendt i årsrapporten af Selskabets revisorer, som anvendes ved den daglige beregning af indre værdi og bekræfter denne på statusdagen.

Virksomhedens bestyrelse består af tre medlemmer. Bestyrelsen har valgt en formand, som leder bestyrelsens arbejde. Der er ingen særskilte underudvalg i bestyrelsen, og alle emner behandles af den samlede bestyrelse.

Selskabets aktier er unoterede, og den handlebare værdi kan derfor afvige fra selskabets indre værdi.

Ændring i skatteregler for investorernes placering i selskabet, samt evt. ændring i selskabets status og skattemæssige behandling som Investeringsselskab, er ligeledes en risikofaktor.

### Skat

Selskabet er et investeringsselskab, og det er derfor skattefrit, bortset fra at der betales 15 % skat af modtagne aktieudbytte fra danske selskaber. Selskabet har i 2022 betalt 2.969 t. kr. i udbytteskat. Der gøres opmærksom på, at aktionærer i Selskabet skal opgøre gevinst og tab på aktierne i Selskabet efter lagerprincippet. Beløbet beskattes som kapitalindkomst for private investorer og som selskabsindkomst for selskaber. Det er indre værdi, som skal anvendes ved skatteopgørelsen.

### Aktiekapital

Der er kun én aktieklasse, og alle aktier har samme rettigheder. Selskabet har 383 aktionærer pr. 31. december. Aktierne er frit omsættelige. Selskabets indre værdi offentliggøres dagligt via selskabets hjemmeside [arthamax.dk](http://arthamax.dk).

Antallet af aktier ejet af kunder er ændret fra 337.376 stk. primo til 333.530 stk. ultimo. Selskabet beholdning af egne aktier er steget fra 0 stk. primo til 13.608 stk. ultimo 2022. Kapitalen er i 2022 endvidere blevet forhøjet fire gange. Kapitalforhøjelserne har, sammen med årets negative resultat og køb af egne aktier, mindsket egenkapitalen fra 2.690,0 mio.kr. til 2.292,1 mio.kr.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Selskabet ledes af en bestyrelse på 3-5 personer, som vælges på generalforsamlingen. Alle medlemmer er på valg årligt, og der er aktuelt tre personer i bestyrelsen. Selskabets vedtægter kan ændres på generalforsamlingen, hvilket kræver tilladelse af mindst 2/3 af såvel afgivne stemmer, som af den på generalforsamlingen repræsenterede stemmeberettigede kapital.

Ledelsen har stående beføjelser, jf. vedtægterne, til at udstede og erhverve egne aktier. Hensigten med beføjelserne er at kunne tilpasse kapitalen til efterspørgslen efter Selskabets aktier på ethvert tidspunkt både i opadgående og nedadgående retning. Selskabet er en åben fond og styres efter, at der, i det omfang det er muligt, altid skal kunne udstedes nye aktier, såfremt der er efterspørgsel efter dette, ligesom Selskabet altid skal kunne tilbagekøbe aktier fra enhver aktionær, som ønsker at realisere sin investering i Selskabet.

Ordrer om tegning afgivet i tidsrummet mellem kl. 0.00 og kl. 14.00 dansk tid afregnes med udgangspunkt i indre værdi på næste handelsdag, der så bliver ordredag. Indre værdi beregnes ud fra seneste officielle lukkekurser tilgængelige på ordredagen. Ordrer om tegning afgivet i tidsrummet mellem kl. 14.00 og kl. 24.00 dansk tid afregnes med udgangspunkt i indre værdi på handelsdagen, der følger 2 dage efter dagen, hvor ordren er afgivet. Indre værdi beregnes ud fra seneste officielle lukkekurser tilgængelige på ordredagen. Dagskursen beregnes som indre værdi baseret på principperne omkring indregning og måling, jf. ovenfor. Hertil kommer et emissionstillæg/indløsningsfradrag, som fremgår af Faktaarket, der til enhver tid kan ses på selskabets hjemmeside.

Det er meget vigtigt for Selskabets ledelse, at aktionærene til enhver tid kan handle og disponere over deres formue. Aktietilbagekøb kræver dog, at selskabet opbygger en reserve, hvor egenkapitalen overstiger aktiekapitalen. Sidstnævnte er årsagen til at aktiernes nominelle størrelse ved stiftelsen var halvdelen af emissionskursen, hvilket tilsammen med det løbende resultat har skabt betydelige reserver, som vil kunne håndtere eventuelle fremtidige indløsninger i selv meget ekstreme situationer. Såfremt der skulle komme meget store tilbagesalg, vil der dog kunne indføres et spekulationsværn for at beskytte de tilbageværende aktionærer.

## Redegørelse for kønsmæssig sammensætning af ledelsen

Bestyrelsen anerkender vigtigheden af mangfoldighed i Selskabets ledelse og lægger vægt på, at der er lige muligheder for alle, herunder for begge køn. Ved indstilling af nye medlemmer til bestyrelsen fokuseres på relevante ledelseskompetencer i forhold til Selskabets virke.

Bestyrelsen har som mål at begge køn er repræsenteret i bestyrelsen, men bemærker at antallet af bestyrelsesmedlemmer er begrænset. Aktuelt består bestyrelsen af tre medlemmer, som alle er mænd.

Selskabet har ikke fastsat politikker for kønsmæssig sammensætning i den øvrige ledelse, da denne kun består af én person.

## Ledelsesberetning (fortsat)

### Redegørelse for dataetik

Selskabet har ikke udarbejdet en politik for dataetik jf. årsregnskabslovens § 99d. Selskabets aktivitet består af investering i værdipapirer, samt at håndtere driften af selskabets og dets likvider så effektivt som muligt. I den proces indgår persondata kun i meget begrænset omfang og bestyrelsen har dermed vurderet, at det ikke er nødvendigt at udarbejde en politik for dataetik. Bestyrelsen vil løbende vurdere behovet for at indføre en konkret politik.

### Redegørelse jf. Disclosureforordningen

Dette produkt tager ikke specifikt højde for EU-kriterierne for miljømæssigt bæredygtige økonomiske aktiviteter. De investeringer som ligger til grund for dette finansielle produkt inddrager alene miljømæssig bæredygtighed i det omfang at det vurderes at påvirke afkastet eller risikoen ved den pågældende investering.

### Usædvanlige forhold

Der har ikke været usædvanlige forhold i selskabets virksomhed.

### Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

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

### Forventet udvikling

Selskabets afkast af egenkapitalen afhænger af udviklingen på de værdipapirer, som Selskabet har investeret i. Med Artha's aktuelle forventninger til afkast for de forskellige aktivklasser forventes et gennemsnitligt investeringsafkast de kommende fem år på 6,6 % p.a. før omkostninger. Dette er også vores forventning til afkastet for 2023. Resultatet vil dog afhænge af den specifikke udvikling i 2023 på de finansielle markeder, herunder især aktiekurser, renteutvikling og valutakurser samt udviklingen for de konkrete værdipapirer i Selskabets portefølje.

**Ledelsesberetning (fortsat)****Ledelseshverv**

Ledelsen i selskabet har følgende ledelsesposter i andre erhvervsvirksomheder:

**Michael Kjær; Bestyrelsesmedlem:**

Artha Holding A/S	Formand
Artha Kapitalforvaltning A/S	Formand
Artha Fondsmæglerselskab A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha Optimum A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha Safe A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha DMax A/S	Formand
Kraks Fond	Bestyrelsesmedlem
Dansk Erhverv	Bestyrelsesmedlem
Core Leasing A/S	Formand
Realfiction AB	Formand
Realfiction Lab ApS	Formand
Realfiction ApS	Formand
On The Spot A/S	Formand
Jacobsgaard Investment Advisory ApS	Bestyrelsesmedlem
Invest Group A/S	Adm. Direktør, bestyrelsesmedlem
Kjær 11-11-11 ApS	Bestyrelsesmedlem, direktør
Paul Kjær Invest A/S	Bestyrelsesmedlem, direktør
Paul Kjær af 1991 ApS	Bestyrelsesmedlem, direktør
PWT Group A/S	Bestyrelsesmedlem
Futurum ApS	Bestyrelsesmedlem
UVC Care Aps	Bestyrelsesmedlem

**Mads Pilgren, Bestyrelsesmedlem:**

Pilgren ApS	Direktør
Pilgren Holding ApS	Direktør
Pilgren Holding II ApS	Direktør
Anea ApS	Direktør
Investeringsselskabet Artha Optimum A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Safe A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha DMax A/S	Bestyrelsesmedlem
Asiros A/S	Bestyrelsesmedlem
Asiros Nordic A/S	Bestyrelsesmedlem
MOSS CPH A/S	Bestyrelsesmedlem

**Ledelsesberetning (fortsat)****Klaus Lund, Bestyrelsesmedlem:**

Brønsholm Eng Etape 1 ApS	Direktør
Hornbæk Badehotel A/S	Direktør
Vamdrupvej A/S	Direktør
ARTHA DAGLIGVAREBUTIKKER A/S	Direktør
Komplementarselskabet Fredens Gaard ApS	Direktør
CARGO CARE INTERNATIONAL ApS	Direktør
ARTHA ApS	Direktør
ARTHA VINDMØLLER A/S	Direktør
Codoff A/S	Formand
Ejendomsselskabet Køge Søbad A/S	Formand
Abelonelundvej Etape 1 ApS	Bestyrelsesmedlem
Hornbæk badehotel A/S	Bestyrelsesmedlem
Vamdrupvej A/S	Bestyrelsesmedlem
Snærildgaard Etape 1 ApS	Bestyrelsesmedlem
Vonsild Område IV ApS	Bestyrelsesmedlem
Bruuns Ager ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Industrivangen II P/S	Bestyrelsesmedlem
SKR ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Ved Strandkanten A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Jordbank P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Græsmarken ApS	Bestyrelsesmedlem
Dansk Svensk Ejendomsinvestering ApS	Bestyrelsesmedlem
Brønsholm Holding ApS	Bestyrelsesmedlem
Brønsholm ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Kongeengen P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Strandgade P/S	Bestyrelsesmedlem
Strandgade 104 Holding P/S	Bestyrelsesmedlem
Holdingselskabet af 4. februar P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Industrivangen P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Property Invest P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Property Invest II P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Bolig Udbytte P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Søbad P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejendomme Vest III A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Orangerierne P/S	Bestyrelsesmedlem
Vadstrupvej 35-41 A/S	Bestyrelsesmedlem
Byggeselskabet Fredericia Oase ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Norcod III A/S	Bestyrelsesmedlem
PARATUS EJENDOMME ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Cod Ansvarligt Lån P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejendomme Vest II A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vallø Strand A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha DMax A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha VAB I P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha VAB II P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Norcod A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S	Bestyrelsesmedlem

**Ledelsesberetning (fortsat)**

PROJEKT VALLØ STRAND ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Rungsted Husene A/S	Bestyrelsesmedlem
K/S LAHTI & KUOPIO	Bestyrelsesmedlem
K/S Fredens Gaard	Bestyrelsesmedlem
RS Trylleskoven 2 A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejendomme Vest A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Skovly A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Skovly P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vadstrupvej A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Følager A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Brønsholm P/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Brønsholm A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Toldbodhuse A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Ejerlejligheder II A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ejerlejligheder II P/S	Bestyrelsesmedlem
SCANPARTNERS INTERNATIONAL A/S	Bestyrelsesmedlem
Cargo Air A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Cargo A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Dagligvarebutikker A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Ejerlejligheder I A/S	Bestyrelsesmedlem
Store Kongensgade Ejerlejligheder A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Safe A/S	Bestyrelsesmedlem
Investeringsselskabet Artha Optimum A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vindmøller A/S	Bestyrelsesmedlem

**Kristian Myrup, Direktør:**

CTLK Invest ApS	Direktør
Investeringsselskabet Artha DMax A/S	Direktør
Investeringsselskabet Artha Optimum A/S	Direktør
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S	Direktør
Investeringsselskabet Artha Safe A/S	Direktør

**Resultatopgørelse og totalindkomstopgørelse**

	<b>Note</b>	<b>2022 t.kr.</b>	<b>2021 t.kr.</b>
Indtægter fra investeringsvirksomhed	3	214.011	443.088
Udgifter fra investeringsvirksomhed	4	(575.951)	(90.356)
<b>Resultat af investeringsvirksomhed</b>		<b>(361.940)</b>	<b>352.731</b>
Andre eksterne omkostninger	5,6	(29.082)	(36.931)
<b>Resultat af primær drift</b>		<b>(391.022)</b>	<b>315.801</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>(391.022)</b>	<b>315.801</b>
<b>Årets totalindkomst</b>		<b>(391.022)</b>	<b>315.801</b>
Der har ikke været transaktioner på årets totalindkomst			
<b>Forslag til resultatdisponering</b>			
Overført resultat		<b>(391.022)</b>	<b>315.801</b>
Gennemsnitlig antal aktier i omløb*		340.362	290.387
Resultat pr. aktie*		(1.149)	1.088

**Balance**

	<u>Note</u>	<u>2022 t.kr.</u>	<u>2021 t.kr.</u>
<b>Langfristede aktiver</b>			
Udlån	7	93.526	0
<b>Langfristede aktiver i alt</b>		<b>93.526</b>	<b>0</b>
<b>Kortfristede aktiver</b>			
Udlån	7	25.265	29.020
Mellemværende vedr. handelsafvikling		161	145
Andre tilgodehavender	8	5.034	5.201
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>30.460</b>	<b>34.366</b>
Obligationer		2.265.013	2.382.604
Kapitalandele		1.964.646	2.242.023
<b>Værdipapirer og kapitalandele i alt</b>	9	<b>4.229.659</b>	<b>4.624.627</b>
<b>Likvider</b>		<b>5.950</b>	<b>2.489</b>
<b>Kortfristede aktiver i alt</b>		<b>4.266.068</b>	<b>4.661.482</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>4.359.594</b>	<b>4.661.482</b>
<b>Egenkapital</b>			
Selskabskapital	11	520.707	506.064
Overført resultat		1.771.361	2.183.928
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>2.292.068</b>	<b>2.689.992</b>
<b>Kortfristede forpligtelser</b>			
Gæld til kreditinstitutter	14	2.061.109	1.949.183
Anden gæld	10	6.417	22.307
<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>		<b>2.067.526</b>	<b>1.971.490</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>4.359.594</b>	<b>4.661.282</b>

**Egenkapitalopgørelse**

	<b>Aktie- kapital t.kr.</b>	<b>Overkurs ved emis- sion t.kr.</b>	<b>Overført re- sultat t.kr.</b>	<b>I alt t.kr.</b>
Egenkapital 01.01.2022	506.064	0	2.183.928	2.689.992
Kapitalforhøjelse	14.643	60.670	0	75.313
Køb af egne aktier	0	0	(237.580)	(237.580)
Salg af egne aktier	0	0	155.364	155.364
Overførsler til/fra andre reserver	0	(60.670)	60.670	0
Årets resultat	0	0	(391.022)	(391.022)
Anden totalindkomst	0	0	0	0
<b>Årets totalindkomst</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>(391.022)</b>	<b>(391.022)</b>
<b>Egenkapital 31.12.2022</b>	<b>520.707</b>	<b>0</b>	<b>1.771.361</b>	<b>2.292.068</b>
Egenkapital 01.01.2021	389.400	0	1.250.024	1.639.424
Kapitalforhøjelse	116.664	465.990	0	582.654
Køb af egne aktier	0	0	0	0
Salg af egne aktier	0	0	152.113	152.113
Overførsler til/fra andre reserver	0	-465.990	465.990	0
Årets resultat	0	0	315.801	315.801
Anden totalindkomst	0	0	0	0
<b>Årets totalindkomst</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>315.801</b>	<b>315.801</b>
<b>Egenkapital 31.12.2021</b>	<b>506.064</b>	<b>0</b>	<b>2.183.928</b>	<b>2.689.992</b>

**Pengestrømsopgørelse**

	<u>Note</u>	<u>2022</u> t.kr.	<u>2021</u> t.kr.
<b>Årets resultat</b>		<b>(391.022)</b>	<b>315.081</b>
<b>Årets reguleringer</b>			
Renteindtægter lån		3.565	2.021
Renteindtægter obligationer		23.888	20.041
Aktieudbytte efter udbytteskat		33.767	12.359
Renteudgift, bankindestående		(4.534)	(933)
Urealiserede værdireguleringer af værdipapirer og kapitalandele		236.472	(307.519)
Ændringer i tilgodehavender		151	(1.356)
Ændringer i kortfristede forpligtelser		(15.890)	11.215
Ændringer i udlån		(89.770)	22.689
<b>Ændringer i driftskapital</b>		<b>130.963</b>	<b>(274.971)</b>
Modtaget renter		27.453	22.063
Betalte renter		(4.534)	(933)
Modtaget udbytte		33.767	12.359
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>		<b>(260.059)</b>	<b>40.830</b>
Netto køb og salg af værdipapirer og kapitalandele		158.496	(493.643)
<b>Pengestrømme til investeringsaktivitet</b>		<b>158.496</b>	<b>(493.643)</b>
Ændringer i repoforretninger		111.926	(283.138)
Årets emissioner, indbetalt kapital		75.313	582.654
Netto køb og salg af egne aktier		(82.216)	152.113
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktivitet</b>		<b>105.024</b>	<b>451.643</b>
<b>Ændring i likvider</b>		<b>3.460</b>	<b>(1.184)</b>
Likvider pr. 01.01		2.489	3.673
<b>Likvider pr. 31.12</b>		<b>5.950</b>	<b>2.489</b>

## Note oversigt

1. Anvendt regnskabspraksis
2. Væsentlige regnskabsmæssige skøn, forudsætninger og vurderinger
3. Indtægter fra investeringsvirksomhed
4. Udgifter fra investeringsvirksomhed
5. Andre eksterne omkostninger
6. Personale omkostninger
7. Udlån
8. Andre tilgodehavender
9. Værdipapirer og kapitalandele
10. Anden gæld
11. Aktiekapital
12. Finansielle risici og finansielle instrumenter
13. Ejerskab af datterselskaber
14. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner
15. Nærtstående parter
16. Eventualforpligtelser
17. Aktionærer
18. Begivenheder efter balancedagen
19. Godkendelse af årsrapport til offentliggørelse

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsselskabet Artha Max A/S for 2022 er aflagt i overensstemmelse med International Financial Reporting Standards (IFRS), som er godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven klasse C stor.

Investeringsselskabet Artha Max A/S er et investeringsselskab med hjemsted i Danmark.

Årsregnskabet aflægges i danske kroner (DKK), der er den funktionelle valuta for selskabet.

### Implementering af nye og ændrede regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag

Ledelsen har vurderet virkningerne af nye eller ændrede regnskabsstandarder og fortolkningsbidrag udstedt af IASB og IFRS, der er godkendt af EU, og som trådte i kraft den 1. januar 2022 eller senere. Det vurderes, at anvendelsen af ændringer fra 1. januar 2022 ikke har haft væsentlig indvirkning på regnskabet for 2022. Desuden forventer ledelsen ikke nogen væsentlig indvirkning på fremtidige regnskabsperioder fra vedtagelsen af disse ændringer.

### Standarder og fortolkningsbidrag, der endnu ikke er trådt i kraft

En række nye standarder og fortolkningsbidrag, der ikke er obligatoriske for Investeringsselskabet Artha Max A/S ved udarbejdelsen af årsrapporten 2022, er udsendt. Ingen af dem forventes at få væsentlig indvirkning på regnskabsaflæggelsen for Investeringsselskabet Artha Max A/S.

### Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet foretager ledelsen en række regnskabsmæssige vurderinger og skøn, der danner grundlag for præsentation, indregning og måling af selskabets aktiver og forpligtelser. De væsentligste regnskabsmæssige vurderinger og skøn fremgår af note 2.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

#### Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det som følge af en begivenhed, indtruffet før eller på balancedagen, er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Aktiver fjernes fra balancen, når det ikke længere er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet.

Køb og salg af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i balancen på aftaledagen.

Forpligtelser indregnes i balancen, når selskabet som følge af en begivenhed, indtruffet før eller på balancedagen, har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at der må afgives økonomiske fordele for at indfri forpligtelsen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser fjernes fra balancen, når det ikke længere er sandsynligt, at der må afgives økonomiske fordele for at indfri forpligtelsen.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris, dog måles investeringsaktiver ved første indregning til dagsværdi, hvilket typisk svarer til kostpris eksklusiv direkte afholdte omkostninger. Måling efter første indregning sker som beskrevet nedenfor for hver enkelt regnskabspost. Der tages hensyn til begivenheder, der fremkommer i perioden fra balancedagen frem til aflæggelse af årsrapporten, som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I totalindkomstopgørelsen indregnes indtægter, i takt med at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret.

#### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i anden valuta end selskabets funktionelle valuta omregnes ved første indregning til transaktionsdagens kurs.

Tilgodehavender, gældsforpligtelser og andre monetære poster i fremmed valuta, som ikke er afregnet på balancedagen, omregnes til balancedagens valutakurs.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på henholdsvis betalingsdagen og balancedagen, indregnes i resultatopgørelsen som finansielle poster.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

#### Totalindkomstopgørelsen

##### Resultat af investeringsvirksomhed

Resultat af investeringsvirksomhed omfatter realiserede og urealiserede kursgevinster og kurstab på værdipapirer samt renteindtægter og – udgifter vedrørende værdipapirer og bankindeståender. Endvidere er valutakursreguleringer knyttet til værdipapirer og bankindeståender indregnet i resultat af investeringsvirksomhed

##### Andre eksterne omkostninger

Andre omkostninger omfatter omkostninger, der er afholdt i året forbundet med selskabets investeringsaktivitet, herunder omkostninger til administration og revision.

Personaleomkostninger omfatter honorar til bestyrelsesmedlemmer.

##### Skat

Selskabets aktionærer er omfattet af Aktieavancebeskatningslovens § 19. Selskabet er derfor ikke et selvstændigt skattesubjekt, hvorfor der ikke svares skat af årets resultat. Selskabet beskattes udelukkende af modtagne aktieudbytte, som er indregnet i udbyttet under posten "resultat af investeringsvirksomhed".

##### Balance

##### Udlån

Udlån måles ved første indregning til dagsværdi med tillæg af de transaktionsomkostninger, som er direkte forbundet med erhvervelsen af udlånet samt fradrag for modtagne gebyrer og provisioner, der indgår som en integreret del af den effektive rente. Efterfølgende måles udlån og tilgodehavender til amortiseret kostpris fratrukket det forventede kredittab.

Reguleringer til imødegåelse af tab som følge af kreditrisiko indregnes i resultatopgørelsen under regnskabsposten udgifter til investeringsvirksomhed. Kreditrisikoen udgør sandsynligheden for, at låntager misligholder sine betalingsforpligtelser. Opgørelsen af det forventede kredittab afhænger af, om der er indtruffet en væsentlig stigning i kreditrisikoen siden første indregning. Opgørelsen af nedskrivninger følger en model med tre stadier:

- Stadie 1 omfatter aktiver, hvor der ikke er sket en betydelig stigning i kreditrisiko. I dette stadie beregnes nedskrivningerne svarende til det forventede kredittab i 12 måneder.
- Stadie 2 omfatter aktiver, hvor der er sket en betydelig stigning i kreditrisikoen. I dette stadie beregnes nedskrivningerne svarende til det forventede kredittab i aktivets levetid.
- Stadie 3 omfatter kreditforringede aktiver. I dette stadie beregnes nedskrivningerne baseret på en individuel vurdering af kredittabet i aktivets levetid.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

Stadieinddelingen er baseret på et skøn af, hvad kreditrisikoen er på de enkelte modparter, og revurderes løbende. Nedskrivninger på udlån og tilgodehavender føres på en korrektivkonto, som modregnes under udlån.

#### Afledte finansielle instrumenter

Afledte finansielle instrumenter måles både ved første indregning i balancen og efterfølgende til dagsværdi. For afledte finansielle instrumenter indregnes ændringer i dagsværdi løbende i resultatopgørelsen som resultat af investeringsvirksomhed.

#### Tilgodehavender

Tilgodehavender omfatter tilgodehavende og udtrukne renter vedrørende obligationer. Regnskabsposten indregnes ved første indregning til kostpris og måles efterfølgende til amortiseret kostpris, med fradrag af nedskrivninger til imødegåelse af forventede tab.

#### Værdipapirer og kapitalandele

Værdipapirer og kapitalandele, der er indregnet under kortfristede aktiver omfatter primært aktier og obligationer. Værdipapirer og kapitalandele måles til dagsværdi. Dagsværdireguleringer indregnes i totalindkomstopgørelse under "Resultat af investeringsvirksomhed".

#### Likvider

Likvider omfatter indestående i pengeinstitutter.

#### Egenkapital

I forbindelse med aktionærernes ret til indløsning af aktier kan selskabet opkøbe og besidde egne aktier. Kostprisen på den eventuelle beholdning af egne aktier ved regnskabsårets udløb modregnes under reserveerne.

Selskabets aktionærer har ret til at tilbagesælge kapitalandele til selskabet, jf. vedtægterne. Selskabet opfylder kriterierne for, at kapitalandelene klassificeres som egenkapital. Indløsningsretten er ikke ubetinget, idet selskabets ledelse kan suspendere indløsningen.

#### Forpligtelser

Forpligtelser omfatter skyldige omkostninger, herunder omkostninger til kapitalforvaltning og depositaren. Bortset fra repoforretninger, der måles til dagsværdi, måles regnskabsposten ved første indregning til kostpris og efterfølgende til amortiseret kostpris.

For forpligtelser vedrørende repoforretninger indregnet under "Gæld til kreditinstitutter" henvises til afsnit nedenfor.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

#### Repoforretninger

Værdipapirer, der er solgt som led i repoforretninger, beholdes i balancen under obligationer, mens det modtagne beløb indregnes som gæld til kreditinstitutter. Repoforretninger indregnes og måles til dagsværdi, og afkastet indregnes i resultatopgørelsen under indtægter fra investeringsvirksomhed og udgifter fra investeringsvirksomhed.

#### Pengestrømsopgørelsen

Pengestrømsopgørelsen præsenteres efter den indirekte metode, og viser selskabets pengestrømme for året fordelt på driftsaktivitet, investeringsaktivitet og finansieringsaktivitet for året, årets forskydning i likvider samt likvider ved årets begyndelse og afslutning.

#### Pengestrømme fra driftsaktivitet

Pengestrømme fra driftsaktiviteter opgøres som årets resultat reguleret for ikke-kontante driftsposter, ændringer i driftskapital.

#### Pengestrømme fra investeringsaktivitet

Pengestrømme fra investeringsaktiviteter omfatter betaling i forbindelse med køb og salg af finansielle aktiver samt værdipapirer og kapitalandele under langfristede aktiver.

#### Pengestrømme fra finansieringsaktivitet

Pengestrømme fra finansieringsaktiviteter omfatter ændringer i størrelse eller sammensætning af selskabskapital og omkostninger forbundet hermed samt optagelse af lån og afdrag på rentebærende gæld.

#### Hoved- og nøgletal

Hoved- og nøgletal er defineret og beregnet i overensstemmelse med Finansforeningens gældende version af "Anbefalinger & Nøgletal":

Nøgletal	Beregningsformel	Nøgletal udtrykker
Soliditetsgrad (%)	= $\frac{\text{Egenkapital} \times 100}{\text{Samlede aktiver}}$	Virksomhedens finansielle styrke
Resultat pr. aktie	= $\frac{\text{Årets nettoresultat}}{\text{Antal aktier ekskl. Egne aktier}}$	Virksomhedens resultat pr. aktie
Indre værdi pr. aktie	= $\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Antal aktier ekskl. Egne aktier}}$	Virksomhedens indre værdi pr. aktie

## Noter

### 2. Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn

Investeringsselskabet Artha Max A/S investerer i en række unoterede virksomheder, hvor omsætteligheden og indtjeningen er bestemt af udviklingen i markedsforholdene. Der kan derfor være usikkerhed om de underliggende værdier, fordi disse måske ikke til enhver tid og under alle markedsforhold vil være realiserbare. Som følge heraf er de urealiserede værdireguleringer og dagsværdien af kapitalandele forbundet med skøn.

Denne usikkerhed kan være større i perioder med høj volatilitet i de finansielle markeder, ligesom konjunkturerne også påvirker indtjeningen i de underliggende selskaber. Metoder og forudsætninger for opgørelsen af dagsværdien af investeringer beskrevet i note 12.

	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>	<b>2021</b> <b>t.kr.</b>
<b>3. Indtægter fra investeringsvirksomhed</b>		
Indtægter fra porteføljer målt til amortiseret kostpris		
Realiseret kursgevinst udlån	123	45
Renteindtægter fra udlån	3.565	2.021
Valutakursgevinst, bankindestående	6	480
	<b>3.694</b>	<b>2.546</b>
Indtægter fra porteføljer målt til dagsværdi		
Urealiseret kursgevinst aktier	88.031	322.551
Urealiseret kursgevinst obligationer	16.153	38.357
Realiseret kursgevinst aktier	39.192	36.318
Realiseret kursgevinst obligationer	9.287	10.003
Renteindtægter fra obligationer mv.	23.888	20.041
Aktieudbytte	33.767	12.359
Kursgevinst futures	0	912
	<b>210.317</b>	<b>440.542</b>
<b>Total</b>	<b>214.011</b>	<b>443.088</b>

**Noter**

	<b>2022</b>	<b>2021</b>
	<b>t.kr.</b>	<b>t.kr.</b>
<b>4. Udgifter fra investerings virksomhed</b>		
Udgifter fra porteføljer målt til amortiseret kostpris		
Renteudgift, bankindestående	4.543	933
Valutakurstab, bankindestående	54	32
Nedskrivninger af udlån til amortiseret kostpris	1.755	9
	<b>6.343</b>	<b>974</b>
Udgifter fra porteføljer målt til dagsværdi		
Urealiseret kurstab aktier	268.972	46.457
Urealiseret kurstab obligationer	71.684	6.932
Realiseret kurstab aktier	26.394	17.139
Realiseret kurstab obligationer	202.558	18.847
Kurstab og omkostninger futures	0	6
	<b>569.608</b>	<b>89.382</b>
<b>Total</b>	<b>575.951</b>	<b>90.356</b>

**5. Andre eksterne omkostninger**

Depositar- og depotomkostninger	6.846	5.962
Rådgivnings- og advokatomkostninger	78	296
Revisionsomkostninger	90	100
Transaktionsomkostninger og -gebyrer	299	300
Porteføljeforvaltergebyrer mv. inkl. perf. fee	21.718	30.220
Øvrige omkostninger	51	52
	<b>29.082</b>	<b>36.931</b>

Honorar til selskabets generalforsamlingsvalgte revisor, EY Godkendt Revisionspartnerselskab, udgjorde:

Lovpligtig revision	90	100
	<b>90</b>	<b>100</b>

Der er ikke leveret andre ydelser udover den lovpligtige revision.

**Noter**

	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>	<b>2021</b> <b>t.kr.</b>
<b>6. Personalemkostninger</b>		
Gager og lønninger	0	0
Pensioner (bidragsbaserede)	0	0
Andre omkostninger til social sikring	0	0
	<b>0</b>	<b>0</b>
Gennemsnitligt antal medarbejdere	<b>1</b>	<b>1</b>
Bestyrelseshonorar	51	52
Løn og gager	0	0
Bidragsbaserede pensionsordninger	0	0
	<b>51</b>	<b>52</b>

Selskabet har i 2022 været forvaltet af Artha Kapitalforvaltning A/S, CVR nr. 36042362. Andel af honorar til bestyrelsen for Artha Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2022 samlet t.DKK 141 (2021: t.DKK 80). Andel af lønudgifter til direktionen i Artha Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2022 samlet t.DKK 1.873, hvoraf t.DKK 0 udgjorde variabel løn (2021: fast løn t.DKK 1.984, variabel løn 0). Selskabets andel af lønudgifter til øvrige medarbejdere i Artha Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2022 t.DKK 8.265 (2021: t.DKK 7.226) Fondens andel af de respektive lønudgifter er opgjort forholdsmæssigt baseret på forholdet mellem det forvaltningsfee, som er betalt til forvalteren i forhold til de samlede forvaltningsfee opkrævet af Artha Kapitalforvaltning A/S af de Alternative InvesteringsFonde og af de diskretionære mandater i 2021 og 2022.

**7. Udlån**

Udlån brutto	120.549	29.147
Nedskrivningssaldo primo	(127)	(163)
Årets nedskrivninger	(1.755)	(9)
Tilbageførte nedskrivninger	123	45
Nedskrivningssaldo ultimo	(1.759)	(127)
Udlån netto	<b>118.790</b>	<b>29.020</b>

## Noter

### 7. Udlån (fortsat)

Udlån er allokeret til stadie 1 baseret på en konkret vurdering af kreditrisikoen. Der har i perioden ikke været flyt mellem stadier. Nedskrivningen er baseret på selskabets nedskrivningsmodel i henhold til reglerne i IFRS 9. Realiseret tab på udlån er 0 t.kr. (2021: 0 t.kr.). Udlån indregnet i balancen udgør 118.790 t.kr. (2021: 29.020 t.kr.), hvoraf 25.265t.kr. (2021: 29.020 t.kr.) er kortfristet. Der er alene udlån til byggeprojekter. hvoraf 94,384t ligger med LTV i intervallet 0-60 % og 24.406t med LTV i intervallet 60-80 %.

	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>	<b>2021</b> <b>t.kr.</b>
<b>8. Andre tilgodehavender</b>		
Tilgodehavende obligationsrenter	5.034	5.201
	<b>5.034</b>	<b>5.201</b>
<b>9. Værdipapirer og kapitalandele</b>		
Udenlandske obligationer	198.140	257.786
Danske obligationer	2.066.873	2.124.818
Børsnoterede udenlandske aktier	682.963	854.742
Børsnoterede danske aktier	778.039	844.474
Unoterede udenlandske aktier	146.699	192.020
Unoterede danske aktier	356.945	350.788
	<b>4.229.659</b>	<b>4.624.627</b>
<b>10. Anden gæld</b>		
Skyldige porteføljeforvaltergebyrer	4.887	20.533
Skyldige depositar- og depotomkostninger	1.414	1.653
Skyldige transaktionsomkostninger og -gebyrer m.v.	116	121
	<b>6.417</b>	<b>22.307</b>

**Noter**

<b>11. Aktiekapital*</b>	<b>2022 t.kr.</b>	<b>2021 t.kr.</b>
Aktiekapital primo	506.064	389.400
Kontant kapitaludvidelse	14.643	116.664
Aktiekapital ultimo	<b>520.707</b>	<b>506.064</b>

Aktiekapitalen består af 347.138 aktier a 1.500 kr.

Antal aktier har udviklet sig således:

Antal aktier primo	337.376	259.600
Ny tegnede aktier	9.762	77.776
Antal aktier ultimo	<b>347.138</b>	<b>337.376</b>

**Beholdning af egne aktier**

Antal aktier primo	0	21.640
Periodens køb	35.299	0
Periodens salg	21.691	(21.640)
Antal stk. ultimo	<b>13.608</b>	<b>0</b>
I procent af samlet antal stk.	3,92%	0,00%

Selskabet vurderer løbende muligheden for at optage nye aktionærer ved udvidelse af aktiekapitalen. Ifølge selskabets vedtægter har enhver aktionær endvidere ret til at kræve sine aktier indløst af selskabet, ved at selskabet tilbagekøber aktier, og at selskabet i yderste konsekvens kan besluttes likvideret af aktionærerne, hvis der ikke er tilstrækkelige midler i selskabet til opfyldelse af kapitalkravene i selskabsloven. Ved køb af egne aktier har selskabet ingen interesse i at beholde disse aktier og gensælger aktierne til nye eller eksisterende aktionærer når muligt. Selskabets aktiekapital tilpasses således løbende efter efterspørgslen på selskabets aktier.

I beregningen af resultat pr. aktie er antallet af udstedte aktier (340.362 stk.) korrigeret med gennemsnitligt antal egne aktier på 5.638 stk.

## Noter

	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>	<b>2021</b> <b>t.kr.</b>
<b>12. Finansielle risici og finansielle instrumenter</b>		
Kategorier af finansielle instrumenter:		
Værdipapirer og kapitalandele	4.229.659	4.624.627
Afledte finansielle instrumenter	0	0
<b>Finansielle aktiver, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>	<b>4.229.659</b>	<b>4.624.627</b>
Udlån	118.790	29.020
Likvider	5.950	2.489
Andre tilgodehavender	5.195	5.346
<b>Finansielle aktiver, der måles til amortiseret kostpris</b>	<b>129.935</b>	<b>36.855</b>
Gæld til kreditinstitutter	1.750.849	1.838.500
<b>Finansielle forpligtelser, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>	<b>1.750.849</b>	<b>1.838.500</b>
Gæld til kreditinstitutter	310.260	110.683
Anden gæld, afledte finansielle instrumenter	6.417	22.307
<b>Finansielle forpligtelser, der måles til amortiseret kostpris</b>	<b>316.677</b>	<b>132.990</b>

Alle finansielle forpligtelser forfalder til betaling inden for 12 måneder.

**Noter**

**12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)**

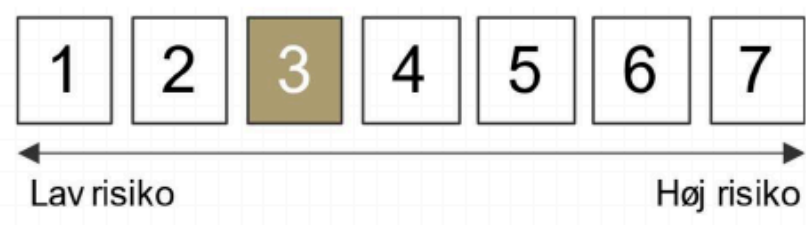
**Risikorammer**

Investeringsbegrænsningerne fremgår af Selskabets vedtægter. Samtlige gældende investeringsbegrænsninger, samt en opgørelse af niveauet på hvert enkelt område, fremgår nedenfor. Alle pct. angivelser er i forhold til Selskabet nettoaktiver.

Risikorammer	Gennemsnit 2022	Interval 2022	Inv. strategi	Maks. ramme
Strategisk risiko	12,7%	11,7% - 14,2%	14,7%	Ingen ramme
Gearing, Nettogæld/EK	87,3%	75,5% - 102,3%	168%	300%
Aktieandel i pct. af EK	46,8%	45,7% - 48,3%	52%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	77,8%	70,0% - 85,1%	150%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	26,8%	24,6% - 30,4%	27%	75%
Særlig/unot i pct. af EK	35,9%	32,5% - 41,0%	39%	50%

Aktie- og obligationsandel er inkl. finansielle instrumenter på hver af disse respektive aktivklasser. Særlige/unoterede investeringer, er investeringer i instrumenter, der ikke er optaget til handel på et reguleret marked (i EØS-lande) ekskl. obligationer, som er registreret i VP Securities eller som via dokumentationen er sammenlignelige med børsnoterede obligationer.

Med udgangspunkt i ESMAs retningslinjer for at udregne risiko til brug i nedenstående risikoinikator, er Selskabets VaR-ækvivalente volatilitet (VEV) på dagligt data over de seneste fem år udregnet til 9,1 %. Dette medfører en placering under nr. 3 på nedenstående skala (5 % - 12 %).



**Risikofaktorer**

Først og fremmest indebærer selve valget om aktiv investering en risiko i sig selv. Det er en forudsætning, at investor i Selskabet er bekendt med og accepterer denne risiko. Desuden skal investor være opmærksom på, at risikoen forbundet med forskellige investeringer kan variere i høj grad. Det er derfor vigtigt at fastlægge en risiko- og investeringsprofil, så udvælgelsen af investeringen stemmer overens med forventninger og krav.

Sammenlagt må der ved investering i Selskabet accepteres en høj risiko. Denne alternative investeringsfond er muligvis ikke egnet for investorer, som har en investeringshorisont på mindre end 7 år.

Nedenfor følger de risici, der er forbundet med investeringerne:

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

#### Operationel og metodisk risiko

En væsentlig del af risikoen forbundet med en investering i Selskabet, er de operationelle instanser i form af administration, formidling og forvaltning. Disse områder er sårbare overfor personlige eller systemmæssige fejl for eksempel i forbindelse med vedligeholdelse af systemer og udførelse af transaktioner.

Derudover medfører selve investeringsstrategien og grundlaget for denne en risiko. Dette gør sig gældende både i forhold til den rent teoretiske analyse af forhold m.m. men også i forhold til personlige vurderinger, antagelser m.m.

For at undgå, og forebygge fejl i de operationelle instanser er der fastlagt forretningsgange, fremgangsmåder og kontrolinstanser, som sikrer, at risikoen forbundet med de operationelle instanser mindskes mest muligt.

#### Rente-, kurs- og konverteringsrisiko

Rente- og kursrisiko eksisterer i form af risiko for, at renten ændrer sig, hvilket vil medføre tab eller gevinst for især beholdning af realkreditobligationer og virksomhedsobligationer, hvor kursen vil falde, hvis renten stiger og vice versa. Rente- og kursrisiko kan estimeres ud fra porteføljens varighed, som giver en indikation af kurspåvirkningen for en given obligation ved en ændring i den tilhørende rentesats på 1 procentpoint. Højere varighed er derved forbundet med større risiko for en given obligation. Renterisikoen styres aktivt i Selskabet og kan afdækkes (eller evt. øges) via investering i finansielle instrumenter.

Konverteringsrisikoen gør sig gældende for fastforrentede realkreditobligationer. Udstedere af realkreditobligationer har ret til at indfri realkreditobligationer til kurs 100. Herved risikerer selskabet at få indfriet obligationer før tid til en lavere kurs, end den som obligationer er indkøbt til. Konverteringsomfanget afhænger primært af renteniveauet, men afhænger også af individuelle forhold for den enkelte obligationsserie såsom debtorsammensætningen og de historiske udtrækninger.

Konverteringsomfanget afhænger primært af renteniveauet, men afhænger også af individuelle forhold for den enkelte obligationsserie såsom debtorsammensætningen og de historiske udtrækninger. Konverteringsrisikoen er størst, når renten er lav og har været faldende, således at de låntagere som ikke tidligere har anset det for optimalt at omlægge deres lån til nye fastforrentede realkreditobligationer med lavere rente, nu kan gøre det med endnu større gevinst til følge. Konvertering kan ske ved hver rentebetaling og dermed typisk hvert kvartal. Alle låntagere vil dog ikke konvertere på samme tidspunkt, og nogle vil uanset gevinstens størrelse aldrig omlægge deres lån. Låntagerne vil typisk begynde

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

at omlægge lån, når der kan optages nye lån, med en rente som er 1,5-2,0%-point lavere end den eksisterende. Omfanget af konverteringer afhænger, udover renteniveauet, også af blandt andet antallet af ejendomshandler, aktivitet relateret til omlægningskampagner i diverse realkreditudbydere, samt hvor stor en del af de oprindelige låntagere, som allerede har konverteret på et tidligere tidspunkt.

De historiske udtrækninger i en given obligationsserie vil typisk falde over tid i takt med, at de mest konverteringsaktive låntagere forsvinder ud af serien. De historiske udtrækninger er derfor en vigtig indikator for at estimere det fremtidige udtrækningsniveau, når der samtidig tages højde for forventede ændringer i renteniveau, ejendomshandler mv. jf. ovenfor.

Renterisikoen og konverteringsrisikoen på realkreditobligationer vil ofte modvirke hinanden i et vist omfang. Et lavere renteniveau vil eksempelvis, og alt andet lige, medføre højere kurser på realkreditobligationer, men samtidig betyde en stigning i antallet af konverteringer, hvilket vil påvirke kursen negativt. Den samlede effekt af rente- og konverteringsrisiko på realkreditobligationer kan både være positiv eller negativ afhængig af det konkrete valg af obligationer.

Ultimo 2022 var selskabets renterisiko opgjort til 4,2. En renteændring på 1%-point vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 4,2 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 95 mio. kr.

### Valutarisiko

Investering i værdipapirer, som er noteret i udenlandsk valuta, medfører en valutarisiko. Valutarisiko er forårsaget af makroøkonomiske bevægelser og begivenheder og kan derfor være fuldstændig uden sammenhæng med det specifikke aktiv som Selskabet har investeret i.

For nogle aktiver, såsom aktier i multinationale selskaber og statsobligationer, vil der dog ofte være en sammenhæng mellem kursudviklingen på aktivet og på valutaen således, at disse ikke kan ses adskilt. Sådanne valutarisici vil typisk ikke blive afdækket. Øvrige valutarisici kan afdækkes i kortere eller længere i perioder. Selskabet investerer dog størstedelen af porteføljen i DKK eller EUR, hvorfor Selskabets sjældent anvender finansielle instrumenter på valuta.

Selskabet har, som tilfældet med renterisiko, mulighed for at afdække valutarisiko ved køb eller salg af udenlandsk valuta for at mindske tab ved valutaændringer over for DKK, som selskabet er noteret i. Selskabet kan ligeledes foretage indirekte eller direkte eksponeringer i udenlandsk valuta, hvis det forventes at der er potentiale for positiv udvikling i den givne valuta i forhold til DKK.

Ultimo 2022 var selskabets valutarisiko opgjort til 0,08 %. En valutakursændring på 1% i samme retning på alle fremmede valutaer overfor DKK, som ikke er EUR, vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,08 %. Ændringen i resultat og egenkapital er således begrænset

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

#### Kreditrisiko

Investering i virksomheds- og statsobligationer medfører en kreditrisiko, som følge af, at modparten potentielt ikke er i stand til at opfylde sine forpligtelser. Denne kreditrisiko varierer betydeligt alt efter om investeringen vedrører stats-, realkredit- eller virksomhedsobligationer. Alle obligationer er omsætningspapirer, og en ændret vurdering af kreditrisikoen vil afspejle sig i kursen på obligationen og dennes likviditet.

Kreditrisikoen kan estimeres ved analyse af obligationens udsteder og risikoen for, at denne går konkurs. Denne type analyse er offentligt tilgængelig for udvalgte obligationer via kreditvurderingsbureauer som Standard & Poor's, Moody's m.fl. Disse bureauer vurderer en obligations kreditrisiko(/-sikkerhed) ud fra et fastlagt system hvor AAA og C fx er henholdsvis den bedste og dårligste rating som Standard & Poor's kan give en udsteder.

Selskabet investerer også i obligationer som ikke har en rating. Alle udstedere analyseres af Forvalter, uanset om de har officiel rating eller ej, hvor AAA og C fx er henholdsvis den bedste og dårligste rating som Selskabet investerer også i obligationer og udlån som ikke har en rating. Alle obligationer og udlån, uanset rating eller ej, analyseres af Selskabet selv med henblik på at vurdere kreditrisikoen.

Ultimo 2022 var selskabets kreditspændrisiko opgjort til 1,09. En ændring på 1%-point samtidig i alle rentespænd for kreditobligationer og udlån, vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 1,09 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 25 mio. kr.

#### Likviditetsrisiko

Ved brug af gearing kan der opstå likviditetsrisiko, hvis låneaftalen med den pågældende bank bliver opsagt eller ændret, hvorved der skal skaffes likviditet for at tilbagebetale på lånet. Denne risiko reduceres ved at Selskabet gør brug af flere bankforbindelser i forbindelse med belåning. Derudover er størstedelen af Selskabets aktiver meget likvide, hvilket gør, at Selskabet hurtigt kan fremskaffe kapital hvis nødvendigt.

Likviditetsrisiko kan dog også opstå ved investering i aktiver, som under normale omstændigheder er tilstrækkeligt likvide, men som under særlige omstændigheder kan have et ret lavt likviditetsniveau, hvilket har indvirkning på niveauet for den Selskabets likviditetsrisiko som helhed.

Ydermere kan likviditetsrisiko gøre sig gældende, hvis en større gruppe af investorer på samme tid eller indenfor en kort periode ønsker sig indløst. Risikoen i dette tilfælde nedbringes igen via Selskabets likvide midler og desuden ved indløsningsprocessen. Selskabet opdeler sine aktiver på hvor likvide de er. Det vurderes at 79 % kan sælges indenfor 1 dag, yderligere 5 % indenfor en uge og 4 % indenfor en måned. De resterende 11 % kan sælges med en horisont på over en måned. Selskabets gæld til kreditinstitutter er repoforretninger med kort løbetid, jf. note 14.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

#### Modpartsrisiko

Der er risiko for, at optjente gevinster eller indeståender ikke bliver udbetalt for eksempel som følge af en ekstern fonds konkurs eller svindel. For at minimere denne risiko er Selskabets værdipapirer og kontanter placeret i pengeinstitutter i EØS-lande, som vurderes at være sikre. Ved investering i udenlandske fonde fokuseres på forvalteren og konstruktioner, som vurderes at være sikre, herunder jurisdiktion i EU og/eller etableret i henhold til reglerne om UCITS. Decideret svindel er dog en risikofaktor, som er svær at opdage. Spredningskravene for Selskabets investeringer skal blandt andet være med til at begrænse denne risiko.

#### Aktierisiko

Risici ved investering i aktier indebærer en risiko for store kursudsving fra år til år. Den primære faktor, som påvirker kursen for aktier er virksomhedens evner til at genere indtjening sammenholdt med de fremtidige forventninger til udvikling og vækst i selskabet.

Derudover kan aktiemarkedene, og dermed også den enkelte aktie, udvise store kursudsving på grund af den økonomiske udvikling og særlige begivenheder, som fx politiske og lovgivningsmæssige ændringer i de lande eller markeder, hvor virksomhederne er aktive. Aktieinvesteringerne i Selskabet er danske og globale med stor spredning, hvorfor der må forventes en udvikling som i væsentligt omfang er på niveau med markedsudviklingen.

Ultimo 2022 var selskabets aktierisiko opgjort til 0,64. En kursændring på 1% på alle aktier vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,64 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 15 mio. kr.

#### Afviklingsrisiko

Ved investering specielt i unoterede aktiver, kan der forekomme afviklingsrisiko, når en investering skal foretages eller realiseres, idet overførslen af unoterede værdipapirer kan være forskudt fra betalingen.

#### Unik risiko

Unik risiko gør sig primært gældende i forbindelse med særlige og unoterede investeringer, hvor eksponeringen er meget specifik i forhold til den aktivklasse, som eksponeringen vedrører. Eksempelvis vil ejendomsinvesteringer være mere afhængige af det specifikke ejendomsprojekt end af den generelle udvikling på ejendomspriserne. Der er også unik risiko knyttet til eksempelvis vindmølleinvesteringer og til investering i fonde, hvis investeringsstrategi er unik i forhold til den relevante aktivklasse.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

#### Beskrivelse af værdiansættelsesprocessen

Dagsværdi er den pris, der ville blive opnået ved salg af et aktiv eller betalt for at overdrage en forpligtelse i en normal transaktion mellem markedsdeltagere på målingstidspunktet. Dagsværdi kan stemme overens med indre værdi, såfremt indre værdi beregnes på baggrund af underliggende aktiver og forpligtelser målt til dagsværdi.

Børsnoterede værdipapirer værdiansættes dagligt med udgangspunkt i officielle kurser som offentliggjort af Københavns Fondsbørs, Bloomberg eller anden lignende kilde som vurderes at være troværdig (niveau 1). Såfremt værdipapirer klassificeres som illikvide som følge af, at der ikke foreligger en noteret kurs, eller kursen ikke repræsenterer den faktiske markedsværdi grundet manglende handelsaktivitet, anvendes kursen for tilsvarende værdipapirer. Dette gør sig primært gældende for nogle af selskabets obligationer (niveau 2).

I de tilfælde, hvor observerbare kurser ikke er tilgængelige eller ikke vurderes at være brugbare til fastsættelse af dagsværdi, anvendes følgende værdiansættelsesprincipper (niveau 3):

- For kapitalandele i selskaber, hvor de underliggende aktiver er i drift og optages til dagsværdi bl.a. ejendomsselskaber, baseres værdiansættelsen på en estimeret indre værdi.
- For kapitalandele i selskaber, hvor aktiverne i de underliggende selskaber stadig er under opførelse, foretages værdiansættelsen på baggrund af en skønnet dagsværdi, hvor der tages højde for det indskudte beløb, faktiske udgifter samt forventet indtjening.
- For unoterede kapitalandele baseres værdiansættelsen på relevante multipler for lignende selskaber.
- For obligationer og udlån, hvor der ikke foreligger en anvendelig observerbar kurs, værdiansættes disse på baggrund af et estimeret afkastkrav i obligationens og udlånets restløbetid.

#### Dagsværdihierarki for finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi i balancen

Nedenstående viser klassifikationen af finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi, opdelt i henhold til dagsværdihierarkiet:

- Noterede priser i et aktivt marked for samme type instrument (niveau 1)
- Noterede priser i et aktivt marked for lignende aktiver eller forpligtelser eller andre værdiansættelsesmetoder, hvor alle væsentlige input er baseret på observerbare markedsdato (niveau 2)
- Værdiansættelsesmetoder, hvor eventuelle væsentlige input ikke er baseret på observerbare markedsdato (niveau 3).

## Noter

## 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

	Noterede priser (niveau 1)	Observer- bare input (niveau 2)	Ikke-obs- verbare input (niveau 3)
<b>2022</b>			
Udenlandske obligationer	134.948	63.192	0
Danske obligationer	52.117	2.014.316	441
Børsnoterede udenlandske aktier	682.963	0	0
Børsnoterede danske aktier	778.039	0	0
Unoterede udenlandske aktier	146.699	0	0
Unoterede danske aktier	0	13.570	343.374
<b>Finansielle aktiver, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>1.794.766</b>	<b>2.091.078</b>	<b>343.815</b>
Gæld til kreditinstitutter	(1.750.849)	0	0
<b>Finansielle forpligtelser, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>(1.750.849)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	Noterede priser (niveau 1)	Observer- bare input (niveau 2)	Ikke-obs- verbare input (niveau 3)
<b>2021</b>			
Udenlandske obligationer	257.786	0	0
Danske obligationer	143.353	1.845.612	135.853
Børsnoterede udenlandske aktier	854.742	0	0
Børsnoterede danske aktier	844.474	0	0
Unoterede udenlandske aktier	192.017	3	0
Unoterede danske aktier	0	20.483	330.305
<b>Finansielle aktiver, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>2.292.371</b>	<b>1.866.098</b>	<b>466.158</b>
Gæld til kreditinstitutter	(1.838.500)	0	0
<b>Finansielle forpligtelser, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>(1.838.500)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

Der er ikke sket væsentlige overførsler mellem niveau 1, 2 og 3 i regnskabsåret 2022 og 2021.

## Noter

### 12. Finansielle risici og finansielle instrumenter (fortsat)

	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>	<b>2021</b> <b>t.kr.</b>
Finansielle instrumenter i niveau 3:		
Dagsværdi 01.01	466.158	286.503
Tilgange	31.472	204.603
Afgange	(204.009)	(45.846)
Kursgevinster- og tab	50.194	20.898
<b>Dagsværdi 31.12</b>	<b>343.815</b>	<b>466.158</b>

### Finansielle aktiver og forpligtelser der måles til amortiseret kostpris over resultatopgørelsen

Selskabet besidder ingen investeringer med henblik på salg. Samtlige investeringer i 2022 er anskaffet med en lang investeringshorisont, som er i overensstemmelse med investeringsstrategien.

### Forskel mellem regnskabsmæssigværdi og dagsværdi for aktiver og forpligtelser målt til amortiseret kostpris

	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>		<b>2021</b> <b>t.kr.</b>	
	<b>Regnskabsmæssig værdi</b>	<b>Dagsværdi</b>	<b>Regnskabsmæssig værdi</b>	<b>Dagsværdi</b>
<b>Finansielle aktiver</b>				
Udlån	118.790	120.549	29.020	29.147
Andre tilgodehavender	5.034	5.034	5.201	5.201
Likvider	5.950	5.950	2.489	2.489
<b>I alt</b>	<b>129.774</b>	<b>131.533</b>	<b>36.710</b>	<b>36.837</b>
<b>Finansielle forpligtelser</b>				
Andengæld	6.417	6.417	22.307	22.307
<b>I alt</b>	<b>6.417</b>	<b>6.417</b>	<b>22.307</b>	<b>22.307</b>

## Noter

### 13. Ejerskab af datterselskaber

Virksomhedsnavn	Virksomhedssted	% af ejerandel		Målemetode	Noteret dagsværdi		Regnskabsmæssig værdi	
		2022	2021		2022	2021	2022	2021
		%	%		t.kr	t.kr	t.kr	t.kr
Artha Property Invest P/S	Danmark	38,8	38,8	dagsværdi	90.791	102.000	90.791	102.000
<b>Kapitalandele i alt</b>							<b>90.791</b>	<b>102.000</b>

### 14. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner

Selskabet er omfattet af EU forordning 2015/2365 af 25. november 2015 om gennemsigtighed af værdipapirfinansieringstransaktioner og vedrørende genanvendelse samt om ændring af forordning (EU) nr. 648/2012.

Forordningen indebærer at der skal oplyses om værdipapirfinansieringstransaktioner defineret som genkøbstransaktioner, udlån af værdipapirer eller råvarer og indlån af værdipapirer eller råvarer og buy/sell-back-forretninger, sell/buy-back-forretninger og marginlån.

Selskabet indgår aftaler om værdipapirudlån med fuld sikkerhedsstillelse, som indgår på særskilte konti og depoter hos selskabets depositar, Artha Fondsmæglerselskab A/S. Selskabet har indgået værdipapirfinansieringstransaktioner med følgende modparter:

SparNord  
 Danske Bank  
 Jyske Bank

Bankengagementer hos henholdsvis SparNord Bank, Danske Bank samt Jyske Bank er stillet til sikkerhed for kreditter mv. hos pågældende bank.

Sikkerhedsstillelsen består af kontanter og depoter, og er ikke genanvendt.

Oplysninger om afkast og omkostninger af transaktionerne fremgår af noterne til resultatopgørelserne, hvortil henvises.

**Noter**

**14. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner (fortsat)**

Pr. 31. december 2022 var de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr.:

Udlånte værdipapirer	Lånte værdipapirer	Modtaget sikkerhed	Afgivet sikkerhed	Andel af udlånte værdipapirer i pct. af formuen	Udlånte værdipapirer i pct. af værdipapirer til rådighed for udlån
1.757.631	-	1.750.849	-	107%	46%

Pr. 31. december 2021 var de regnskabsmæssige værdier i 1.000 kr.:

Udlånte værdipapirer	Lånte værdipapirer	Modtaget sikkerhed	Afgivet sikkerhed	Andel af udlånte værdipapirer i pct. af formuen	Udlånte værdipapirer i pct. af værdipapirer til rådighed for udlån
1.840.545	-	1.838.500	-	112%	48%

Pr. 31. december 2022 var arten af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Likvide midler	Modtaget sikkerhed i alt
1.750.849	1.750.849

Pr. 31. december 2021 var arten af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Likvide midler	Modtaget sikkerhed i alt
1.838.500	1.838.500

Pr. 31. december 2022 var valutaen af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

DKK	Modtaget sikkerhed i alt
1.750.849	1.750.849

Pr. 31. december 2021 var valutaen af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

DKK	Modtaget sikkerhed i alt
1.838.500	1.838.500

Pr. 31. december 2022 var løbetidsprofilen på de udlånte papirer i 1.000 kr.:

**Noter****14. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner (fortsat)**

Mindre end 1 dag	1-7 dage	7 dage - 1 måned	1 - 3 måne- der	3 måneder - 1 år	Mere end 1 år	Ubestemt løbetid
					1.757.631	

Pr. 31. december 2021 var løbetidsprofilen på de udlånte papirer i 1.000 kr.:

Mindre end 1 dag	1-7 dage	7 dage - 1 måned	1 - 3 måne- der	3 måneder - 1 år	Mere end 1 år	Ubestemt løbetid
-	-	-	-	-	1.840.545	-

Pr. 31. december 2022 var løbetidsprofilen på den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Mindre end 1 dag	1-7 dage	7 dage - 1 måned	1 - 3 måne- der	3 måneder - 1 år	Mere end 1 år	Ubestemt løbetid
		1.203.478	547.371			

Pr. 31. december 2021 var løbetidsprofilen på den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Mindre end 1 dag	1-7 dage	7 dage - 1 måned	1 - 3 måne- der	3 måneder - 1 år	Mere end 1 år	Ubestemt løbetid
-	373.776	1.464.724	-	-	-	-

Pr. 31. december 2022 var de udlånte papirer fordelt på følgende modparter i 1.000 kr.:

**Nominelle obligationer**

Danske Bank	355.485
Spar Nord	540.384
Jyske Bank	861.762

Pr. 31. december 2022 var udstedere af modtaget sikkerhed følgende i 1.000 kr.:

**Nominelle obligationer**

Danske Bank	343.384
Spar Nord	547.371
Jyske Bank	860.095

## Noter

### 15. Nærtstående parter

Følgende parter har bestemmende indflydelse i Investeringsselskabet Artha Max A/S:

Investeringsselskabet Artha Max A/S har ingen investorer med bestemmende indflydelse.

Investeringsselskabet Artha Max A/S' nærtstående parter omfatter:

Navn	Relation	Type af transaktion	2022 t.kr.	2021 t.kr.
Michael Kjær	Bestyrelsesformand, aktio- nær	Bestyrelseshonorar og køb/salg af kapital- andele		
Mads Pilgren	Bestyrelsesmedlem, aktio- nær	Bestyrelseshonorar og køb af kapitalandele		
Klaus W. Lund	Bestyrelsesmedlem	Ingen		
Kristian V. Myrup	Direktør	Ingen		
Artha Kapitalforvaltning A/S	Kapitalforvalter	Kapitalforvaltningsfee		
<b>Transaktioner med nærtstående parter</b>				
Michael Kjær– køb			0	997
Michael Kjær– salg			0	(4.518)
Mads Pilgren – køb			0	99.661
Mads Pilgren – salg			0	0
Artha Kapitalforvaltning A/S - kapitalforvaltningsfee			(21.718)	(30.220)

Investeringsselskabet Artha Max A/S har ingen nærtstående parter med bestemmende indflydelse.

### 16. Eventualforpligtelser

Selskabet har ingen eventualforpligtelser pr. 31.12.2022.

## Noter

### 17. Aktionærer

Investeringselskabet Artha Max A/S har registreret følgende aktionærer med mere end 5% stemmerettighed eller nominal værdi af den investerede kapital:

Navn	Ejer- og stemmeandel
Inv.selskabet Artha DMax, Strandvejen 58, 2900 Hellerup	8,81%
Mads Pilgren (og nærtstående), Dronningholmsvej 14, 2840 Holte	6,53%

### 18. Begivenheder efter balancedagen

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

### 19. Godkendelse af årsrapport til offentliggørelse

Ledelsen har på bestyrelsesmødet den 31.03.2023 godkendt denne årsrapport til offentliggørelse 31.03.2023. Årsrapporten forelægges selskabets kapitalejere til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 25.04.2023.