

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

**Årsrapport 2023**

Årsrapporten er fremlagt og godkendt på selskabets ordinære generalforsamling den 26. april 2024

---

Dirigent

Klaus T.W. Lund



## Indholdsfortegnelse

	<u>Side</u>
Selskabsoplysninger	1
Ledelsespåtegning	2
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	3
Ledelsesberetning	5
Resultatopgørelse	18
Balance	19
Egenkapitalopgørelse	20
Pengestrømsopgørelse	21
Note oversigt	22

## Selskabsoplysninger

### Selskab

Investeringselskabet Artha Max A/S  
Strandvejen 58  
2900 Hellerup

CVR-nr.: 34 69 70 78  
Stiftelsesdato: 27.08.2012  
Hjemsted: Gentofte  
Regnskabsår: 01.01.2023-31.12.2023

LEI-kode: 5493002D1RKPJ5DR0204  
ISIN: DK0061541661  
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

### Depositær

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

## Ledelsespåtegning

Bestyrelsen og direktionen har dags dato behandlet og godkendt årsrapporten for regnskabsåret 01.01. – 31.12. 2023 for Investeringsselskabet Artha Max A/S.

Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med IFRS Accounting 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. 31.12.2023 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 01.01. - 31.12.2023.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Hellerup, den 27.03.2024

### 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 2023, der omfatter resultatopgørelse, totalindkomstopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse, pengestrømsopgørelse og noter, herunder oplysning om anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter IFRS Accounting 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. december 2023 samt af resultatet af selskabets aktiviteter og pengestrømme for regnskabsåret 1. januar – 31. december 2023 i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards 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 årsregnskabet". 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 revisorerets 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.

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

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

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

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

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

#### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

Ledelsen har ansvaret for udarbejdelsen af et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards 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 et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved udarbejdelsen af årsregnskabet 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 årsregnskabet 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.

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

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

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:

- ▶ Vi identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- ▶ Vi 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.
- ▶ Vi 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.
- ▶ Vi konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om 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 årsregnskabet 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.
- ▶ Vi tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af årsregnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om årsregnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf. □

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

København, den 27. marts 2024  
EY Godkendt Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 30 70 02 28

Rasmus Berntsen  
statsaut. revisor  
mne35461

## Ledelsesberetning

### Hoved- og nøgletal

Hoved- og nøgletal (t.kr.)	2023	2022	2021	2020	2019
Resultat af investeringsvirksomhed	269.491	(361.940)	352.731	159.017	180.380
Årets resultat	235.566	(391.022)	315.801	136.775	160.044
Værdipapirer og kapitalandele	4.418.524	4.229.659	4.624.627	3.823.465	3.031.581
Aktiver i alt	4.590.430	4.359.594	4.661.482	3.882.837	3.179.897
Egenkapital	2.574.919	2.292.068	2.689.992	1.639.424	1.477.605
Gældsforpligtelser	2.015.511	2.067.526	1.971.490	2.243.413	1.702.292
Soliditetsgrad	56%	53%	58%	42%	46%
Antal aktier ultimo	356.157	347.138	337.376	259.600	236.250
Indre værdi pr. aktie*	7.573	6.872	7.973	6.890	6.254
Årets ændring i indre værdi *	10,21%	(13,81)%	15,73%	10,15%	14,26%

\*Korrigeret for egne aktier

### Hovedaktivitet

Investeringsselskabet Artha Max' formål er at henvende sig til investorer, der ønsker høj risiko. Det er selskabets målsætning på lang sigt at levere et afkast svarende til en portefølje med 80% aktier og 20% realkreditobligationer, men med lavere risiko via betydelig spredning. Selskabet investerer i en bred vifte af primært børsnoterede værdipapirer, fonde og finansielle instrumenter og anvender gearing for at udnytte dette risikobudget bedst muligt til at opnå et godt forhold mellem afkast og risiko. Risikomæssigt har fonden historisk svaret til en investering i 60% aktier og 40% realkreditobligationer.

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 8,6 % p.a. og dette med en overskuelig risiko. For de kommende år forventes et afkast på et tilsvarende niveau som i perioden fra 2012-2023. 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 8,5 %. Selskabet forventer i gennemsnit samme risiko de kommende år, som der har været i perioden fra 2012-2023. 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 2023 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 269,5 mio.kr. svarer til et investeringsafkast på 11,6 %. Til sammenligning ville en risikomæssig tilsvarende placering i 2023 på 80 % globale aktier og 20 % realkreditobligationer have givet et afkast på 16,0 % før omkostninger. Efter omkostninger er resultatet 235,6 mio.kr. svarende til en ændring i Selskabets indre værdi pr. aktie på 10,2 %.

Investeringsafkastet på 11,6 % i 2023 kan sammenholdes med afkastforventningerne på 8,5 % jf. afsnittet om den forventede udvikling i årsrapporten fra 2022. Det realiserede investeringsafkast har således været højere end forventet ved indgangen til året



## Ledelsesberetning (fortsat)

Årets investeringsresultat på 269,5 mio.kr. er fordelt med 134,7 mio.kr. på aktier, 28,9 mio.kr. på real-kreditobligationer, 57,6 mio.kr. på virksomheds- og landeobligationer og 48,3 mio.kr. på øvrige investeringer.

Aktiemarkedene udviklede sig positivt i 2023, idet danske aktier steg 6 % og globale aktier steg 19 %. Selskabet fik et aktieafkast på danske aktier, som var en del 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 ad de relevante markedsindeks med fokus på lave omkostninger.

Realkreditobligationer gav et afkast på 1-2 % efter finansieringsomkostninger. Dette er tilfredsstillende. Nykredit Realkreditindeks steg 6 % i 2023, men er uden finansieringsomkostninger og har en højere varighed end porteføljen. Porteføljen består fortsat af en stor andel af ældre højtforrentede obligationer, men er i løbet af året suppleret med flere korte variabelt forrentede obligationer, hvor kuponen følger fundingrenten.

Kreditobligationer gav et positivt afkast i 2023 på 57,6 mio.kr. svarende til et afkast på 9 %. Afkastet var meget tilfredsstillende og bredt funderet. 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 bidrager til at stabilisere porteføljen. 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 Eurowind, Idavang, Scandic, SFL, NKT, European Energy, Bonheur, Intrum, Castellum mv. Der var samlet set et valutatab på udstedelserne, idet både US dollar samt svenske og norske kroner trak ned.

Private Equity gav et tilfredsstillende afkast på 44,6 mio.kr. Der var positive afkast fra både de unoterede fonde, de børsnoterede fonde og fra de direkte investeringer. En langsigtet strategisk aktiepost i Danske Bank bidrog særdeles positivt i 2023. Målsætningen med positionen var at fordoble den investerede kapital på minimum 7 år svarende til et årligt afkast på 10 % p.a. Mål om fordobling er næsten nået og på væsentlig kortere tid. Der er i 2023 opbygget positioner i ISS og GN med samme langsigtede strategiske målsætning. Disse positioner er adskilt fra de øvrige danske børsnoterede aktier, da disse har en anden strategisk målsætning – nemlig at gøre det bedre end KAX-indekset på årlig basis. Artha Norcod trak ned i afkastet. Sidstnævnte følger kursudviklingen for Norcod på den norske børs.

Private Debt gav et meget tilfredsstillende afkast på 12,5 mio.kr. Der var ultimo 2023 eksponering til seks forskellige selskaber - primært som 1. prioritet og som ansvarlige lån til ejendomsprojekter. Der er desuden et udlån til virksomheden Artha Turf. Hovedparten af lånene er til selskaber kontrolleret af Artha. Alle vilkår og rentesatser er på markedsvilkår mellem uafhængige parter.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Ejendomme gav et negativt resultat på 11,5 mio.kr., som kan henføres dels til eksponeringen til det børsnoterede ejendomsselskab "Fast Ejendom" og dels til ejendomsinvesteringer gennem Artha. "Fast Ejendom" gav et tab på 5,2 mio. Tab på ejendomsinvesteringer via Artha på 6,3 mio. kan dels henføres til lavere værdiansættelser qua højere afkastkrav og dels til enkelte udviklingsprojekter, som har måtte nedskrives. Øvrige investeringer gav et afkast på 2,7 mio.kr. Afkastet kan især henføres til beholdning af og handel med aktier i de øvrige investeringsselskaber i forbindelse med den daglige prisstillelse på disse.

Periodens omkostninger på 33,9 mio.kr. dækker over udgifter til Artha for forvaltning af selskabets investeringsstrategi samt udgifter til øvrige omkostninger. Udgifter til kapitalforvaltning udgjorde et fast honorar til Artha Kapitalforvaltning A/S på 0,95 % p.a. af selskabets egenkapital plus 0,15 % p.a. af gearingen. 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 1,35 % af egenkapitalen i 2023.

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.

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



## Ledelsesberetning (fortsat)

Selskabets indre værdi pr. aktie blev i 2023 øget fra 6.872 kr. primo til 7.573 kr. ultimo året svarende til en stigning på 10,2 %.

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 2023 opgjort i Faktaarket udsendt primo 2024 var 7.573 kr. Der er således god overensstemmelse mellem den daglige opgørelse og den reviderede opgørelse pr. ultimo 2023, idet disse er identiske.

## Balance

Porteføljens gennemsnitlige sammensætning hen over regnskabsåret fremgår af tabel 1 nedenfor.

Tabel 1: Risikorammer og faktisk udnyttelse af disse i 2023.

Risikorammer	Gennemsnit 2023	Interval 2023	Inv. strategi	Maks. ramme
Gearing, Nettogæld/EK	77,1%	71,2% - 85,9%	168%	300%
Aktieandel i pct. af EK	45,5%	42,7% - 48,1%	52%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	67,1%	64,2% - 75,0%	150%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	26,5%	25,4% - 27,3%	27%	75%
Særlig/unot i pct. af EK	37,9%	35,8% - 40,4%	39%	50%

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

Selskabets gennemsnitlige aktieandel på knap 46 % af egenkapitalen var lidt under 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

Den gennemsnitlige obligationsandel på 67 % var markant lavere end den stipulerede strategi med 150 % realkreditobligationer. Gearingen var i gennemsnit på 77 % og dermed også en del under den langsigtede gennemsnitlige målsætning på 168 %. Den lavere beholdning af realkreditobligationer og gearing kan henføres til de højere finansieringsomkostninger i takt med, at de korte renter er hævet.

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 regulativt kategoriseres som professionelle.

## Ledelsesberetning (fortsat)

De særlige/unoterede investeringer dækker over investeringer i Private Debt, Private Equity, ejendomme og øvrige. Disse udgjorde i gennemsnit 38 % af egenkapitalen og dermed lidt lavere end strategien på 39 %. De 18%, dvs. lidt under halvdelen, kan henføres til selskaber kontrolleret af Artha. Primært ejendomme og Private Debt.

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, tre direkte investeringer kontrolleret af Artha og fire direkte investeringer i form af minoritetsposter. Øvrige investeringer dækker over én vindmølleinvestering og én investering i fond med amerikanske livsforsikringspolicer. Ejendomme er sytten unoterede 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 unoterede 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 unoterede værdipapirer. Disse er nærmere beskrevet i note 13, hvortil der henvises. Den samlede usikkerhed på porteføljeniveau vurderes dog at være acceptabel og forholdsvis beskeden.

## 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 2023 reduceret antallet af bankforbindelser fra fem til fire.

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 unoterede investeringer godkendes af Selskabets bestyrelse baseret på indstilling fra forvalteren.

## Ledelsesberetning (fortsat)

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.

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 aktieudbytter fra danske selskaber. 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 aktieklasser, og alle aktier har samme rettigheder. Selskabet har 383 aktionærer. Aktierne er frit omsættelige. Selskabets indre værdi offentliggøres dagligt via selskabets hjemmeside arthamax.dk.

## Ledelsesberetning (fortsat)

Antallet af aktier ejet af kunder er ændret fra 333.530 stk. primo til 339.992 stk. ultimo. Selskabet beholdning af egne aktier er steget fra 13.608 stk. primo til 16.165 stk. ultimo 2023. Kapitalen er i 2023 endvidere blevet forhøjet fem gange. Kapitalforhøjelserne har sammen med årets resultat, og modregnet netto køb af egne aktier, øget egenkapitalen fra 2.292,1 mio.kr. til 2.574,9 mio.kr.

Det er meget vigtigt for Selskabets ledelse, at aktionærerne 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.

Indløsningsproceduren er nærmere beskrevet i Selskabets vedtægter. Spekulationsværnet betyder at bestyrelsen kan forlange indløsning udsat indtil Selskabet har realiseret de til indløsningen nødvendige aktiver. Indløsning kan også suspenderes, hvis bestyrelsen skønner, at der ikke kan opgøres en forsvarelig indløsningspris. Hvis en aktionær ønsker at gøre retten til indløsning i henhold til vedtægterne gældende, skal aktionæren give selskabet skriftlig meddelelse herom, inklusive antallet af aktier, som ønskes indløst, med et varsel på mindst 20 dage.

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.

Ordre om handler 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. Ordre om handler 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.

## Ledelsesberetning (fortsat)

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.

### 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. Måltallet er 33 %. Aktuelt består bestyrelsen af tre medlemmer, som alle er mænd. Målsætningen omkring repræsentation af begge køn er således ikke nået. Der er ikke foretaget nogen handlinger rettet mod at opnå måltallet, som følge af en prioritering af kontinuitet i bestyrelsen. Bestyrelsen har i 2023 besluttet at fastholde målet om, at begge køn er repræsenteret. Det er målsætningen, at begge køn er repræsenteret i bestyrelsen senest i 2025.

#### 5-årsoversigt (opstart 2023)

Øverste ledelsesorgan	2023
Samlet antal medlemmer	3
Underrepræsenteret køn i pct.	0
Måltal i pct.	33
Årstal for opfyldelse af måltal	2025
Øvrige ledelsesniveauer (direktion)	2023
Samlet antal medlemmer	1
Underrepræsenteret køn i pct.	0

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

Selskabet har ikke en politik for mangfoldighed, da Selskabet har et meget begrænset antal medlemmer i ledelsen.

### 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.

## Ledelsesberetning (fortsat)

### Redegørelse jf. Disclosureforordningen

Selskabets investeringsstrategi 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 år på 8,1 % p.a. før omkostninger. Dette er også vores forventning til afkastet for 2024. Resultatet vil dog afhænge af den specifikke udvikling i 2024 på de finansielle markeder, herunder især aktiekurser, renteutvikling og valutakurser samt udviklingen for de konkrete værdipapirer i Selskabets portefølje.

### Ledelseshverv

Ledelsen i selskabet har følgende ledelsesposter i andre erhvervsvirksomheder:

#### Michael Kjær, Bestyrelsesformand

Investeringsselskabet Artha Optimum A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha Safe A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S	Formand
Investeringsselskabet Artha DMax A/S	Formand
Artha Holding A/S	Formand
Artha Fondsmæglerselskab A/S	Formand
Artha Kapitalforvaltning A/S	Formand
CORE Leasing A/S	Formand
Realfiction AB	Formand
Realfiction Lab ApS	Formand
Realfiction ApS	Formand
PR Trading-Flekota A/S	Formand
On The Spot A/S	Formand
PWT Group A/S	Bestyrelsesmedlem
Futurum ApS	Bestyrelsesmedlem



**Ledelsesberetning (fortsat)**

Jacobsgaard Investment Advisory ApS  
Dansk Erhverv  
Dansk Erhverv Arbejdsgiver  
Invest Group A/S

Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Direktør, bestyrelsesmedlem

**Mads Pilgren, Bestyrelsesmedlem:**

Investeringsselskabet Artha Optimum A/S  
Investeringsselskabet Artha Safe A/S  
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S  
Investeringsselskabet Artha DMax A/S  
Asiros Nordic A/S  
MOSS CPH A/S  
ASIROS A/S  
Moss Holding ApS  
ANEA ApS  
PILGREN HOLDING II ApS  
PILGREN ApS  
PILGREN HOLDING ApS

Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Formand  
Direktør  
Direktør  
Direktør  
Direktør  
Direktør

**Klaus Lund, Bestyrelsesmedlem:**

Investeringsselskabet Artha Optimum A/S  
Investeringsselskabet Artha Safe A/S  
Investeringsselskabet Artha Responsible A/S  
Investeringsselskabet Artha DMax A/S  
Codoff A/S  
Ejendomsselskabet Køge Søbad A/S  
Abelonelundvej Etape 1 ApS  
Artha Bolig Udbytte P/S  
Artha Brønsholm P/S  
Artha Cargo A/S  
Artha Cod Ansvarligt Lån P/S  
Artha Dagligvarebutikker A/S  
Artha Ejendomme Vest A/S  
Artha Ejendomme Vest II A/S  
Artha Ejendomme Vest III A/S  
Artha Ejerlejligheder II P/S  
Artha Energi P/S  
Artha Følager A/S  
Artha Græsmarken ApS  
Artha Hornbæk Hotel P/S  
Artha Industrivangen II P/S  
Artha Industrivangen P/S  
Artha Jordbank P/S  
Artha Kongeengen P/S  
Artha Norcod A/S  
Artha Norcod Iii A/S  
Artha Norcod Vi A/S  
Artha Orangerierne P/S

Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Formand  
Formand  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem  
Bestyrelsesmedlem

**Ledelsesberetning (fortsat)**

Artha Padborg ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Property Invest II P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Property Invest P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Rungsted Husene A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Skovly P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Sol A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Strandgade P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Søbad P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Turf P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha VAB I P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha VAB II P/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vadstrupvej A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vallø Strand A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Ved Strandkanten A/S	Bestyrelsesmedlem
Artha Vindmøller A/S	Bestyrelsesmedlem
Bruuns Ager ApS	Bestyrelsesmedlem
Brønsholm ApS	Bestyrelsesmedlem
Brønsholm Holding ApS	Bestyrelsesmedlem
Byggeselskabet Fredericia Oase ApS	Bestyrelsesmedlem
Cargo Air A/S	Bestyrelsesmedlem
CARGO CARE INTERNATIONAL ApS	Bestyrelsesmedlem
Dansk Svensk Ejendomsinvestering ApS	Bestyrelsesmedlem
Elmehøj II ApS	Bestyrelsesmedlem
Holdingselskabet Af 4. Februar P/S	Bestyrelsesmedlem
Hornbæk Badehotel A/S	Bestyrelsesmedlem
K/S Fredens Gaard	Bestyrelsesmedlem
K/S Lahti & Kuopio	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Af 20. December ApS	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Brønsholm A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Ejerlejligheder II A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Ejerlejligheder I A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Skovly A/S	Bestyrelsesmedlem
Komplementarselskabet Artha Toldbodhuse A/S	Bestyrelsesmedlem
PARATUS EJENDOMME ApS	Bestyrelsesmedlem
PROJEKT VALLØ STRAND ApS	Bestyrelsesmedlem
Rs Trylleskoven 2 A/S	Bestyrelsesmedlem
Scanpartners International A/S	Bestyrelsesmedlem
SKR ApS	Bestyrelsesmedlem
Snærdildgaard Etape 1 ApS	Bestyrelsesmedlem
Store Kongensgade Ejerlejligheder A/S	Bestyrelsesmedlem
Strandgade 104 Holding P/S	Bestyrelsesmedlem
Vadstrupvej 35-41 A/S	Bestyrelsesmedlem
Vamdrupvej A/S	Bestyrelsesmedlem
Vonsild Område IV ApS	Bestyrelsesmedlem
Artha Vadstrupvej A/S	Direktør
Vadstrupvej 35-41 A/S	Direktør
Artha Industrivangen P/S	Direktør
Artha Industrivangen II P/S	Direktør
Hornbæk Badehotel A/S	Direktør
Vamdrupvej A/S	Direktør
Brønsholm Eng Etape 1 ApS	Direktør

**Ledelsesberetning (fortsat)**

ARTHA DAGLIGVAREBUTIKKER A/S	Direktør
Komplementarselskabet Fredens Gaard ApS	Direktør
ARTHA ApS	Direktør
ARTHA VINDMØLLER A/S	Direktør

**Kristian Myrup, 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
CTLK Invest ApS	Direktør
Artha ApS	Direktør

## Resultatopgørelse og totalindkomstopgørelse

	Note	2023 t.kr.	2022 t.kr.
Indtægter fra investeringsvirksomhed	3	403.550	214.011
Udgifter fra investeringsvirksomhed	4	(134.059)	(575.951)
<b>Resultat af investeringsvirksomhed</b>		<b>269.491</b>	<b>(361.940)</b>
Andre eksterne omkostninger	5,6	(33.925)	(29.082)
<b>Resultat af primær drift</b>		<b>235.566</b>	<b>(391.022)</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>235.566</b>	<b>(391.022)</b>
<b>Årets totalindkomst</b>		<b>235.566</b>	<b>(391.022)</b>
Der har ikke været transaktioner på årets totalindkomst			
<b>Forslag til resultatdisponering</b>			
Overført resultat		<b>235.566</b>	<b>(391.022)</b>
Gennemsnitlig antal aktier i omløb*	11	346.235	346.000
Resultat pr. aktie*		680	(1.130)

\* Korrigeret for egne aktier

**Balance**

	<b>Note</b>	<b>2023 t.kr.</b>	<b>2022 t.kr.</b>
<b>Langfristede aktiver</b>			
Udlån	7	123.297	93.526
<b>Langfristede aktiver i alt</b>		<b>123.297</b>	<b>93.526</b>
<b>Kortfristede aktiver</b>			
Udlån	7	36.654	25.265
Mellemværende vedr. handelsafvikling		168	161
Andre tilgodehavender	8	9.109	5.034
<b>Tilgodehavender i alt</b>		<b>45.932</b>	<b>30.460</b>
Obligationer		2.322.831	2.265.013
Kapitalandele		2.095.692	1.964.646
<b>Værdipapirer og kapitalandele i alt</b>	9	<b>4.418.524</b>	<b>4.229.659</b>
<b>Likvider</b>		<b>2.678</b>	<b>5.950</b>
<b>Kortfristede aktiver i alt</b>		<b>4.467.133</b>	<b>4.266.068</b>
<b>Aktiver i alt</b>		<b>4.590.430</b>	<b>4.359.594</b>
<b>Egenkapital</b>			
Selskabskapital	11	534.236	520.707
Overført resultat		2.040.684	1.771.361
<b>Egenkapital i alt</b>		<b>2.574.919</b>	<b>2.292.068</b>
<b>Kortfristede forpligtelser</b>			
Gæld til kreditinstitutter	14	2.006.930	2.061.109
Anden gæld	10	8.581	6.417
<b>Kortfristede forpligtelser i alt</b>		<b>2.015.511</b>	<b>2.067.526</b>
<b>Passiver i alt</b>		<b>4.590.430</b>	<b>4.359.594</b>

**Egenkapitalopgørelse**

	Aktie- kapital t.kr.	Overkurs ved emis- sion t.kr.	Overført re- sultat t.kr.	I alt t.kr.
Egenkapital 01.01.2023	520.707	0	1.771.361	2.292.068
Kapitalforhøjelse	13.528	50.140	0	63.669
Køb af egne aktier	0	0	(123.208)	(123.208)
Salg af egne aktier	0	0	106.824	106.824
Overførsler til/fra andre reserver	0	(50.140)	50.140	0
Årets resultat	0	0	235.566	235.566
Anden totalindkomst	0	0	0	0
<b>Årets totalindkomst</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>235.566</b>	<b>235.566</b>
<b>Egenkapital 31.12.2023</b>	<b>534.235</b>	<b>0</b>	<b>2.040.684</b>	<b>2.574.919</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>

**Pengestrømsopgørelse**

	<b>Note</b>	<b>2023</b> <b>t.kr.</b>	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>
<b>Årets resultat</b>		<b>235.566</b>	<b>(391.022)</b>
<b>Årets reguleringer</b>			
Renteindtægter lån		(9.643)	(3.565)
Renteindtægter obligationer		(36.696)	(23.888)
Aktieudbytte efter udbytteskat		(35.045)	(33.767)
Renteudgift, bankindestående		12.655	4.534
Urealiserede værdireguleringer af værdipapirer og kapitalandele	3,4	(159.196)	236.472
Ændringer og kapitalandele		(4.082)	151
Ændringer i kortfristede forpligtelser		2.163	(15.890)
Ændringer i udlån		(41.161)	(89.770)
<b>Ændringer i driftskapital</b>		<b>(202.276)</b>	<b>130.963</b>
Modtaget renter		46.340	27.453
Betalte renter		(12.655)	(4.534)
Modtaget udbytte		35.045	33.767
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>		<b>33.290</b>	<b>(260.059)</b>
Netto køb og salg af værdipapirer og kapitalandele		(29.668)	158.496
<b>Pengestrømme til investeringsaktivitet</b>		<b>(29.668)</b>	<b>158.496</b>
Ændringer i repoforretninger		(54.179)	111.926
Årets emissioner, indbetalt kapital		63.669	75.313
Køb af egne aktier		(123.208)	(237.580)
Salg af egne aktier		106.824	155.364
<b>Pengestrømme fra finansieringsaktivitet</b>		<b>(6.894)</b>	<b>105.024</b>
<b>Ændring i likvider</b>		<b>(3.272)</b>	<b>3.460</b>
Likvider pr. 01.01		5.950	2.489
<b>Likvider pr. 31.12</b>		<b>2.678</b>	<b>5.950</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. Dagsværdihierarki
14. Ejerskab af datterselskaber
15. Oplysninger om værdipapirfinansieringstransaktioner
16. Nærtstående parter
17. Eventualforpligtelser
18. Aktionærer
19. Begivenheder efter balancedagen
20. Godkendelse af årsrapport til offentliggørelse



## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten for Investeringsselskabet Artha Max A/S for 2023 er aflagt i overensstemmelse med IFRS Accounting Standards, som godkendt af EU og yderligere krav i årsregnskabsloven.

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 2023 eller senere. Det vurderes, at anvendelsen af ændringer fra 1. januar 2023 ikke har haft væsentlig indvirkning på regnskabet for 2023. 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 2023, 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 aktieudbytter, som er indregnet i udbyttet under posten "resultat af investeringsvirksomhed".

##### Balance

##### Udlån

Udlån målt til amortiseret kostpris besiddes indenfor en forretningsmodel, der har som mål at modtage de kontraktlige pengestrømme i form af renter og hovedstol. 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.

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis (fortsat)

- Stadiet 3 omfatter kreditforringede aktiver. I dette stadiet beregnes nedskrivningerne baseret på en individuel vurdering af kredittabet i aktivets levetid.

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 måles til dagsværdi, der sædvanligvis svarer til nominel værdi, 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 resultatopgørelsen 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 reserverne.

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 måles til dagsværdi. 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 * * Korrigeret for egne aktier	=	$\frac{\text{Egenkapital}}{\text{Antal aktier ekskl. Egne aktier}}$	Virksomhedens indre værdi pr. aktie

**Noter**

**2. Væsentlige regnskabsmæssige vurderinger og skøn**

Investeringselskabet 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.

**3. Indtægter fra investeringsvirksomhed**

Indtægter fra porteføljer målt til amortiseret kostpris

Realiseret kursgevinst udlån

493

123

Renteindtægter fra udlån samt likvide beholdning

9.643

3.565

Valutakursgevinst, bankindestående

29

6

**10.166**

**3.694**

Indtægter fra porteføljer målt til dagsværdi over resultatopgørelsen

Urealiseret kursgevinst aktier

209.532

88.031

Urealiseret kursgevinst obligationer

56.075

16.153

Realiseret kursgevinst aktier

30.861

39.192

Realiseret kursgevinst obligationer

25.176

9.287

Renteindtægter fra obligationer mv.

36.696

23.888

Aktieudbytte

35.045

33.767

**393.385**

**210.317**

**Total**

**403.550**

**214.011**

**Noter**

	<b>2023</b> <b>t.kr.</b>	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>
<b>4. Udgifter fra investeringsvirksomhed</b>		
Udgifter fra porteføljer målt til amortiseret kostpris		
Renteudgift, bankindestående	12.655	4.543
Valutakurstab, bankindestående	3	54
Nedskrivninger af udlån til amortiseret kostpris	17	1.755
	<b>12.674</b>	<b>6.343</b>
Udgifter fra porteføljer målt til dagsværdi over resultatopgørelsen		
Urealiseret kurstab aktier	99.918	268.972
Urealiseret kurstab obligationer	6.492	71.683
Realiseret kurstab aktier	2.721	26.394
Realiseret kurstab obligationer	12.253	202.558
Kurstab og omkostninger futures	0	0
	<b>121.385</b>	<b>569.608</b>
<b>Total</b>	<b>134.059</b>	<b>575.951</b>
<b>5. Andre eksterne omkostninger</b>		
Depositær- og depotomkostninger	6.856	6.846
Rådgivnings- og advokatomkostninger	97	78
Revisionsomkostninger	96	90
Transaktionsomkostninger og -gebyrer	289	299
Porteføljeforvaltergebyrer mv. inkl. perf. fee	26.533	21.718
Øvrige omkostninger	54	51
	<b>33.925</b>	<b>29.082</b>

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

Lovpligtig revision	96	90
	<b>96</b>	<b>90</b>

**Noter**

	<u>2023</u> t.kr.	<u>2022</u> t.kr.
<b>6. Personalemkostninger</b>		
Gager og lønninger	0	0
Pensioner (bidragsbaserede)	0	0
Andre omkostninger til social sikring	0	0
	<u>0</u>	<u>0</u>
Gennemsnitligt antal medarbejdere	<u>1</u>	<u>1</u>
Bestyrelseshonorar	54	51
Løn og gager	0	0
Bidragsbaserede pensionsordninger	0	0
	<u>54</u>	<u>51</u>

Selskabet har i 2023 været forvaltet af Artha Kapitalforvaltning A/S, CVR nr. 36042362. Andel af honorar til bestyrelsen for Artha Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2023 samlet 112 t.kr. (2022: 141 t.kr.). Andel af lønudgifter til direktionen i Artha Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2023 samlet 1.661 t.kr., hvoraf 0 t.kr. udgjorde variabel løn (2022: fast løn 1.873 t.kr., variabel løn 0 t.kr.).

Selskabets andel af lønudgifter til øvrige medarbejdere i Artha Kapitalforvaltning A/S udgjorde i 2023 7.104 t.kr. (2022: 8.293 t.kr.).

Selskabets 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 Investerings fonde og af de diskretionære mandater i 2022 og 2023

**7. Udlån**

<b>Udlån brutto</b>	<b>161.234</b>	<b>120.549</b>
Nedskrivningssaldo primo	(1.759)	(127)
Årets nedskrivninger	(17)	(1.755)
Tilbageførte nedskrivninger	493	123
<b>Nedskrivningssaldo ultimo</b>	<u><b>(1.283)</b></u>	<u><b>(1.759)</b></u>
<b>Udlån netto</b>	<u><b>159.951</b></u>	<u><b>118.790</b></u>



**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. (2022: 0 t.kr.). Udlån indregnet i balancen udgør 159.951 t.kr. (2022: 118.790 t.kr), hvoraf 36.654 t.kr. (2022: 25.265 t.kr) er kortfristet. Der er alene udlån til byggeprojekter. hvoraf 126.742 t.kr. (2022: 94.384 t.kr.) ligger med LTV i intervallet 0-60 % og 33.209 t.kr. (2022: 24.406 t.kr.) med LTV i intervallet 60-80.

	<b>2023</b> <b>t.kr.</b>	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>
<b>8. Andre tilgodehavender</b>		
Tilgodehavende obligationsrenter	9.109	5.034
	<b>9.109</b>	<b>5.034</b>
<b>9. Værdipapirer og kapitalandele</b>		
Aktier	1.242.392	198.140
Realkreditobligationer	1.673.144	2.066.873
Kreditobligationer	649.688	682.963
Private Equity	466.311	778.039
Private Debt via kapitalandele	55.288	146.699
Ejendomme via kapitalandele	253.017	356.945
Øvrige investeringer	78.685	0
	<b>4.418.524</b>	<b>4.229.659</b>
<b>10. Anden gæld</b>		
Skyldige porteføljevaltergebyrer	6.830	4.887
Skyldige depositar- og depotomkostninger	1.663	1.414
Skyldige transaktionsomkostninger og -gebyrer m.v.	87	121
	<b>8.581</b>	<b>6.417</b>

## Noter

	<b>2023</b> <b>t.kr.</b>	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>
<b>11. Aktiekapital</b>		
Aktiekapital primo	520.707	506.064
Kontant kapitaludvidelse	13.529	14.643
Aktiekapital ultimo	<b>534.236</b>	<b>520.707</b>

Aktiekapitalen består af 356.157 aktier a 1.500 kr.

Antal aktier har udviklet sig således:

Antal aktier primo	347.138	337.376
Ny tegnede aktier	9.019	9.762
Antal aktier ultimo	<b>356.157</b>	<b>347.138</b>

### Beholdning af egne aktier

Antal aktier primo	13.608	0
Periodens køb	17.575	35.299
Periodens salg	15.018	21.691
Antal stk. ultimo	<b>16.165</b>	<b>13.608</b>
I procent af samlet antal stk.	4,54%	3,92%

Selskabet vurderer løbende muligheden for at optage nye aktionærer ved udvidelse af aktiekapitalen. Såfremt aktionærer omvendt ønsker at realisere deres investering, vil Selskabet som udgangspunkt altid tilbyde at købe egne aktier tilbage. 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.

Der er dog en øvre grænse for, hvor mange egne aktier Selskabet kan købe tilbage, idet egenkapitalen skal overstige aktiekapitalen. Da nye aktier udstedes til overkurs, og da Selskabet samtidig har oparbejdet et betydeligt overskud igennem årene, vil der dog i praksis kunne tilbagekøbes en meget stor andel af de udestående aktier.

**Noter**

**11. Aktiekapital (fortsat)**

Ifølge selskabets vedtægter har enhver aktionær ret til at kræve sine aktier indløst af selskabet, ved at selskabet tilbagekøber aktier. Vil dette medføre at egenkapitalen ikke længere overstiger aktiekapitalen, kan Selskabet i yderste konsekvens besluttes likvideret af aktionærene, hvis der ikke er tilstrækkelige midler i selskabet til opfyldelse af kapitalkravene i selskabsloven. De nærmere procedurer omkring indløsning er beskrevet i Selskabets vedtægter.

Ønsker en aktionær at gøre retten til indløsning gældende skal dette meddeles skriftligt med et varsel på mindst 20 dage. Indløsninger iværksættes på den sidste bankdag i hver måned og sker til indre værdi med et fradrag fastsat af bestyrelsen på maksimalt 3 %. Indløsningen kan udsættes af bestyrelsen indtil de til indløsningen krævede nødvendige midler er realiseret.

I beregningen af resultat pr. aktie er antallet af udstedte aktier 356.157 stk. (2022: 347.138 stk.) justeret til gennemsnitligt antal udstedte aktier 353.678 stk. samt korrigeret med gennemsnitligt antal egne aktier på 7.443 stk. (2022: 5.638 stk.)

	<b>2023</b> <b>t.kr.</b>	<b>2022</b> <b>t.kr.</b>
<b>12. Finansielle risici og finansielle instrumenter</b>		
<b>12.1 Kategorier af finansielle instrumenter:</b>		
Værdipapirer og kapitalandele	4.418.524	4.229.659
<b>Finansielle aktiver, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>	<b>4.418.524</b>	<b>4.229.659</b>
Udlån	159.951	118.790
Likvider	2.678	5.950
Mellemværende vedr. handelsafvikling	168	161
Andre tilgodehavender	9.109	5.195
<b>Finansielle aktiver, der måles til amortiseret kostpris</b>	<b>171.906</b>	<b>129.935</b>
Gæld til kreditinstitutter	1.647.317	1.750.849
<b>Finansielle forpligtelser, der måles til dagsværdi via resultatopgørelsen</b>	<b>1.647.317</b>	<b>1.750.849</b>
Gæld til kreditinstitutter	359.613	310.260
Anden gæld, afledte finansielle instrumenter	8.581	6.417
<b>Finansielle forpligtelser, der måles til amortiseret kostpris</b>	<b>368.193</b>	<b>316.677</b>

Alle finansielle forpligtelser forfalder til betaling inden for 12 måneder.

**Noter**

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

**12.2 Kategorier af finansielle instrumenter**

**12.2.1 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 egenkapital.

Risikorammer	Gennemsnit 2023	Interval 2023	Inv. strategi	Maks. ramme
Gearing, Nettogæld/EK	77,1%	71,2% - 85,9%	168%	300%
Aktieandel i pct. af EK	45,5%	42,7% - 48,1%	52%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	67,1%	64,2% - 75,0%	150%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	26,5%	25,4% - 27,3%	27%	75%
Særlig/unot i pct. af EK	37,9%	35,8% - 40,4%	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 ESMA's retningslinjer for at udregne risiko til brug i nedenstående risikoindikator, 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 %).



**12.2.2 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.

## Noter

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

Låntagerne vil typisk begynde 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 2023 var selskabets renterisiko opgjort til 3,9 i varighed. En renteændring på 1%-point vurderes således at betyde, at NAV (= Net Asset Value, Egenkapitalen) påvirkes med 3,9 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 88,8 mio. kr. Af selskabets beholdning på 2.429 mio. kr. i værdipapirer og udlån med renterisiko er de 2.044 mio. kr. fastforrentet og 385 mio. kr. variabelt forrentet. Stort set alle realkreditobligationer er fast forrentet, mens de variabelt forrentede obligationer er virksomhedsobligationer.

### 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.

## Noter

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

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 2023 var selskabets valutarisiko opgjort til 0,09 af NAV. 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 0,09%. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 2,0 mio. kr. De 0,09% kan fordeles med 0,04% i USD, 0,03% i GBP, 0,01% i NOK og 0,01% i SEK.

#### 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. Obligationer med en rating på BBB eller bedre betegnes Investment Grade. Obligationer med en rating på BB eller dårligere er High Yield.

	Andel	Inv.grade	High Yield	Ej rated
Dansk finans	57,3%	2,0%	0,0%	55,4%
Ej-finans DKK og EUR	32,4%	1,2%	7,5%	23,7%
Ej-finans NOK og SEK	6,1%	0,0%	0,0%	6,1%
Ej-finans USD	4,2%	0,0%	0,0%	4,2%
Total	100,0%	3,2%	7,5%	89,3%

Selskabet investerer dog primært 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. Hovedparten af Selskabets beholdning af obligationer er udstedt af finansielle virksomheder baseret i Danmark og udstedt i DKK eller EUR.

## Noter

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

Det er primært lokale danske pengeinstitutter, men også i mindre omfang danske realkreditinstitutter og forsikringselskaber. Ej-finans er obligationer fra ikke-finansielle virksomheder såsom industri, landbrug og service.

Ultimo 2023 var selskabets kreditspændrisiko opgjort til 0,95. Kreditspændrisiko opgøres ud fra obligationens restløbetid. Jo længere restløbetid desto større effekt vil en ændring af kreditspændet have på obligations værdi. En ændring på 1%-point samtidig i alle rentespænd for kreditobligationer og udlån, vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,95 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 21,7 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 6 % indenfor en måned. De resterende 10 % kan sælges med en horisont på over en måned. Selskabets gæld til kreditinstitutter er repoforretninger med kort løbetid, jf. note 14.

#### 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.



## Noter

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

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 2023 var selskabets aktierisiko opgjort til 0,66. En kursændring på 1% på alle aktier vurderes således at betyde, at NAV påvirkes med 0,66 %. Dette svarer til en ændring i årets resultat og egenkapital på ca. 15,2 mio. kr.

#### Afviklingsrisiko

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

#### Unik risiko

Unik risiko gør sig primært gældende i forbindelse med særlige og noterede 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**

**13. Finansielle risici og finansielle instrumenter - Dagsværdioplysninger**

**13.1 Dagsværdihierarki**

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

Nedenstående viser klassifikationen af finansielle instrumenter, der måles til dagsværdi, opdelt i henhold til dagsværdihierakiet og hvor værdiansættelsen sker i henhold til ovenstående principper.

- 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 markedsdata (niveau 2)
- Værdiansættelsesmetoder, hvor eventuelle væsentlige input ikke er baseret på observerbare markedsdata (niveau 3).

	<b>Noterede priser (niveau 1)</b>	<b>Observer- bare input (niveau 2)</b>	<b>Ikke-observer- bare input (niveau 3)</b>
<b>2023</b>			
Aktier	1.242.392	0	0
Realkreditobligationer	1.790	1.671.353	0
Kreditobligationer	259.805	389.295	588
Private Equity	402.751	11.381	52.179
Private Debt via kapitalandele	0	0	55.2878
Ejendomme via kapitalandele	30.475	0	222.542
Øvrige investeringer	76.819	0	1.865
<b>Finansielle aktiver, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>2.014.032</b>	<b>2.072.029</b>	<b>332.462</b>
Gæld til kreditinstitutter	0	(1.647.317)	0
<b>Finansielle forpligtelser, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>0</b>	<b>(1.647.317)</b>	<b>0</b>

**Noter**

**13. Dagsværdioplysninger (fortsat)**

2022	Noterede priser (niveau 1)	Observer- bare input (niveau 2)	Ikke-obs- verbare input (niveau 3)
Aktier			
Realkreditobligationer	1.071.264	0	0
Kreditobligationer	2.294	1.757.631	0
Private Equity	285.033	323.853	441
Private Debt via kapitalandele	330.238	13.570	46.707
Ejendomme via kapitalandele	0	0	57.489
Øvrige investeringer	31.969	0	237.217
	69.993	0	1.962
<b>Finansielle aktiver, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>1.790.790</b>	<b>2.095.054</b>	<b>343.815</b>
Gæld til kreditinstitutter	0	(1.750.849)	0
<b>Finansielle forpligtelser, hvor dagsværdien måles 31. december</b>	<b>0</b>	<b>(1.750.849)</b>	<b>0</b>

Der er ikke sket væsentlige overførsler mellem niveau 1, 2 og 3 i regnskabsåret 2023 og 2022.

**Forskel mellem regnskabsmæssig værdi og dagsværdi for aktiver og forpligtelser målt til amortiseret kostpris**

	2023		2022	
	Regnskabsmæssig værdi	Dagsværdi	Regnskabsmæssig værdi	Dagsværdi
<b>Finansielle aktiver</b>				
Udlån	159.951	161.234	118.790	118.790
Mellemværende vedr. handelsafvikling	168	168	161	161
Andre tilgodehavender	9.109	9.109	5.034	5.034
Likvider	2.678	2.678	5.950	5.294
<b>I alt</b>	<b>171.906</b>	<b>173.189</b>	<b>129.935</b>	<b>131.694</b>
<b>Finansielle forpligtelser</b>				
Anden gæld	8.581	8.581	6.417	6.417
<b>I alt</b>	<b>8.581</b>	<b>8.581</b>	<b>6.417</b>	<b>6.417</b>

**Finansielle aktiver og forpligtelser der måles til dagsværdi over resultatopgørelsen**

Selskabet besidder ingen investeringer med henblik på salg. Samtlige investeringer i 2023 er anskaffet med en lang investeringshorisont, som er i overensstemmelse med investeringsstrategien.

## Noter

### 13. Dagsværdioplysninger (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):

#### Ejendomme via kapitalandele

##### Udlejningsejendomme

Værdiansættelsen foretages efter en afkastbaseret model og måles til dagsværdi. Modellen tager udgangspunkt i selskabets indtægter og udgifter, set bort fra låneomkostninger, uforudsete udgifter mv. Ved beregning af denne benchmarkes købsafkast/forrentningskravet til afkastrapport fra eksterne kilder. Seneste budget og/eller seneste realiseret tal i perioden danner grundlag for inputs i form af indtægter og udgifter til brug for beregningen.

For erhvervsejendomme benyttes et forrentningskrav mellem 5,80% - 8,50%

For privatudlejning benyttes et forrentningskrav mellem 3,60% - 4,95%

	<u>Ejerandel</u>
Artha Dagligvarebutikker A/S	19,47%
Artha Skovly P/S	13,16%
Artha Ejendomme Vest A/S	11,64%
Artha Rungsted Husene A/S	19,99%
Artha Vallø Strand A/S	10,83%
Artha Vadstrupvej A/S	10,81%
Artha Ejendomme Vest II A/S	19,71%
Artha Ejendomme Vest III A/S	17,32%
Artha Bolig Udbytte A/S	18,12%
Artha Property Invest P/S	38,82%

## Noter

### 13. Finansielle aktiver i niveau 3 (fortsat)

#### Udviklingsejendomme

Udviklingsejendommens primære drift består i opførsel af ejendomme med henblik på videresalg. Værdien af selskabets aktiver er målt til kostpris eller nettorealiseringspris. Kostprisen afspejler projektets værdi indtil færdiggørelse.

Efter færdiggørelse af projektet vil aktiverne blive værdiansat ud fra eksterne tilbud fra potentielle købere, og aktiverne vil blive op- eller nedskrevet. Bliver projektet solgt løbende i etaper bliver projektet reguleret til dagsværdi i forhold til færdiggørelses-, indtjeningsgrad og finansieringsgrad.

Såfremt ejendommene skifter karakter til udlejningsejendomme, vil principperne under denne anvendes.

	<u>Ejerandel</u>
Artha Brønsholm P/S	13,64%
Artha Ejerlejligheder I P/S	2,08%
Artha Ejerlejligheder II P/S	6,25%
Artha Følager A/S	9,91%
RS Trylleskoven 2 A/S	5,74%
Artha Orangerierne P/S	10,42%
Artha Søbad P/S	13,81%

#### Private Debt via kapitalandele – Udlånsvirksomhed

##### Udlån via aktier/kapitalandele

Udlånsvirksomheders primære drift består af udlån af kapital. Deres aktiver vil derfor primært bestå af en fordring. Værdien af selskabets aktiver bliver målt til dagsværdi, inkl. vedhængende renter. Såfremt der er indikationer på nedskrivning i form af tab, reduceres værdien hermed.

	<u>Ejerandel</u>
Artha VAB I P/S	12,00%
Artha VAB II P/S	13,00%
Artha Industrivangen II P/S	10,19%
Artha Turf P/S	5,97%

## Noter

### 13. Finansielle aktiver i niveau 3 (fortsat)

#### Private Equity via kapitalandele

##### Øvr. investeringer - Erhvervsvirksomheder

Erhvervsvirksomheder har typisk ejerandele i underliggende selskaber, og er per definition også selskabets væsentligste aktiv. Aktivet bliver værdiansat ud fra den af nedenstående metoder som er mest retvisende:

- Senest handlet kurs (mellem uafhængige parter)
- Indre værdi
- Multipel metode

Multipel metode bygger på normaliseret EBITDA eller EBIT-niveau og tilsvarende multipel (EV/EBITDA eller EV/EBIT). Den udregnede multipel for den enkelte virksomhed reflekterer størrelse, modenhed, markedsposition, branche og risiko.

	<u>Ejerandel</u>
Artha Vindmøller A/S (Øvr. inv.)	2,73%
Artha Sol A/S (Private Equity)	8,13%
Artha Energi P/S (Private Equity)	8,45%
Artha Cargo A/S (Private Equity)	3,03%
PWT Group A/S (Private Equity)	6,44%

### 2023

Finansielle instrumenter i niveau 3 (t.kr)	Kredit obligationer	Private Equity	Private Debt via kapitalandele	Ejendomme via kapitalandele	Øvrige investeringer	Total
Dagsværdi pr. 01.01	441	46.707	57.489	237.217	1.962	<b>343.815</b>
Tilgange	-	7.522	13.500	-	-	<b>21.023</b>
Afgange	-	-	(18.691)	3.969	-	<b>(14.722)</b>
Kursgevinster- og tab	147	(2.051)	2.990	(18.643)	(97)	<b>(17.654)</b>
<b>Dagsværdi pr. 31.12</b>	<b>588</b>	<b>52.178</b>	<b>55.288</b>	<b>222.542</b>	<b>1.865</b>	<b>332.462</b>

#### Følsomhedsanalyse

Dagsværdien af selskabets aktiver er påvirket af udviklingen i budgetterede pengestrømme og afkastkrav. Et fald eller stigning i de ovenfor anførte væsentlige ikke-observerbare input vil have direkte effekt på værdiansættelsen af selskabets investering.

**Noter**

**13. Finansielle aktiver i niveau 3 (fortsat)**

En ændring i anvendte ikke-observerbare input vil have nedenstående påvirkninger på dagsværdien af selskabets investering:

En ændring i anvendte ikke-observerbare input vil have nedenstående påvirkninger på dagsværdien af selskabets investering:

**2023**

Finansielle instrumenter i niveau 3	Kredit obligationer	Private Equity	Private Debt via kapitalandele	Ejendomme via kapitalandele	Øvrige investeringer	Total
En ændring af afkastkrav på -1% vil påvirke dagsværdien med:	47	4.096	510	12.967	167	<b>17.786</b>
En ændring af afkastkrav på +1% vil påvirke dagsværdien med:	(47)	(4.096)	(510)	(12.967)	(167)	<b>(17.786)</b>
En ændring af pengestrømme på -5% vil påvirke dagsværdien med:	(73)	(2.609)	(2.764)	(11.127)	(93)	<b>(16.667)</b>
En ændring af pengestrømme på +5% vil påvirke dagsværdien med:	73	2.609	2.764	11.127	93	<b>16.667</b>

**14. Ejerskab af datterselskaber**

Virksomhedsnavn	Virksomhedssted	% af ejerandel		Forholdets art	Målemetode	Noteret dagsværdi		Regnskabsmæssig værdi	
		2023	2022			2023	2022	2023	2022
		%				t.kr	t.kr	t.kr	t.kr
Artha Property Invest P/S	Danmark	38,8	38,8	Passivt ejerskab	dagsværdi	85.826	90.791	85.826	90.791
<b>Kapitalandele i alt</b>								<b>85.826</b>	<b>90.791</b>

## Noter

### 14. Ejerskab af datterselskaber (fortsat)

Artha Property Invest P/S er et mellemholdingselskab med en indirekte ejerandel i NESAs hovedkontorejendom som eneste aktiv. P/S'et ejer 38% af Holdingselskabet af 4. februar P/S, der ejer 69% af Octopus Holding P/S, som ejer hovedkontorejendommen.

Artha Max A/S' ultimative ejerandel af Octopus Holding P/S udgør dermed 9,9%.

### 15. 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 selskabet depositar, Artha Fondsmæglerselskab A/S. Alle transaktioner er i danske realkreditobligationer med AAA-rating. Gevinst og tab på transaktionerne tilfalder Selskabet, og risikoen ved beholdningerne er en integreret del af Selskabets investeringsstrategi. Selskabet kan på ethvert tidspunkt disponere over værdipapirerne og realisere beholdningerne. 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**

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

Pr. 31. december 2023 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
1.671.353		1.647.317		65%	38%

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	-	77%	42%

Pr. 31. december 2023 var arten af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

Likvide midler	Modtaget sikkerhed i alt
1.647.317	1.647.317

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 2023 var valutaen af den modtagne sikkerhed i 1.000 kr.:

DKK	Modtaget sikkerhed i alt
1.647.317	1.647.317

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

**Noter**

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

Pr. 31. december 2023 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
					1.671.353	

Pr. 31. december 2022 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
					1.757.631	

Pr. 31. december 2023 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
		1.647.317				

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 2023 var de udlånte papirer fordelt på følgende modparter i 1.000 kr.:

<b>Nominelle obligationer</b>	
Danske Bank	326.158
Spar Nord	693.624
Jyske Bank	651.571

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

<b>Nominelle obligationer</b>	
Danske Bank	355.485
Spar Nord	547.371
Jyske Bank	861.762

## Noter

### 16. 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	2023 t.kr.	2022 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>				
Mads Pilgren – salg			(5.005)	0
Artha Kapitalforvaltning A/S - kapitalforvaltningsfee			(26.533)	(21.718)

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

### 17. Eventualforpligtelser

Selskabet har ingen eventualforpligtelser pr. 31.12.2023.

### 18. Aktionærer

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

Navn	Ejer- og stemmeandel
Inv.selskabet Artha DMax, Strandvejen 58, 2900 Hellerup	9,96 %
Mads Pilgren (og nærtstående), Dronningholmsvej 14, 2840 Holte	6,17 %

## Noter

### 19. Begivenheder efter balancedagen

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

### 20. Godkendelse af årsrapport til offentliggørelse

Ledelsen har på bestyrelsesmødet den 27.03.2024 godkendt denne årsrapport til offentliggørelse 27.03.2024. Årsrapporten forelægges selskabets kapitalejere til godkendelse på den ordinære generalforsamling den 26.04.2024.

# PENNEO

Underskrifterne i dette dokument er juridisk bindende. Dokumentet er underskrevet via Penneo™ sikker digital underskrift. Underskrivernes identiteter er blevet registreret, og informationerne er listet herunder.

“Med min underskrift bekræfter jeg indholdet og alle datoer i dette dokument.”

## Mads Pilgren

Bestyrelsesmedlem

Serienummer: 1e415dd9-3ff6-4bf3-bf87-1b764dacc66f

IP: 213.97.xxx.xxx

2024-03-27 08:29:17 UTC



## Michael Kjær

Bestyrelsesformand

Serienummer: 44ce6834-1802-4a56-926c-f3c79d8d6384

IP: 217.74.xxx.xxx

2024-03-27 08:33:05 UTC



## Klaus Thorsten Wollesen Lund

Bestyrelsesmedlem

Serienummer: 50546324-8c45-47f5-b681-0bc6acd34fb1

IP: 80.62.xxx.xxx

2024-03-27 08:34:10 UTC



## Kristian Væver Myrup

Direktør

Serienummer: 1bb12675-e150-486a-8e33-f3010a3aace9

IP: 188.180.xxx.xxx

2024-03-27 08:45:08 UTC



## Rasmus Berntsen

EY Godkendt Revisionspartnerselskab CVR: 30700228

Statsaut. revisor

På vegne af: EY Godkendt Revisionspartnerselskab

Serienummer: b8d76b10-1fe7-4dff-a99a-6aeb80315ca8

IP: 165.225.xxx.xxx

2024-03-27 08:55:19 UTC



Dette dokument er underskrevet digitalt via **Penneo.com**. Signeringsbeviserne i dokumentet er sikret og valideret ved anvendelse af den matematiske hashværdi af det originale dokument. Dokumentet er låst for ændringer og tidsstempelt med et certifikat fra en betroet tredjepart. Alle kryptografiske signeringsbeviser er indlejret i denne PDF, i tilfælde af de skal anvendes til validering i fremtiden.

### Sådan kan du sikre, at dokumentet er originalt

Dette dokument er beskyttet med et Adobe CDS certifikat. Når du åbner dokumentet

i Adobe Reader, kan du se, at dokumentet er certificeret af **Penneo e-signature service <penneo@penneo.com>**. Dette er din garanti for, at indholdet af dokumentet er uændret.

Du har mulighed for at efterprøve de kryptografiske signeringsbeviser indlejret i dokumentet ved at anvende Penneos validator på følgende websted: **https://penneo.com/validator**