Investeringsforeningen

stonehenge

ÅRSRAPPORT 2016

Investeringsforeningen

stonehenge

ÅRSRAPPORT 2016

Indhold

Foreningsoplysninger 2

Ledelsesberetning 3
- Årets udvikling 3
- Bestyrelse og direktion 10

Påtegninger 11
- Ledelsespåtegning 11
- Den uafhængige revisors revisionspåtegning 12

Anvendt regnskabspraksis 15

Globale Valueaktier 19
- Kommentarer og forventninger 19
- Resultatopgørelse 20
- Balance 21
- Noter 22

Obligationer 25
- Kommentarer og forventninger 25
- Resultatopgørelse 26
- Balance 27
- Noter 28

Value Mix Akkumulerende 31
- Kommentarer og forventninger 31
- Resultatopgørelse 32
- Balance 33
- Noter 34

Supplerende oplysninger 37
- Finanskalender 37

Investeringsforeningen Stonehenge
CVR-nr. 32 29 04 42

Adresse
Sundkrogsgade 7
Postboks 2672
2100 København Ø
Tlf. 77 30 90 00
Fax 77 30 91 00

Bestyrelse
Lone Sejersen, formand
Jesper Brøchner Thing, næstformand
Claus Thinggaard

Direktion
BI Management A/S
Christina Larsen
Henrik Granlund

Foreningens ordinære general-forsamling afholdes den 26. april 2017 kl. 16:00 hos BankInvest i København

Investeringsrådgiver
Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S
Hasseris Bymidte 3
DK-9000 Aalborg
Tlf. 72 20 72 70
info@stonehenge.dk
www.stonehenge.dk

Revision
PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Depotbank
Ringkjøbing Landbobank

Årsregnskab

Ledelsesberetning

Investeringsforeningen Stonehenge består af tre afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning.

Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater for året samt de specifikke forhold, som gælder for den enkelte afdeling. Alle de fælles opgaver inden for administration og investering håndteres af foreningens investeringsforvaltningsselskab. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift.

Afdelingerne påvirkes af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger. Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i et fælles afsnit for alle afdelinger i årsrapporten. Det anbefales, at disse afsnit læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold samt risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Årets udvikling

Foreningens samlede formue udgjorde 1.160,7 mio. kr. ved årets start og steg i løbet af året til 1.218 mio. kr. – svarende til en stigning på 5 %. Formuestigningen dækker over nettoemissioner på knap 78 mio. kr., og dermed oplevede foreningen fortsat vækst trods vanskelige markedsbetingelser. Kursstigninger bidrog med en stigning på 15 mio. kr., og foreningen udbetalte 34,2 mio. kr. i udbytte i forbindelse med generalforsamlingen i april 2016.

Udbytte for 2016

I henhold til reglerne om udbytte for investeringsforeninger foreslår bestyrelsen følgende udbytter fra afdeling Obligationer og afdeling Globale ValueAktier.

	Personbeskatning			Pensions-beskatning 15% afgift	Selskabs-indkomst
	Kapital-Indkomst	Aktie-indkomst	I alt		
Globale Aktier	-	2,30	2,30	2,30	2,30
Globale Obligationer	0,00	-	0,00	0,00	0,00

Markedsudvikling

De finansielle markeder var meget urolige i 1. halvår, men klarede sig noget bedre i 2. halvår. Aktiekurserne faldt markant i januar og februar drevet af bekymringer for væksten i Kina, frygt for en nedsmeltning af råvarepriserne samt usikkerhed omkring renteudsigterne i USA. Samtidig opstod der tvivl om bankernes indtjeningsevne – bl.a. på grund af de negative renter i Europa og Japan. Globale aktier faldt på denne baggrund over 15% fra årets start og frem til bunden den 11. februar (målt på MSCI World-indekset). Herefter foretog aktiemarkedet dog et pænt comeback, anført af selskaberne inden for energi- og materialesektorerne, idet råvarer generelt viste tegn på at have nået bunden efter flere år med prisfald. Prisen på råolie ramte eksempelvis en bund på 27,9 dollar/tønde i januar, men steg herefter mere end 100% og endte året i en pris på 56,8 dollar/tønde.

Aktiemarkedet var mere stabilt i 2. halvår, men blev i høj grad præget af den politiske udvikling. Storbritanniens overraskende nej til fortsat EU-medlemskab (Brexit), præsidentvalget i USA og afstemningen om forfatningsreformen i Italien var tre begivenheder, som blev fulgt nøje af finansmarkederne, og som hver for sig medførte store markedsbevægelser.

Brexit var en stor overraskelse, som kortvarigt medførte meget stor uro på finansmarkederne. Aktiemarkedet rystede relativt hurtigt overraskelsen af sig, mens usikkerheden om de kommende skilsmisseforhandlinger mellem EU og Storbritannien forblev et markedstema resten af året. Pundet, som blev svækket voldsomt umiddelbart efter valgresultatet, forblev derfor under pres og endte året med et samlet fald på knap 14% over for danske kroner.

Valget af Trump som ny amerikansk præsident var også en overraskelse, og mange var på forhånd meget bekymrede for dette resultat pga. hans usædvanlige stil og kontroversielle politik. Stik mod de flestes forventning reagerede aktiemarkedet dog meget positivt på valgresultatet, mens obligationsmarkedet reagerede med en af de største rentestigninger i mange år. Det skyldtes Trumps planer om en meget ekspansiv finanspolitik, samtidig med at han umiddelbart efter valget nedtonede sine mest kontroversielle udtalelser og fremstod mere som en statsmand. Det fik markedet til at revurdere synet på hans kommende præsidentperiode, og mange så i stedet gode chancer for, at han på baggrund af Republikanernes flertal i Kongressen både kunne og ville gennemføre en langt mere handlekraftig og vækstorienteret

politik, end Obama havde haft mulighed for. Den pludselige optimisme udløste en usædvanlig kraftig sektorrotation på globalt plan, hvor de konjunkturfølsomme selskaber inden for materialer, energi, industri og finans steg kraftigt resten af året, mens de mere defensive selskaber inden for stabilt forbrug og sundhed faldt.

Folkeafstemningen om den italienske forfatningsreform endte også med et nej, hvilket fik den italienske premierminister Renzi til at gå af. Det skabte kortvarigt ny usikkerhed om de italienske banker og Italiens fremtid i eurozonen. Italien fik dog hurtigt udpeget en ny premierminister og vedtog efterfølgende en bankpakke på 20 mia. euro, som primært var rettet mod problembanken Monte Paschi. Det beroligede aktiemarkedet og udløste den største månedlige stigning i europæiske aktier i over et år i december.

Trods stor uro undervejs endte globale aktier således året med pæne stigninger. Målt på MSCI World steg globale aktier 10,3% – især trukket op af amerikanske aktier og EM-aktier, mens europæiske aktier og japanske aktier haltede noget bagefter, men dog også gav et positivt afkast.

Obligationer nød godt af uroen i 1. halvår, idet renterne faldt markant på tværs af de fleste lande, obligationstyper og løbetider. Rentefaldene blev bl.a. næret af Japans overraskende beslutning om at indføre negative renter i starten af året. Den Europæiske Centralbanks (ECB) beslutning i marts om at øge de månedlige opkøb af obligationer fra 60 til 80 mia. euro trak også ned i renterne. I lande som Tyskland, Japan og Schweiz nåede selv renterne på 10-årige statsobligationer helt ned i negativt terræn i løbet af 1. halvår, og det samme skete i Danmark i august. I starten af året var det endvidere generelt forventet, at den amerikanske centralbank (FED) ville hæve renten 3-4 gange i løbet af året, men renten endte med kun at blive hævet en enkelt gang i december 2016. USA oplevede derfor også et markant rentefald, idet den 10-årige rente faldt fra 2,27% ved årets start til et lavpunkt på 1,36% i starten af juli. Herefter startede en gradvis rentestigning, som accelererede efter Trumps valgsejr. Den 10-årige amerikanske rente sluttede således året i 2,44%. Renten på lange europæiske og japanske obligationer steg også gennem 2. halvår, men endte dog året i et lidt lavere niveau end ved årets indgang. JP Morgans globale obligationsindeks steg på denne baggrund 4,2%, målt i danske kroner.

Året var generelt præget af store ændringer i valutakurserne, hvilket påvirkede mange landeafkast. Det britiske pund blev som nævnt hårdt ramt af resultatet af EU-afstemningen og blev årets helt store taber med et fald på 14%, men svenske kroner faldt også 4,6%. Norske kroner og amerikanske dollar blev styrket henholdsvis 5,3% og 2,9%, mens japanske yen steg 5,7%. EM-landene oplevede meget store valutaændringer med et kraftigt comeback til de råvarefølsomme lande, idet den brasilianske real og den russiske rubel begge steg omkring 25% over for danske kroner. Den kinesiske yuan faldt til gengæld knap 4%.

Foreningens forsigtige investeringsstrategi betyder, at vi altid har en stor overvægt af de defensive selskaber, en undervægt af de konjunkturfølsomme selskaber og aldrig nogen finansaktier. Det betød, at foreningens aktieinvesteringer klarede sig bedre end markedet under uroen i starten af året, men til gengæld ikke kunne følge med markedet, da de konjunkturfølsomme aktier steg kraftigt i ugerne efter Trumps valgsejr. Stonehenge Globale Valueaktier endte således året med et afkast på 1,4%, mens Morningstars kategori for globale aktier steg 6,2%. Stonehenge Value Mix endte med et afkast på 0,3%, mens Morningstars kategori for blandede afdelinger steg 2,7%. Vi må således blankt erkende, at 2016 blev foreningens dårligste år målt på både de absolutte og relative afkast.

De konjunkturfølsomme aktier er ofte dem, der stiger mest, når stemningen er positiv, men omvendt er det også normalt dem, der falder mest, når stemningen er negativ. De stabile aktier bevæger sig mindre i begge retninger. Vi foretrækker at investere i stabile selskaber, da vi kan beregne deres reelle værdi mere præcist, og fordi vi sjældent bliver skuffede over et pludseligt fald i selskabernes indtjening. Det har så den bivirkning, at vores investeringer i perioder halter efter det generelle aktiemarked. Set over længere tidsperioder har de stabile aktier dog historisk slået de konjunkturfølsomme aktier. På lang sigt tjener man efter foreningens opfattelse flest penge ved at minimere de store nedture, som altid kommer hurtigt og uventet. Dette er baggrunden for foreningens forsigtige investeringsstrategi, som vi naturligvis fastholder, selvom strategien isoleret set var i strid modvind i 2016.

Foreningens obligationsafdeling kunne heller ikke følge med markedet, og dette skyldes også vores forsigtige strategi. Stonehenge Obligationer steg således 0,2%, mens Morningstars kategori for globale obligationer med europæisk fokus steg 2,3%. Afdelingen havde gennem hele året en meget lav varighed (rentefølsomhed), da vi så – og stadig ser – en stor risiko for stigninger i de lange markedsrenter. Vi prioriterede derfor beskyttelse højere end afkast.

Markedsudviklingen var mere urolig, end vi havde forventet, og det kraftige rentefald i 1. halvår var i høj grad en overraskelse for os. Udviklingen i 2. halvår fulgte derimod i store træk vores forventning med stigende aktier og stigende renter, men vi havde ikke forventet den usædvanligt kraftige sektorrotation, som ramte foreningens aktieinvesteringer negativt.

Den økonomiske udvikling

Den økonomiske udvikling var væsentlig mere positiv, end markedsudviklingen indikerer.

Den europæiske økonomi viste således gode takter med stigende forbrug, stigende industritillid, øget lånelyst og en klart faldende arbejdsløshed. Den bredt funderede fremgang indikerede, at det europæiske opsving er gået ind i en mere bæredygtig og selvforstærkende fase. Den amerikanske økonomi voksede også ufortrødent, selvom væksten stadig var lidt lavere end under tidligere opsving. Mange EM-lande var under pres fra de lave råvarepriser, men der var mange tegn på en stabilisering af konjunkturen og udsigt til højere vækst fremadrettet. Alt tydede endvidere på en stabil udvikling i Kina med en fortsat gradvis reduktion i vækstraten. Den japanske økonom viste små svaghedstegn, men dog ikke en markant afvigelse fra forventningerne. Samlet voksede den globale økonomi omkring 3,1% i 2016 ifølge IMF, hvilket kun var en smule under det langsigtede gennemsnit på 3,5%.

De urolige markeder skyldtes derfor ikke direkte den økonomiske udvikling, men snarere en fortsat opmærksomhed om de potentielt negative konsekvenser af de lave råvarepriser og den aftagende kinesiske vækst. Mange virksomheder i materiale- og energisektoren havde således oplevet betydelige og livstruende fald i indtjeningen. I USA var indtjeningen i de 500 største selskaber faldet seks kvartaler i træk, hvilket normalt kun sker under en recession. Indtjeningen knækkede dog kurven i 2. halvår og viste atter en klart stigende tendens på globalt plan. De fleste ledende indikatorer steg samtidig markant i slutningen af året og signalerede en acceleration af væksten og virksomhedernes indtjening i 2017.

De lave energipriser trak markant ned i inflationen i 1. halvdel af året og betød, at inflationen ramte under målsætningen i Europa og USA, mens Japan atter faldt tilbage i deflation. Centralbankerne frygtede, at de deflationære tendenser ville bide sig fast på længere sigt, hvis ikke de gjorde alt hvad de kunne for at stimulere økonomierne her og nu. Derfor lempede centralbankerne pengepolitikken yderligere i Europa og Japan, mens USA undlod at hæve renten. I løbet af året kom der dog stigende fokus på, at de lave og negative renter påvirker bankernes indtjening negativt og dermed kan virke stik mod hensigten. Som året skred frem, steg råvarepriserne endvidere kraftigt – idet overskudskapaciteten gennem længere tid var blev reduceret betydeligt – og i slutningen af året viste inflationen klare tegn på en påbegyndt normalisering.

Den geopolitiske usikkerhed forblev høj med terrorangreb og politiske spændinger mellem adskillige lande i Asien, Mellemøsten og Europa samt mellem USA, Rusland og Kina. Den store flygtningetilstrømning skabte også fortsat store humanitære og logistiske problemer på tværs af Europa, og flere og flere EU-borgere opfattede flygtninge og immigranter som en trussel. Det var et klart tema under den britiske EU debat og formentlig en årsag til, at briterne endte med at stemme nej til fortsat EU-medlemskab. Protestpartierne var i det hele taget i klar fremgang i det meste af verden, hvilket satte de traditionelle politiske partier og den etablerede dagsorden under pres. Denne tendens var således også meget tydelig under det amerikanske præsidentvalg og ved den italienske folkeafstemning.

Ved årsafslutningen var der således meget klare tegn på en bedring af den globale økonomi, men stadig en betydelig usikkerhed om den politiske udvikling på globalt plan og de eventuelle langsigtede økonomiske konsekvenser.

Forventninger til 2017

Foreningen forventer helt overordnet, at bedringen af økonomien vil overtrumfe den politiske usikkerhed og medføre et godt år for aktiemarkedet, men et meget dårligt år for obligationsmarkedet.

Det er første gang i mange år, at de ledende indikatorer er klart stigende i både USA, eurozonen, Japan og Kina på samme tid. Denne tendens kan også ses i de såkaldte overraskelsesindeks, som i skrivende stund viser den største positive overraskelse i de globale økonomiske nøgletal siden 2013. Udviklingen i nøgletallene indikerer, at 2017 har gode muligheder for at byde på den højeste BNP-vækst i mindst seks år, en klar stigning i inflationen og en kraftig stigning i virksomhedernes indtjening på over 20%. Det vil grundlæggende være en gunstig udvikling for aktiemarkedet, men skidt nyt for obligationsmarkedet.
Mange investorer har i de seneste år været fanget i et permanent kriseberedskab med en lang liste over bekymringspunkter. I skrivende stund er nogle af de største bekymringer, at Trump udløser en handelskrig med Kina eller måske endda en rigtig krig. Eller at de kommende forhandlinger om Storbritanniens exit fra EU går i hårdknude. Eller at den kinesiske økonomi kollapser. Eller at problemerne i de italienske banker udløser en ny gældskrise. Eller at de populistiske partier sejrer ved de kommende valg i Frankrig og Tyskland og ultimativt udløser et sammenbrud af eurozonen. Vi mener ikke, at disse risikofaktorer er særligt sandsynlige, men vi kan selvfølgelig ikke udelukke nogen af dem. Spørgsmålet er dog, hvordan markedet vil reagere, hvis Trump i stedet overrasker positivt og fører en beslutsom, men ansvarlig politik. Hvis Storbritannien og EU bliver enige om en fredelig skilsmisse. Hvis væksten accelererer på trods af den politiske usikkerhed. Eller hvis virksomhedernes indtjening stiger 20%, mens en lang obligation knap nok giver en positiv rente. Vi er ret sikre på, at det vil betyde store kursstigninger på aktier og store kursfald på obligationer – og set med vores øjne er det klart det mest realistiske udfald i år.

Obligationsmarkedet er efter vores vurdering ude af ligevægt, idet det lave renteniveau ikke kan forklares ud fra de fundamentale forhold. Der er derfor en latent risiko for pludselige rentestigninger, mens potentialet for yderligere rentefald er

yderst begrænset – især i Europa. Timingen af de ventede stigninger i markedsrenterne er umulig at forudsige, men det er fortsat vores grundvurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen.

Aktiemarkedet vil sandsynligvis godt kunne absorbere en gradvis korrektion med moderat stigende renter, men hvis renterne stiger meget kraftigt eller hurtigt er der en risiko for, at det vil påvirke aktierne negativt i en periode. Dette er efter foreningens opfattelse fortsat den største risiko på lang sigt.

Stonehenge har en forsigtig og konservativ tilgang til de finansielle markeder. Det er vores opgave at beskytte og dernæst øge vores investorers kapital, hvilket betyder, at vi altid udviser stor forsigtighed over for markederne. Foreningen anbefaler ved indgangen til 2017 en aktieallokering med 75% aktier og 25% (korte) obligationer, hvilket er vores maksimale aktieallokering. Såfremt vores forventninger ændrer sig i mere negativ retning, vil vores anbefaling blive ændret i overensstemmelse med vores målsætning om at beskytte og øge investorernes kapital. Aktie- og obligationsandelene i foreningens afdeling Value Mix Akkumulerende følger altid anbefalingen fra Barometer og giver således foreningens medlemmer adgang til en løbende risikostyring og tilpasning af investeringerne. Afdelingens aktieandel ventes at ligge tæt på de maksimale 75% gennem det meste af 2017, hvis den globale økonomi udvikler sig så stærkt som ventet.

Foreningens rådgiver

Investeringsforeningen Stonehenge har en ambition om at være det sikre alternativ til de store investeringsforeninger i Danmark med nogle forholdsvis nye takter inden for formuepleje. Foreningens investeringsrådgiver modtager et mindre fast årligt honorar samt et variabelt resultatafhængigt honorar. Det resultatafhængige honorar udløses først, når den enkelte afdelings afkast overstiger et vist niveau. Vi har som tidligere nævnt valgt denne honorarmodel for at sikre, at investor og investeringsrådgiver har en fælles interesse i at opnå et højt stabilt afkast med en forholdsvis beskeden risiko.

Foreningens ledelse

Foreningens bestyrelse har i 2016 fokus på opfølgning på de tiltag, som rådgiver tidligere har iværksat for at styrke organisationen og udbrede kendskabet til foreningen.

Der er gjort et stort stykke arbejde ude hos investorerne med at fortælle om netop den forsigtige måde, som foreningen håndterer sine investorers penge på. Dette præsentationsarbejde har i høj grad serviceret investorer, der allerede havde nogle midler placeret i foreningen. Men det har også medført et fortsat løft i foreningens kapital under forvaltning.

Bestyrelsen har fortsat fokus på foreningens omkostningsniveau herunder muligheder for omkostningsreduktioner. Bestyrelsen finder det fortsat nødvendigt at være tæt på foreningens omgivelser med henblik på altid at udnytte de ressourcer og muligheder, der ligger for at få et optimalt resultat til foreningens investorer.

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget at leve op til InvesteringsFondsBranchens fund governance-anbefalinger. Anbefalingerne vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet. I politikken – og i øvrige regler, forretningsgange og politikker – fastlægges samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter.

Mål underrepræsenterede køn

Det er bestyrelsens mål, at begge køn fortsat er repræsenteret med mindst 33,3 %.

Videnressourcer

BI Management A/S er foreningens investeringsforvaltningsselskab. Selskabet råder over betydelige og brede videnressourcer, som kan sikre en stabil og sikker drift af foreningen. På områder, hvor selskabet ikke selv besidder de fornødne videnressourcer, varetages opgaverne af eksterne parter. Videnressourcer udgør derfor ikke nogen risiko i relation til afdelingernes fremtidige resultat og afkast.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

Usædvanlige forhold

Udover omtale af udviklingen på de finansielle markeder er der ikke i regnskabsperioden indtruffet usædvanlige forhold, som har påvirket indregningen eller målingen.

Usikkerhed ved indregning eller måling

Der er ikke væsentlig usikkerhed forbundet med indregning og måling af balanceposter.

Risici og risikostyring

Som investor i en af de tre afdelinger i Investeringsforeningen Stonehenge får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til tre elementer:

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af

alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse risikoelementer er for eksempel udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valutarisici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer foreningen inden for de givne rammer. Eksempler på risikostyringselementer er: Rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Investeringerne i aktieafdelingen vælges efter valueprincippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Det samme gælder for virksomhedsobligationerne i obligationsafdelingen. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle marked. I afdeling Value Mix Akkumulerende, som er en blanding af aktie- og obligationer, justeres andelen af aktier og obligationer hver måned ud fra en særlig model og investeringsproces med fire forskellige trin. Porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er lavest, når usikkerheden er størst. Investeringsstrategien kan dog også risikere at medføre en porteføljesammensætning, som giver det modsatte resultat.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for hver afdeling. Rammerne er fastlagt med reference til den maksimale og minimale observerede standardafvigelse over de seneste 5 år. I det område har bestyrelsen fastlagt en minimal og en maksimal standardafvigelse, som overvåges af investeringsforvaltningsselskabet.

Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.
Investeringsforvaltningsselskabets complianceafdeling overvåger og fører kontrol med, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

På IT-området lægges der stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål, inden for fastsatte tidsfrister, at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over administrationen af den daglige drift har der været fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses. Her følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet, dels at sikre at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

EUs risikoskala

Der er forskellige risici knyttet til de enkelte afdelinger. Den samlede risiko er udtrykt ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

På EUs risikoskala er afdelingerne placeret som følgende:

- Globale Valueaaktier 5
- Obligationer 3
- Value Mix Akkumulerende 4

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (5-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2).

Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer. De historiske data giver ikke nogen garanti for den fremtidige kursudvikling, men de giver en indikation af, at nogle afdelinger har større kursudsving, og dermed en større risiko end andre. Der er typisk større risiko forbundet med at investere i aktier end i obligationer, og investering i afdelinger med obligationer svarer ikke til et statsgaranteret indskud.

For yderligere oplysninger om de enkelte af foreningens afdelinger henvises til gældende prospekter og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra www.stonehenge.dk.

Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande

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

Eksponering mod udlandet

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

Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer udstedt i euro, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor der systematisk kurssikres, har en meget begrænset valutarisiko.

Selskabsspecifikke forhold

Værdien af en enkelt aktie kan svinge mere end det samlede marked, og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da afdelingerne på investeringstidspunktet kan investere op til 10 % i et enkelt selskab, kan værdien af foreningen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

Særlige risici ved obligationsinvesteringer

Obligationsmarkedet

Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteudviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

Renterisiko

Renteniveauet varierer fra region til region, og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/stigninger. Når renteniveauet stiger, kan det betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, vi investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging marketsobligationer, kreditobligationer og så videre – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere samt virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Refinansiering

Stater og virksomheder kan, hvis der kan findes en långiver, gennemføre en refinansiering af deres gældsposter ved at optage nye lån til indfrielse af eksisterende lån. I forbindelse med refinansiering er der risiko for øgede omkostninger i forbindelse med optagelse og afvikling af det nye lån, hvilket kan betragtes som en udvidet risiko, da man ud over risikoen for højere rente på lånet, potentielt også kan blive pålagt en række omkostninger i forbindelse med optagelse af det nye lån.

Såfremt en refinansiering ikke er muligt, kan obligationsudstederen komme i en situation, hvor denne ikke kan overholde sine forpligtelser over for obligationsejerne, hvorved hele eller dele af investeringen vil være tabt.

Særlige risici ved aktieinvesteringer

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af

nye produkter. En del af en forenings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

Samfundsansvar

Foreningen følger InvesteringsFondsBranchens anbefalinger på området. Investeringsforeningen Stonehenge ønsker at fremstå som en moderne forening, der tager sit samfundsansvar alvorligt. Vi ønsker at skabe gode afkast til vores medlemmer og vi mener, at vi kan gøre det på en samfundsmæssig ansvarlig måde. Et godt afkast og samfundsmæssigt ansvar kan sagtens være foreneligt, da langsigtet værdiskabelse i virksomheder efter Investeringsforeningen Stonehenge's opfattelse forudsætter ordentlig optræden.

Foreningen har derfor udarbejdet en politik for bæredygtige investeringer med det formål at sikre, at Investeringsforeningen Stonehenge indarbejder hensyn til miljø, social ansvarlighed og god selskabsledelse i hele investerings- og rådgivningsprocessen.

Politikken tager udgangspunkt i Erhvervsstyrelsens vejledning, der bygger på FN's fælles globale retningslinjer for investorers ansvarlige adfærd.

Investeringsforeningen Stonehenge har valgt som udgangspunkt at følge de grænser for investeringer som FN har sat. Det indebærer, at selskaber vi investerer i f.eks. ikke må producere klyngebomber og anti-personelminer, som FN har formuleret konventioner imod.

Investeringsforeningen Stonehenge strækker sig dog lidt længere, idet vi slet ikke ønsker at investere i selskaber der fremstiller våben eller anvender børnearbejdere.

Foreningens rådgiver Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S foretager screening af porteføljen minimum én gang årligt. Derudover kontrolleres der hver gang inden et selskab kommer i porteføljen. Hvis selskabet ikke lever op til kravene, følger Stonehenge Fondsmæglerselskab op på, hvorvidt det er muligt at påvirke selskabet til ændret adfærd. Er det ikke muligt, kan selskabet ikke indgå i porteføljen og eventuel beholdning af selskabets aktier sælges.

Politikken kan i sin helhed ses på foreningens hjemmeside www.stonehenge.dk

Bestyrelse og Direktion

Om bestyrelsesmedlemmer og direktion i Investeringsforeningen Stonehenge er følgende ledelseshverv oplyst

Bestyrelse

Lone Sejersen, formand. Tiltrådt 3. juni 2009
Adm. direktør i Change Management

Bestyrelsesformand for:
Profilmetal A/S
Profilmontage Aps
Vesti Olsen & Hansen A/S
Kiler Utzon Arkitekter ApS
Urbanwater ApS

Jesper Brøchner Thing, næstformand. Tiltrådt 3. juni 2009
Økonomidirektør i Eurowind Energy A/S

Claus Thinggaard. Tiltrådt 3. juni 2009
Direktør i:
Julianelyst Gods ApS
Bonus Invest I A/S
320 Holding ApS

Medlem af bestyrelsen for:
Bonus Invest I A/S
Lundhøjgaard ApS
Blue Horse ApS
Nohrlund ApS
TL Byg A/S
StressDown ApS

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, direktør
Bestyrelsesformand for:
BI SICAV, Luxembourg

Medlem af bestyrelsen for
FundCollect A/S

Henrik Granlund, vicedirektør

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Genvalg kan finde sted.

Ethvert medlem af bestyrelsen afgår senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år, medmindre generalforsamlingen bestemmer andet.

Bestyrelsens medlemmer modtager et årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen.

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2016:
250 t.kr. (2015: 250 t.kr.)

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2016 for Investeringsforeningen Stonehenge (3 afdelinger).

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31.december 2016.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 29. marts 2017

Bestyrelse

Lone Sejersen, Formand

Jesper Brøchner Thing, Næstformand

Claus Thinggaard

Direktion

BI Management A/S

Christina Larsen, Direktør

Henrik Granlund, Vicedirektør

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Til investorerne i Investeringsforeningen Stonehenge

Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2016 samt af resultatet af de enkelte afdelingers aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

Hvad har vi revideret

Investeringsforeningen Stonehenge's årsregnskab for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016 omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis, for de enkelte afdelinger i foreningen ("regnskabet").

Grundlag for konklusion

Vi udførte vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision (ISA) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit Revisors ansvar for revisionen af regnskabet.
Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Uafhængighed

Vi er uafhængige af Foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores øvrige etiske forpligtelser i overensstemmelse med IESBA's Etiske regler.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af regnskabet for 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af regnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Centralt forhold ved revisionen	Hvordan vi har behandlet det centrale forhold ved revisionen
Værdiansættelse af finansielle instrumenter til dagsværdi Finansielle instrumenter værdiansættes til dagsværdi. Finansielle instrumenter (aktier og obligationer), som handles på et aktivt marked (niveau 1) udgør over 90,0 procent. Værdiansættelsen af finansielle instrumenter måles til noterede børskurser og omregnes til danske kroner ved brug af valutakursen kl. 16 GMT. Der henvises i øvrigt til afdelingernes note 4 eller note 6 om finansielle instrumenter.	Investeringsforeningen Stonehenge udarbejder sine egne beregninger af dagsværdi til brug for bogføring og værdiansættelsen af finansielle instrumenter. Vi vurderede design og testede den operationelle effektivitet af relevante interne kontroller, herunder interne kontroller for indhentning af markedsdata. Samlet set fandt vi, at de anvendte dagsværdier udgjorde et rimeligt skøn i forhold til de mulige udfald.

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

Udtalelse om ledelsesberetningerne

Ledelsen er ansvarlig for Foreningens ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger.

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

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

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

Baseret på det udførte arbejde er det vores opfattelse, at ledelsesberetningerne er i overensstemmelse med årsregnskaberne for de enkelte afdelinger og er udarbejdet i overensstemmelse med kravene i lov om investeringsforeninger mv. Vi har ikke fundet væsentlig fejlinformation i ledelsesberetningerne.

Ledelsens ansvar for regnskaberne

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

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

Revisors ansvar for revisionen af regnskaberne

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om regnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med ISA 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 brugerne træffer på grundlag af regnskabet.

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i regnskaberne, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.
- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af regnskaberne på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens og de enkelte afdelingers evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i regnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusi-

Den uafhængige revisors revisionspåtegning

oner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen eller de enkelte afdelinger ikke længere kan fortsætte driften.

- Tager vi stilling til den samlede præsentation, struktur og indhold af regnskabet, herunder noteoplysningerne, samt om regnskabet afspejler de underliggende transaktioner og begivenheder på en sådan måde, at der gives et retvisende billede heraf.

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

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.
Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af regnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet offentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele, den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

Hellerup, den 29. marts 2017
PricewaterhouseCoopers
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 3377 1231

Jesper Edelbo
statsautoriseret revisor

Michael Laursen
statsautoriseret revisor

Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om financielle rapporter for danske UCITS.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2015.

Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde den enkelte afdeling, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når den enkelte afdeling som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen. Finansielle instrumenter består af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver udgøres af likvide beholdninger, kapitalandele, obligationer og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige risici og tab, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som bekræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, obligationer, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1600 valutakursen.
Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på anskaffelsestidspunktet indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Resultatopgørelse

Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter af obligationer og indestående i pengeinstitutter samt renteudgifter af indestående.

Aktieudbytter indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.

Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på valutakonti, obligationer, kapitalandele med videre.

Realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele og obligationer opgøres som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet fratrukket dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret.

Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger med videre ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i

investorernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af bruttohandelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

Administrationsomkostninger

Afdelingens direkte omkostninger består af de omkostninger som direkte kan henføres til den enkelte afdeling.

Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som "Fast administrationsbidrag" i den enkelte afdeling.

Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat og renteskat som ikke kan refunderes.

Udbytte (udlodning)

De udbyttebetalende afdelinger foretager hvert år en udlodning/udbytte i overensstemmelse med foreningens vedtægter, der blandt andet opfylder de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsindkomsten.

Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen/udbyttet. Minimumsindkomsten opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- Indtjente renter og udbytter
- Realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste tiendedel procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end 0,10 procent. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Udlodningsregulering fra årets emissioner og indløsninger indgår i de respektive udloddende afdelingers resultat til udlodning og beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission/indløsning. Udlodningsreguleringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særskilt post under investorernes formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlodningsbeløb tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

Balancen

Likvide midler

Likvide midler måles til dagsværdi, der svarer til den nominelle værdi.

Kapitalandele og obligationer

Kapitalandele og obligationer måles til dagsværdi. På noterede kapitalandele og obligationer fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Hvis denne kurs ikke afspejler dagsværdien, fastlægges værdien på grundlag af værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Udtrukne obligationer optages til nutidsværdien. Unoterede kapitalandele og obligationer måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder. Obligationer, som indgår i repo-forretninger, eller som er solgt på termin, optages under obligationer, og der indregnes en finansiel forpligtelse svarende til den betaling der er modtaget i forbindelse med forretningen.

Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af værdipapirer samt emissioner, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Tilgodehavende rente, udbytte m.m. består af periodiserede renter på likvider og obligationer, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende

handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Nøgletal

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra Investerings-ForeningsRådet.

Indre værdi

Investorernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

Udlodning i procent

Udlodning til investorerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige opgjorte formuer.

Årets afkast i procent

beregnes som:

$$\left(\frac{\text{Indre værdi ultimo året + geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} -1\right) \text{x } 100$$

Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: Udlodning x indre værdi ultimo året/indre værdi efter udlodning.

Værdipapiromsætning, brutto og netto

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer fratrukket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrukket handel i forbindelse med emissioner og indløsninger.

Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden afspejler, hvor mange gange om året beholdningen omsættes. Den beregnes som værdipapiromsætningen opgjort til nettoværdi i forhold til den gennemsnitlige formue, opgjort efter samme principper som ved beregning af omkostningsprocenten. Anvendelsen af nettotal medfører, at det alene er handlen i forbindelse med den løbende porteføljepleje, der måles.

Sharpe Ratio

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen. Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen). Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

Standardafvigelse

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet. Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68% sandsynlighed fordele sig +/- en standardafvigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95% sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnittet. Jo højere standardafvigelse desto større udsving i forhold til gennemsnitsafkastet.

Kreditværdighed

Kreditrating er opgjort efter standardmetoden fra bilag 5 i kapitaldækningsbekendtgørelsen. Såfremt en eksponering er vurderet af kun et kreditvurderingsinstitut anvendes denne. Hvis der foreligger to kreditvurderinger anvendes den med lavest rating. Hvis der foreligger tre kreditvurderinger anvendes de to højeste ens vurderinger, er disse højeste vurderinger forskellige anvendes den midterste af alle tre kreditvurderinger.

Varighed

Matematisk udtryk, der måler, hvor kursfølsom en obligation er over for ændringer i renten. Jo højere varighed en obligation har, jo mere følsom er den over for ændringer i renten. Kaldes også rentefølsomhed. En obligationsportefølje med en varighed på fem år har således en større kursrisiko end en portefølje med en varighed på to år.

ÅOP

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetinget honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag. ÅOP eksklusiv resultatbetinget honorar fremgår tillige af de enkelte afdelingers femårsoversigter.

NYSE
The world puts stock in us.
10:00:18
LONDON
ZURICH
MEXICO CITY
HONG KONG
TOKYO
SYDNEY
NYSE

Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med ledelsesberetningen herunder afsnittet risici og risikostyring m.v. for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsprofil

Stonehenge Globale Valueaktier investerer langsigtet i globale aktier på de udviklede markeder. Der investeres efter valueprincippet. Det vil sige, at der kun købes aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der ligger væsentligt under deres beregnede reelle værdi. For yderligere at begrænse risikoen for permanente tab fokuseres der på virksomheder med stabil indtjening og lav gæld. Endelig investeres der kun i virksomheder, hvor værdiskabelsen er til at forstå. Der er ingen begrænsninger med hensyn til vægtning af enkelte lande. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingens midler var ved årets slutning placeret i 36 undervurderede virksomheder fra Europa og USA. Afdelingen udlodder et årligt udbytte i overensstemmelse med skattereglerne.

Afkast

Stonehenge Globale Valueaktier realiserede et positivt afkast på 1,4% i 2016, hvilket foreningen betragter som mindre tilfredsstillende. Verdensmarkedet steg i samme periode 10,3%, målt på MSCI World, mens Morningstars kategori for globale aktier (Large Cap Blend) gav et afkast på 6,2%. Afdelingens forsigtige investeringsstrategi med en stor overvægt af defensive selskaber inden for stabilt forbrug og sundhed betyder, at afdelingen kan have svært ved at følge med markedet i meget positive år, men til gengæld ofte klarer sig en del bedre end markedet i de svage år. Afdelingen fulgte i store træk markedsudviklingen gennem det meste af året, men gav et noget mindre afkast end markedet i 4. kvartal, hvor en usædvanlig kraftig sektorrotation medførte generelle stigninger i konjunkturfølsomme aktier og generelle fald i defensive aktier. Afdelingens mest konjunkturfølsomme investeringer som Statoil, BASF, FLS og Michelin steg således mere end 20% i 2016, mens defensive investeringer som Roche, Bayer, CVS, Matas og Novo Nordisk faldt mere end 10%. Den britiske tøjforhandler Next blev endvidere påvirket særligt negativt af Brexit-afstemningen og blev afdelingens dårligste aktie i 2016 med et fald på ca. 38%.

Formueudvikling

Afdelingens formue steg pænt i løbet af året, dels ved at levere et positivt afkast, men især ved at tiltrække nye kunder. Primo januar 2016 var afdelingens formue på 787,9 mio. kr. Formuen steg frem til den 31. december 2016 til 895,3 mio. kr. svarende til en nettotilvækst 107,4 mio. kr. Afdelingen udbetalte i april et udbytte på 8,00 kr. pr. investeringsbevis, svarende til 32,9 mio. kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for for i alt 127,7 mio. kr. og afdelingen har dermed tjent ca. 12,6 mio. kr. via afkastet.

Det er således stadig foreningens oplevelse, at mange investorer efterspørger et godt defensivt aktieprodukt og derfor finder vej til foreningens afdeling med globale valueaktier.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at globale aktier vil give et højt afkast i 2017 – drevet af klart stigende vækst og en kraftig stigning i selskabernes indtjening. Vi ser samtidig gode chancer for, at europæiske aktier vil få et stort comeback oven på den skuffende udvikling i 2016. Knap 70% af afdelingens midler var ved slutningen af 2016 placeret i europæiske aktier, og denne betydelige overvægt ventes at kunne trække afkastet pænt op. Defensive aktier ventes også at få et comeback oven på den usædvanligt kraftige sektorrotation i slutningen af året. Vi forventer derfor samlet set, at afdelingen stiger omkring 15% i 2017. På lang sigt er det fortsat vores forventning, at afdelingen vil stige ca. 10% om året i gennemsnit. Der er dermed lagt op til, at 2017 kan blive et år med et afkast pænt over gennemsnittet.

> Fortsat

Resultatopgørelse

		2016	2015
	Renter og udbytter	**(t.kr.)**	(t.kr.)
1	Renteindtægter	-243	-165
2	Udbytter	22.851	13.158
	I alt renter og udbytter	**22.608**	12.993
	Kursgevinster og -tab		
	Kapitalandele	2.555	86.404
	Valutakonti	-637	-1.023
	Øvrige aktiver/passiver	2	-11
3	Handelsomkostninger	0	41
	I alt kursgevinster og -tab	**1.920**	85.329
	I alt indtægter	**24.528**	98.322
4	Administrationsomkostninger	9.940	14.115
	Resultat før skat	14.588	84.207
5	Skat	1.939	1.190
	Årets nettoresultat:	**12.649**	83.017
	Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
	Formuebevægelser		
	Udlodningsregulering	1.247	13.127
	Overført fra sidste år	244	13
	I alt formuebevægelser	1.491	13.140
	Til disposition	14.140	96.157
	Forslag til anvendelse		
	Foreslået udlodning	10.773	32.031
	Overført til udlodning næste år	308	244
	Overført til formue	3.059	63.882
	I alt disponeret	**14.140**	96.157

Balance pr. 31. december

		2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
	Aktiver		
	Likvide midler		
	Indestående i depotselskab	11.191	38.696
6	**I alt likvide midler**	**11.191**	38.696
	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	87.864	79.585
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	797.529	668.534
6	**I alt kapitalandele**	**885.393**	748.119
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	927	845
	Andre tilgodehavender	1.622	877
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	152	280
	I alt andre aktiver	**2.701**	2.002
	Aktiver i alt	**899.285**	788.817
	Passiver		
7	Investorernes formue	895.354	787.907
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	1.064	910
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.867	0
	I alt anden gæld	**3.931**	910
	Passiver i alt	**899.285**	788.817

8 Til rådighed for udlodning

9 Femårsoversigt

> Fortsat

Noter

		2016	2015
1	**Renteindtægter**	**(t.kr.)**	(t.kr.)
	Indestående i pengeinstitutter	-243	-165
	I alt renteindtægter	**-243**	-165

2	**Udbytter**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	2.181	851
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.670	12.307
	I alt udbytter	**22.851**	13.158

3	**Handelsomkostninger**		
	Bruttohandelsomkostninger	225	616
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-225	-575
	I alt handelsomkostninger	**0**	41

				2016			2015
4	**Administrationsomkostninger**			**(t.kr.)**			(t.kr.)
		Direkte	Fælles	I alt	Direkte	Fælles	I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	174	174	0	83	83
	Revisionshonorar	0	68	68	0	33	33
	Markedsføringsomkostninger	0	4	4	2.490	0	2.490
	Gebyrer til depotselskab	995	0	995	721	0	721
	Andre omk. i forb. med formueplejen	7.439	0	7.439	10.065	0	10.065
	Øvrige omkostninger	241	225	466	95	183	278
	Fast administrationshonorar	794	0	794	445	0	445
	I alt administrationsomkostninger	9.469	471	9.940	13.816	299	14.115

5	**Skat**		
	Ikke refunderbar skat	1.939	1.190
	I alt skat	**1.939**	1.190

6	**Finansielle Instrumenter**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9%	95,0%
	Andre aktiver og passiver	1,1%	5,0%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Noter

Landefordeling	**2016**	2015
USA	29%	27%
Tyskland	17%	17%
Storbritannien	13%	15%
Frankrig	11%	11%
Danmark	10%	10%
Andre inklusiv kontanter	20%	20%

Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	41%	41%
Health Care	20%	23%
Cykliske forbrugsgoder	15%	12%
Industri	12%	10%
Råvarer	4%	0%
Andre inklusiv kontanter	8%	14%

		2016		2015
		(t.kr.)		(t.kr.)
7	**Investorernes formue**	**Cirk. Beviser**	**Formue**	Cirk. Beviser	Formue
	Formue primo	400.393	787.907	209.301	360.199
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		32.031		5.860
	Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-848		-390
	Emissioner i året	88.217	164.819	222.792	411.748
	Indløsninger i året	20.200	37.446	31.700	61.330
	Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		304		523
	Udlodningsregulering		-1.247		-13.127
	Overført udlodning fra sidste år		-244		-13
	Overført udlodning til næste år		308		244
	Foreslået udlodning		10.773		32.031
	Overført fra resultatopgørelsen		3.059		63.882
	Formue ultimo	**468.410**	**895.354**	400.393	787.907

Fortsættes >

Noter

8	**Til rådighed for udlodning**	**2016 (t.kr.)**	2015 (t.kr.)
	Udlodning overført fra sidste år	244	13
	Renter og udbytter	22.111	12.993
	Ikke refunderbar skat	-1.939	-1.069
	Kursgevinster til udlodning	-642	21.326
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning	1.940	22.442
	I alt indkomst før administrationsomkostninger	**21.714**	55.705
	Administrationsomkostninger	-9.940	-14.115
	Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-693	-9.315
	I alt rådighed for udlodning	**11.081**	32.275

9	**Femårsoversigt**	**2016**	2015	2014	2013	2012
	Årets nettoresultat (t.kr.)	12.649	83.017	40.022	48.884	16.004
	Investorernes formue ultimo (t.kr.)	895.354	787.907	360.199	296.475	183.956
	Cirkulerende andele (stk.)	4.684.100	4.003.930	2.093.010	1.916.650	1.410.780
	Indre værdi	191,15	196,78	172,10	154,68	130,39
	Udlodning (%)	2,30	8,00	2,80	2,80	5,00
	Omkostningsprocent	1,22	2,69	2,47	3,05	2,74
	Årets afkast (%)	1,36	15,93	13,29	22,79	12,78
	Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	134.944	369.866	18.609	86.151	73.293
	Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	0	46.695	12.012	18.996	809
	Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	134.944	416.561	30.621	105.146	74.101
	Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	0	0	0	2.413	0
	Omsætningshastighed	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	ÅOP	1,47	2,95	2,71	3,30	2,99
	ÅOP (eksklusiv performance fee)	1,47	1,50	1,46	1,52	1,77
	Sharpe Ratio	1,25				
	Standardafvigelse (%)	9,79				

Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med ledelsesberetningen herunder afsnittet risici og risikostyring m.v. for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsprofil

Stonehenge Obligationer investerer i danske og udenlandske statsobligationer, realkreditobligationer og erhvervsobligationer. Der investeres kun i papirer med høj rating, eller hvor udsteder er højt ratet. Rentefølsomheden styres aktivt med henblik på at minimere risikoen for negative afkast. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingen udlodder et årligt udbytte i overensstemmelse med skattereglerne.

Afkast

Stonehenge Obligationer realiserede et positivt afkast på 0,2% i 2016, hvilket foreningen betragter som værende acceptabelt. Morningstars kategori for globale obligationer med europæisk fokus steg i samme periode 2,3%. Afdelingen har gennem hele året haft en meget lav varighed (rentefølsomhed), da vi så – og stadig ser – en stor risiko for stigninger i de lange markedsrenter. Den lave varighed på under 1 blev opnået ved, at afdelingen primært investerede i korte obligationer, som giver en meget lav rente. Vi prioriterede således beskyttelse højere end afkast. Porteføljen har gennem året endvidere haft eksponering mod NOK, USD, GBP og SEK, da vi har positive forventninger til disse valutaer på lang sigt. Eksponeringen mod NOK og USD bidrog positivt til afkastet i 2016, mens eksponeringen mod GBP og SEK bidrog negativt.

Formueudvikling

Afdelingens formue er faldet en smule i løbet af 2016. Afdelingen startede således året med en formue på 86,7 mio. kr., men endte med en formue på 73,2 mio. kr. Afdelingen udbetalte i april et udbytte på 1,60 kr. pr. investeringsbevis, svarende til 1,4 mio. kr. Ekskl. udbyttebetalingen faldt afdelingens formue med 12,1 mio. kr.

Afdelingens forsigtige strategi har medført beskedne afkast i de seneste år, hvilket har påvirket formuen negativt, men det er fortsat foreningens forventning, at mange investorer vil efterspørge et godt defensivt obligationsprodukt, når renterne engang begynder at stige.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, ser vi en klart større risiko for, at de lange renter stiger, end for at de falder. Da obligationsmarkedet er ude af ligevægt med unaturligt lave renter, er der endvidere en latent risiko for usædvanligt kraftige rentestigninger. Timingen af de ventede rentestigninger er umulig at forudsige, men det er fortsat vores grundvurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen. Afdelingen ventes derfor at fastholde den forsigtige strategi med en meget lav varighed, hvilket vil beskytte porteføljen delvist, hvis renterne pludselig stiger. Porteføljens eksponering mod obligationer i NOK, USD, GBP og SEK ventes også fastholdt, idet disse positioner forventes at kunne bidrage med et positivt afkast, selvom renterne stiger. Samlet forventer vi at kunne skabe et svagt positivt afkast i 2017 i niveauet 0-2%. Set over en længere årrække forventer vi stadig, at afdelingen vil give et afkast, der ligger mindst 50% over renten på en 10-årig tysk statsobligation. Denne rente var ved udgangen af 2016 på 0,20%.

> Fortsat

Resultatopgørelse

		2016	2015
	Renter og udbytter	**(t.kr.)**	(t.kr.)
1	Renteindtægter	932	927
	I alt renter og udbytter	**932**	927
	Kursgevinster og -tab		
	Obligationer	-333	-115
	Valutakonti	47	22
2	Handelsomkostninger	1	3
	I alt kursgevinster og -tab	**-287**	-96
	I alt indtægter	**645**	831
3	Administrationsomkostninger	611	785
	Årets nettoresultat:	**34**	46
	Resultatdisponering og udlodningsopgørelse		
	Formuebevægelser		
	Udlodningsregulering	51	733
	Overført fra sidste år	23	-25
	I alt formuebevægelser	**74**	708
	Til disposition	**108**	754
	Forslag til anvendelse		
	Foreslået udlodning	0	1.356
	Overført til udlodning næste år	0	23
	Overført til formue	108	-625
	I alt disponeret	**108**	754

Balance pr. 31. december

	Aktiver	2016	2015
	Likvide midler	**(t.kr.)**	(t.kr.)
	Indestående i depotselskab	7.743	4.956
4	**I alt likvide midler**	**7.743**	4.956
	Obligationer		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	31.455	38.161
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	33.261	39.472
	Unoterede obligationer	0	3.324
4	**I alt obligationer**	**64.716**	80.957
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	532	594
	Andre tilgodehavender	0	4
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	220	216
	I alt andre aktiver	**752**	814
	Aktiver i alt	**73.211**	86.727

	Passiver		
5	Investorernes formue	73.197	86.669
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	14	58
	I alt anden gæld	**14**	58
	Passiver i alt	**73.211**	86.727

6 Til rådighed for udlodning

7 Femårsoversigt

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

		2016	2015
1	**Renteindtægter**	**(t.kr.)**	(t.kr.)
	Indestående i pengeinstitutter	-21	-16
	Noterede obligationer fra danske udstedere	116	143
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	837	799
	Unoterede obligationer	0	1
	I alt renteindtægter	**932**	927

2	**Handelsomkostninger**		
	Bruttohandelsomkostninger	2	18
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-1	-15
	I alt handelsomkostninger	**1**	3

				2016			2015
3	**Administrationsomkostninger**			**(t.kr.)**			(t.kr.)
		Direkte	**Fælles**	**I alt**	Direkte	Fælles	I alt
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	17	17	0	83	83
	Revisionshonorar	0	6	6	0	33	33
	Markedsføringsomkostninger	0	0	0	5	0	5
	Gebyrer til depotselskab	85	0	85	75	0	75
	Andre omk. i forb. med formueplejen	0	0	0	134	0	134
	Øvrige omkostninger	39	64	103	13	142	155
	Fast administrationshonorar	400	0	400	300	0	300
	I alt administrationsomkostninger	**524**	**87**	**611**	527	258	785

4	**Finansielle Instrumenter**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter	88,4%	89,6%
	Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	0,0%	3,8%
	Andre aktiver og passiver	11,6%	6,6%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

> Fortsat

Noter

Formue fordelt varighed	**2016**	2015
Varighed < 2 år	93%	91%
Varighed 2-5 år	7%	9%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	77%	76%
Investment grade A-BBB	10%	15%
Non Investment grade BB-CCC	2%	2%
Andre inklusiv kontanter	11%	7%

		2016		2015
		(t.kr.)		(t.kr.)
5 **Investorernes formue**	Cirk. Beviser	Formue	Cirk. Beviser	Formue
Formue primo	84.762	86.669	47.113	47.819
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		1.356		0
Emissioner i året	0	0	55.549	57.363
Indløsninger i året	12.200	12.174	17.900	18.694
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		24		136
Udlodningsregulering		-51		-733
Overført udlodning fra sidste år		-23		25
Overført udlodning til næste år		0		23
Foreslået udlodning		0		1.356
Overført fra resultatopgørelsen		108		-626
Formue ultimo	**72.562**	**73.197**	84.762	86.669

Fortsættes >

> Fortsat

Noter

6 Til rådighed for udlodning	2016 (t.kr.)	2015 (t.kr.)
Udlodning overført fra sidste år	23	-25
Renter og udbytter	953	927
Kursgevinster til udlodning	-416	529
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-12	1.499
I alt indkomst før administrationsomkostninger	**548**	2.930
Administrationsomkostninger	-611	-785
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	63	-766
I alt rådighed for udlodning	**0**	1.379

7 Femårsoversigt	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (t.kr.)	34	46	614	-1.287	2.005
Investorernes formue ultimo (t.kr.)	73.197	86.669	47.819	46.551	65.159
Cirkulerende andele (stk.)	725.620	847.620	471.130	461.640	618.070
Indre værdi	100,88	102,25	101,50	100,84	105,42
Udlodning (%)	0,00	1,60	0,00	0,50	2,75
Omkostningsprocent	0,76	1,65	1,46	1,35	1,92
Årets afkast (%)	0,24	0,72	1,14	-1,76	3,24
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	12.853	67.282	27.188	24.392	30.359
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	28.759	27.880	29.325	39.945	33.349
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	41.612	95.162	56.513	64.336	63.708
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	30.555	18.451	25.745	0,00	38.108
Omsætningshastighed	0,19	0,19	0,24	0,00	0,30
ÅOP	0,99	1,89	1,47	1,59	1,90
ÅOP (eksklusiv performance fee)	0,99	1,65	1,47	1,59	1,72
Sharpe Ratio	0,29				
Standardafvigelse (%)	2,28				

Afdelingsberetning

Denne afdelingsberetning bør læses i sammenhæng med ledelsesberetningen herunder afsnittet risici og risikostyring m.v. for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Investeringsprofil

Stonehenge Value Mix Akkumulerende bliver sammensat med udgangspunkt i de samme aktier og obligationer som i afdelingerne Globale Valueaktier og Obligationer, men med variable andele af aktier og obligationer. Andelen af aktier og obligationer justeres hver måned ud fra en investeringsproces baseret på fire forskellige modeller. Risikoen i porteføljen bliver på denne måde løbende søgt tilpasset de aktuelle økonomiske og finansielle vilkår, således at aktieandelen er højest, når forventningerne til aktieafkastet er højt (og omvendt). Porteføljen skal altid bestå af 25-75% aktier, mens resten af midlerne placeres i obligationer eller kontanter. Afdelingen har ikke noget benchmark tilknyttet, og afdelingens midler placeres uafhængigt af diverse sammenligningsindeks. Afdelingen er akkumulerende og udlodder således ikke udbytte.

Afkast

Stonehenge Value Mix Akkumulerende realiserede et afkast på 0,3% i 2016, hvilket foreningen betragter som værende acceptabelt. Morningstars kategori for blandede afdelinger med moderat risiko steg i samme periode 2,7%. Afdelingen har gennem hele året haft en aktieandel mellem 50% og 75%. Den forsigtige strategi med en overvægt af defensive selskaber inden for sundhed og stabilt forbrug var en fordel under aktieuroen i 1. halvår, men en ulempe, da de konjunkturfølsomme aktier steg kraftigt i slutningen af året. Trods en høj aktieandel kunne afdelingen således ikke følge med tilsvarende porteføljer i 4. kvartal. Afdelingens obligationsbeholdning har primært været placeret i helt korte obligationer, da vi så – og stadig ser – en stor risiko for stigninger i de lange markedsrenter. Obligationerne har blandt andet været noteret i NOK og USD, hvilket har påvirket afkastet positivt. Porteføljen har dog også haft en stor eksponering mod GBP og SEK, som til gengæld har påvirket afkastet negativt.

Formueudvikling

Afdelingens formue er faldet i løbet af 2016. Afdelingen startede således året med en formue på 286,2 mio. kr., men endte med en formue på 249,7 mio. kr. Afdelingens formue faldt dermed med 36,5 mio. kr. Formuefaldet skyldes primært en strategisk omlægning hos en enkelt stor investor. Det er således fortsat foreningens oplevelse, at mange kunder efterspørger en blandet afdeling med en aktiv styring af aktie- og obligationsandelene.

Forventninger

Som det fremgår af ledelsesberetningen, forventer vi, at aktier vil give et højt afkast i 2017, mens lange obligationer ventes at give et lavt eller negativt afkast. Det er fortsat vores vurdering, at afkastet ved investering i lange obligationer slet ikke står mål med risikoen, og afdelingens obligationsbeholdning ventes derfor fortsat at blive placeret i korte obligationer. Afdelingen havde ved slutningen af året en aktieandel på knap 75%, og aktieandelen ventes at forblive tæt på de maksimale 75% gennem det meste af 2017, hvis den globale økonomi udvikler sig så stærkt, som vi forventer i skrivende stund. På denne baggrund venter vi et positivt afkast på ca. 10-12% for helåret – dvs. pænt over gennemsnittet. Set over en længere årrække forventer vi stadig, at afdelingen vil give et afkast, der er højere og mere stabilt end afkastet på en portefølje bestående af fast 50% Stonehenge Globale Valueaktier og 50% Stonehenge Obligationer.

Fortsættes >

> Fortsat

Resultatopgørelse

		2016	2015
	Renter og udbytter	**(t.kr.)**	(t.kr.)
1	Renteindtægter	1.469	1.414
2	Udbytter	5.056	4.954
	I alt renter og udbytter	**6.525**	6.368
	Kursgevinster og -tab		
	Obligationer	-1.761	2.791
	Kapitalandele	-88	23.433
	Valutakonti	-287	939
	Øvrige aktiver/passiver	1	1
3	Handelsomkostninger	0	157
	I alt kursgevinster og -tab	**-2.135**	27.007
	I alt indtægter	**4.390**	33.375
4	Administrationsomkostninger	3.106	6.967
	Resultat før skat	1.284	26.408
5	Skat	422	451
	Årets nettoresultat	**862**	25.957
	Forslag til anvendelse		
	Overført til formue	862	25.957
	I alt disponeret	**862**	25.957

Balance pr. 31. december

	Aktiver	2016	2015
	Likvide midler	**(t.kr.)**	(t.kr.)
	Indestående i depotselskab	511	29.273
6	**I alt likvide midler**	**511**	29.273
	Obligationer		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	26.390	17.295
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	31.508	49.195
	Unoterede obligationer	0	5.943
6	**I alt obligationer**	**57.898**	72.433
	Kapitalandele		
	Noterede aktier fra danske selskaber	16.936	19.313
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	167.855	156.713
	Unoterede kapitalandele fra danske selskaber	5.549	6.136
6	**I alt kapitalandele**	**190.340**	182.162
	Andre aktiver		
	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	760	963
	Andre tilgodehavender	610	419
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	704	1.426
	I alt andre aktiver	**2.074**	2.808
	Aktiver i alt	**250.823**	286.676

	Passiver		
7	Investorernes formue	249.717	286.169
	Anden gæld		
	Skyldige omkostninger	202	492
	Mellemværende vedr. handelsafvikling	904	15
	I alt anden gæld	**1.106**	507
	Passiver i alt	**250.823**	286.676

8 Femårsoversigt

> Fortsat

Noter

		2016	2015
1	**Renteindtægter**	**(t.kr.)**	**(t.kr.)**
	Indestående i pengeinstitutter	-59	-55
	Noterede obligationer fra danske udstedere	19	41
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.509	1.418
	Unoterede obligationer	0	2
	Andre aktiver	0	8
	I alt renteindtægter	**1.469**	1.414
2	**Udbytter**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	450	418
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.510	4.536
	Unoterede aktier	96	0
	I alt udbytter	**5.056**	4.954
3	**Handelsomkostninger**		
	Bruttohandelsomkostninger	61	221
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-61	-64
	I alt handelsomkostninger	**0**	157

4 **Administrationsomkostninger**

			2016			2015
	Direkte	**Fælles**	**I alt**	Direkte	Fælles	I alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	58	58	0	83	83
Revisionshonorar	0	20	20	0	33	33
Markedsføringsomkostninger	0	0	0	3.132	0	3.132
Gebyrer til depotselskab	302	0	302	338	0	338
Andre omk. i forb. med formueplejen	2.069	0	2.069	2.839	0	2.839
Øvrige omkostninger	162	95	257	63	179	242
Fast administrationshonorar	400	0	400	300	0	300
I alt administrationsomkostninger	**2.933**	**173**	**3.106**	**6.672**	**295**	**6.967**

5	**Skat**		
	Ikke refunderbar skat	422	451
	I alt skat	**422**	451
6	**Finansielle Instrumenter**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter	97,2%	84,7%
	Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	2,2%	4,3%
	Andre aktiver og passiver	0,6%	11,0%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.

Fortsættes >

Noter

	2016	2015
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	18%	18%
Investment grade A-BBB	5%	7%
Non Investment grade BB-CCC	1%	1%
Andre inklusiv kontanter & aktier	76%	74%
Landefordeling		
USA	26%	21%
Tyskland	13%	13%
Danmark	20%	22%
Storbritannien	12%	12%
Sverige	9%	8%
Andre inklusiv kontanter	20%	24%
Sektorfordeling		
Stabile forbrugsgoder	32%	26%
Health Care	15%	15%
Industri	11%	9%
Cykliske forbrugsgoder	11%	8%
Andre inklusiv kontanter & obligationer	31%	42%

7 **Investorernes formue**	**2016 Cirk. beviser**	**2016 (t.kr.) Formue-værdi**	2015 Cirk. beviser	2015 (t.kr.) Formue-værdi
Formue primo	190.215	286.169	184.328	252.725
Emissioner i året	16.946	24.357	40.347	60.487
Indløsninger i året	41.700	61.791	34.460	53.120
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		120		120
Overført fra resultatopgørelsen		862		25.957
Formue ultimo	**165.461**	**249.717**	190.215	286.169

Noter

8

Femårsoversigt	2016	2015	2014	2013	2012
Årets nettoresultat (t.kr.)	862	25.957	21.505	26.476	6.812
Investorernes formue ultimo (t.kr.)	249.717	286.169	252.725	227.007	156.466
Cirkulerende andele (stk.)	1.654.610	1.902.150	1.843.280	1.799.490	1.430.790
Indre værdi	150,92	150,45	137,11	126,15	109,36
Omkostningsprocent	1,12	2,64	2,01	2,42	2,16
Årets afkast (%)	0,29	9,72	8,69	15,35	7,08
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	51.248	159.695	35.017	102.440	153.478
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	55.695	169.181	54.035	60.167	46.089
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	106.943	328.876	89.052	162.608	199.567
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	0	233.140	8.119	102.655	69.641
Omsætningshastighed	0,00	0,44	0,19	0,27	0,27
ÅOP	1,38	2,94	2,34	2,73	2,46
ÅOP (eksklusiv performance fee)	1,38	1,44	1,34	1,50	1,79
Sharpe Ratio	1,09				
Standardafvigelse (%)	7,11				

Supplerende oplysninger

Finanskalender

Nedenstående er finanskalender for 2017

For regnskabsåret 2017

29.03.2017	Årsrapport 2016
26.04.2017	Generalforsamling
24.08.2017	Halvårsrapport 2017

stonehenge

Stonehenge Fondsmæglerselskab A/S
Hasseris Bymidte 3 · DK-9000 Aalborg · Tel. +45 72 20 72 70 · www.stonehenge.dk