

# ÅRSRAPPORT 2015

## INVESTERINGSFORENINGEN PFA INVEST

[www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk) // Offentliggjort 11. februar 2016



# Indholdsfortegnelse

## Påtegninger

|                                           |   |
|-------------------------------------------|---|
| Ledelsespåtegning .....                   | 4 |
| Den uafhængige revisors erklæringer ..... | 5 |

## Ledelsesberetning

|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| Generelt for afdelingerne .....                    | 7  |
| Ansvarlige investeringer .....                     | 11 |
| Bestyrelse og direktion .....                      | 13 |
| Udviklingen i 2015 og forventninger til 2016 ..... | 14 |
| Generelle risikofaktorer .....                     | 17 |
| Risici og risikostyring .....                      | 19 |

## Årsrapport for afdelingerne

|                           |    |
|---------------------------|----|
| Korte Obligationer .....  | 22 |
| Lange Obligationer .....  | 27 |
| Kreditobligationer .....  | 32 |
| Danske Aktier .....       | 38 |
| Globale Aktier .....      | 43 |
| Højt Udbytte Aktier ..... | 50 |
| Europa Value Aktier ..... | 57 |
| Balance A .....           | 63 |
| Balance B .....           | 70 |
| Balance C .....           | 77 |

## Fælles noter

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| Bestyrelses- og revisionshonorar ..... | 85 |
| Anvendt regnskabspraksis .....         | 86 |
| Nøgletalsdefinitioner .....            | 88 |
| Foreningsoplysninger .....             | 90 |

# PÅTEGNINGER

# Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2015 for 10 afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

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 d. 11. februar 2016**

## **Bestyrelsen:**

Peter Engberg Jensen  
Formand

Jørgen Madsen

Rina Asmussen

## **Direktion:**

Christian Lindstrøm Lage  
Direktør  
PFA Asset Management A/S

Henrik Nøhr Poulsen  
Direktør  
PFA Asset Management A/S

Rasmus Bessing  
Direktør  
PFA Asset Management A/S

# Den uafhængige revisors erklæringer

## Til medlemmerne i Investeringsforeningen PFA Invest

Vi har revideret årsregnskabet Investeringsforeningen PFA Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015, der omfatter den samlede beskrivelse af anvendt regnskabspraksis og fælles noter samt den enkelte afdelings resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

## Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

## Revisors ansvar og den udførte revision

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført revisionen i overensstemmelse med internationale standarder om revision og yderligere krav ifølge dansk revisorlovgivning. Dette kræver, at vi overholder etiske krav samt planlægger og udfører revisionen for at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet er uden væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter udførelse af revisionshandling for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandling afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, som er relevant for foreningens udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.

En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

## Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens og afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

## Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger mv. gennemlæst ledelsesberetningen, herunder de enkelte afdelingsberetninger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen og de enkelte afdelingsberetninger er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København d. 11. februar 2016

Deloitte  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 33 96 35 56

|                          |                          |
|--------------------------|--------------------------|
| Anders O. Gjelstrup      | Kasper Bruhn Udum        |
| Statsautoriseret revisor | Statsautoriseret revisor |

# LEDELSES BERETNING

# Generelt for afdelingerne

## Velkommen til Investeringsforeningen PFA Invest

Generelt var 2015 et godt år for foreningen. Formuen blev i 2015 øget med over 1,8 mia. kr. til 4,3 mia. kr., svarende til en stigning på 72 %. Stigningen fremkom både som følge af nye indskud og som følge af to cifrede afkast på hovedparten af de aktiebaserede og blandende afdelinger.

Foreningen tilføjede i 2015 endnu en balance-afdeling – Balance C. Afdelingen er en investeringsmulighed for de investorer, der gennem større eksponering i aktier ønsker en højere risikoprofil, og afdelingen komplementerer dermed de eksisterende balance-afdelinger. Med et tegningsresultat på 102 mio. kr. blev afdelingen optaget til handel på NASDAQ Copenhagen den 7. maj.

Det samlede resultat for foreningen blev et overskud på 266,7 mio. kr. Bestyrelsen foreslår til godkendelse på generalforsamlingen, at der udloddes udbytte i 8 af foreningens 10 afdelinger. De foreslåede udbyttesatser fremgår på side 8.

2015 var præget af store forskelle på udviklingen i aktiemarkederne i de enkelte lande og sektorer. Det afspejles naturligvis i afkastene på foreningens aktieafdelinger.

Afdeling Danske Aktier blev den aktieafdeling i foreningen, som opnåede det højeste afkast med 36,4 %. Herefter fulgte afdeling Globale Aktier med 17,7 %, afdeling Europa Value Aktier med 14,1 %, og afdeling Højt Udbytte Aktier med 11,4 %.

Medvirkende til de høje afkast var, at alle aktieafdelinger opnåede et afkast bedre end det fastsatte benchmark. Globale Aktier opnåede et solidt merafkast på 7,1 %, mens afkastet for Danske Aktier oversteg benchmark med 5,5 %.

Afkastet i de obligationsbaserede afdelinger var præget af et lavrentemiljø med ikke færre end fire rentenedsættelser fra Nationalbanken. Dette resulterede i negative renter for statsobligationer med en løbetid op til 7 år, ligesom renten for korte realkreditobligationer i perioder var negativ.

Samtidig lykkedes det ikke for foreningen at opnå afkast svarende til benchmark for de obligationsbaserede afdelinger. Afdeling Korte Obligationer opnåede et afkast på -1,4 %, og afkastet for Lange Obligationer blev -1,1 % - eller 0,5 pct. lavere end benchmark. Afdeling Kreditobligationer opnåede et positivt afkast på 7,8 % lige under benchmark.

For de tre balancerede afdelinger, hvor investeringerne er sammensat af et mix af foreningens andre afdelinger samt enkeltaktiver, opnåedes i alle afdelinger et afkast højere end benchmark. Afkastet i Balance A blev 7,1 %, i Balance B 10,3 % og i Balance C, der startede i løbet af året, -0,9 %.

Direktionen

PFA Asset Management A/S

Christian Lindstrøm Lage, Henrik Nøhr Poulsen og

Rasmus Bessing

## Resultat, formue og andele

Foreningen realiserede i 2015 et samlet resultat på 266,7 mio. kr. og havde ved årets udgang en formue inklusiv udlodning på 4,3 mia. kr. fordelt på i alt 35,1 mio. andele.

## Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at foreningen udlodder følgende udbytter for 2015:

| Afdeling            | Udbytte (kr. pr. andel) |
|---------------------|-------------------------|
| Korte Obligationer  | -                       |
| Lange Obligationer  | 1,10                    |
| Kreditobligationer  | 8,00                    |
| Danske Aktier       | 34,50                   |
| Globale Aktier      | 17,60                   |
| Højt Udbytte Aktier | 11,10                   |
| Europa Value Aktier | 14,50                   |
| Balance A           | 8,30                    |
| Balance B           | 11,70                   |
| Balance C           | -                       |

## Fastholdelse af risikoprofil

Foreningen fokuserer i det daglige investeringsarbejde på at fastholde afdelingernes risikoprofiler. De vigtigste elementer i dette fokus er den løbende overvågning af:

- Afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre relevante markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsunivers.
- Den gennemsnitlige forskel mellem afdelingernes afkast og benchmarkafkast (tracking error) holdes på et passende niveau for hver enkelt afdeling.

Foreningen har for alle afdelinger fastlagt rammer for, hvilke markeder og markedssegmenter, der kan investeres i. Foreningens ledelse vurderer løbende, om der er behov for at korrigere udnyttelsen af disse investeringsrammer.

## Bestyrelses- og ledelsesforhold

Foreningen har ikke selv en direktion eller andre ansatte. Foreningen har i stedet en aftale med PFA Asset Management A/S som investeringsforvaltningsselskab. Bestyrelsens opgaver er beskrevet i foreningens vedtægter og forretningsorden for bestyrelsen.

Ledelsen af investeringsforeninger er reguleret i lov om finansiel virksomhed og i lov om investeringsforeninger m.v. samt i diverse bekendtgørelser. Hertil kommer en række konkrete anvisninger i vejledninger fra Finanstilsynet.

Bestyrelsen er for 2015 med generalforsamlingens godkendelse samlet honoreret for arbejdet i foreningen med 400.000 kr. Honoraret for de enkelte medlemmer fremgår under Fælles noter og afsnittet Bestyrelses- og revisionshonorar. Bestyrelsen modtager ikke andre former for vederlag i forbindelse med bestyrelsesarbejdet. Bestyrelsens sammensætning og tillidshverv er beskrevet i et særskilt afsnit.

## Investeringspolitik

Foreningens investeringspolitik er gennem aktiv formueforvaltning at opnå et tilfredsstillende afkast i forhold til de respektive markeder og instrumenter, som er defineret i de enkelte afdelingers placeringsregler. Der investeres under hensyn til både spredningskrav, reduktion af risici og under iagttagelse af diverse etiske aspekter.

## Tracking Error og Active Share

Tracking Error er et mål for, hvor tæt afkastsudviklingen i en afdeling følger afkastsudviklingen af et benchmark. Jo tættere på 0 %, jo mere identiske er afdelingens afkast med indekset. Passivt forvaltede afdelinger vil normalt have en Tracking Error under 1 %. Tracking Error beregnes kun for afdelinger, der har eksisteret i mere end 3 år, hvilket i år er aktuelt for følgende 7 afdelinger: Korte Obligationer, Lange Obligationer,

Kreditobligationer, Danske Aktier, Globale Aktier, Højt Udbytte Aktier og Balance B. Tracking Error fremgår af noten 5-års oversigt i rapporten for de enkelte afdelinger.

Active Share er et mål for summen af forskelle mellem aktievægte i en afdelings portefølje og i et benchmark. Hvis beholdningerne er identiske, vil Active Share være 0. Active Share fremgår ligeledes af noten 5-års oversigt.

### **Kommunikationspolitik**

Der er stor interesse for opsparing og investering. Foreningen ønsker at være åben over for medlemmer, presse og myndigheder. Medlemmernes adgang til information sikres først og fremmest via hjemmesiden [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk), hvor alle relevante oplysninger om foreningens afdelinger findes. Hjemmesiden opdateres løbende med emissions- og indløsningskurser, afkast og performancedata samt de største aktiver i beholdningen. Medlemmerne har mulighed for at få besked via e-mail, når der indkaldes til generalforsamling, eller der publiceres hel- og halvårsregnskaber.

Foreningens andele udstedes gennem Danske Bank. Alle afdelinger er optaget til daglig handel på NASDAQ Copenhagen. Alle væsentlige nyheder vedrørende foreningen vil derfor blive offentliggjort via NASDAQ Copenhagen. Disse selskabsmeddelelser vil også kunne findes på hjemmesiden.

Medlemmer og andre interesserede kan henvende sig til foreningen via e-mail [pfainvest@pfa.dk](mailto:pfainvest@pfa.dk) med spørgsmål til foreningens forretningsområde.

### **Indregning og måling**

Der er ved aflæggelse af dette årsregnskab ikke konstateret usikkerhed ved indregning eller måling, da afdelingernes aktiver primært består af børsnoterede værdipapirer noteret på effektive markeder.

Der er ikke konstateret usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregning eller måling.

### **Væsentlige begivenheder siden årsskiftet**

Foreningen har ikke i perioden siden balancedagen konstateret forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

### **Videnressourcer**

Foreningen har ingen ansatte, men baserer sig på eksterne samarbejdspartnere. Den overvejende del af foreningens videnbase er derfor placeret hos de medarbejdere, der er ansat hos samarbejdspartnere.

Foreningens bestyrelse lægger afgørende vægt på at sikre, at den viden og de kompetencer, der er forankret hos samarbejdspartnere, beskyttes og udvikles. Bestyrelsen modtager og evaluerer derfor løbende rapportering om samarbejdspartnernes initiativer til at sikre, at den nødvendige viden om foreningens virksomhed, og arbejdsbetingelser bevares og udvikles.

### **Måltal for det underrepræsenterede køn**

Bestyrelsen har fastsat et måltal for det underrepræsenterede køn i bestyrelsen, således at det underrepræsenterede køn som minimum skal udgøre 25 % af bestyrelsen. Måltallet var ved udgangen af 2015 opfyldt, idet den kønsmæssige fordeling i bestyrelsen udgør 33/67 %. Bestyrelsen foretager en årlig vurdering og eventuel ajourføring af det opstillede måltal.

### **Fund Governance og Best practice for ledelse**

De grundlæggende rammer for god ledelse af investeringsforeninger er fastlagt i lov om investeringsforeninger, bekendtgørelsen om ledelse, styring og administration af danske UCITS samt vejledninger fra Finanstilsynet. Investeringsfondsbranchen (IFB), der er investeringsforeningernes brancheorganisation, har udarbejdet et sæt anbefalinger til sine medlem-

mer om Fund Governance samt et sæt anbefalinger om Best practice for ledelse.

### **Fund Governance**

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance politik. Den vedrører den overordnede styring af rettigheder og ansvar blandt aktørerne i og omkring foreningen og investeringsforvaltningsselskabet PFA Asset Management A/S. Politikken definerer – sammen med øvrige regler, forretningsgange og politikker – samspillet mellem investorer, bestyrelsen, direktionen og øvrige interessenter. Politikken følger Investeringsfundsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om fund governance politikken på foreningens hjemmeside [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk).

### **Best practice for ledelse**

Foreningens bestyrelse har vedtaget en politik for best practice for ledelse af investeringsforeninger.

Politikken tager udgangspunkt i lovkravet om, at ledelsen skal vælge og begrunde en forretningsmodel i overensstemmelse med vedtægternes formåls-

paragraf, efterfulgt af foreningens efterlevelse af brancheanbefalingerne om drift og opfølgning på de enkelte elementer i forretningsmodellen. Politikken følger Investeringsfundsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om politikken for best practice på foreningens hjemmeside [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk).

### **Øvrige forhold**

Investeringsforeningen er stiftet på initiativ af PFA Pension, forsikringsaktieselskab den 31. august 2012. PFA Pension ejer en større andel af investeringsforeningens udstedte certifikater. Det er imidlertid ikke PFA Pensions hensigt at opretholde denne eksponering, og der sker således en gradvis reduktion i takt med, at øvrige investorer efterspørger foreningens afdelinger.

Relationen til PFA Pension, forsikringsaktieselskab giver foreningen adgang til PFA-koncernens investeringsekspertise og stordriftsfordele i form af serviceydelser udført af PFA Bank A/S og PFA Asset Management A/S. Aftalerne om serviceydelser er indgået på markedsbaserede vilkår.

# Ansvarlige investeringer

## Ansvarlige investeringer og aktivt ejerskab

Foreningens bestyrelse har uddelegeret forvaltningen af foreningens midler til PFA Asset Management A/S. Derfor er foreningens politik og retningslinjer for arbejdet med ansvarlige investeringer udøvet af PFA Asset Management A/S.

PFA Asset Management A/S er omfattet af PFA Pensions politik for ansvarlige investeringer. Den er vedtaget af PFA's bestyrelse og implementeres af PFA's Responsible Investment Board (RI Board). På den måde anvendes den viden og ekspertise, der er opbygget i PFA og PFA Asset Management A/S også i forvaltningen af PFA Invests midler.

De midler, som forvaltes af PFA Asset Management, er omfattet af PFA's procedurer for screening og engagement-dialog, der udføres sammen med PFA's samarbejdspartner på området, GES. Politik, retningslinjer og eksklusionsliste er alle tilgængelige på pfa.dk.

## Politik for ansvarlige investeringer

Rammen for arbejdet med ansvarlige investeringer, og for hvordan det integreres i investeringsprocessen er samlet i PFA's politik for ansvarlige investeringer. Politikken er baseret på FN Global Compacts 10 principper om respekt for menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, klima, miljø og anti-korruption samt de FN konventioner, der understøtter principperne. Arbejdet med screening, aktivt ejerskab og dialog tager udgangspunkt i de seks FN-understøttede principper for ansvarlige investeringer.

PFA Asset Management har i efteråret 2015 tilsluttet sig PFA-koncernens skattepolitik, der indeholder en samlet beskrivelse af principper og praksis for skatte- og afgiftsområdet. På investeringsområdet præciserer politikken, at det forventes, at de selskaber, der investeres i, efterlever skatte- og afgiftslovgivningen i de lande, de opererer i.

I 2015 har RI Boardet opdateret retningslinjerne for ansvarlige investeringer i statsobligationer, der

blev udarbejdet i 2012. Formålet har været at sikre, at retningslinjerne samler den praksis og proces PFA arbejder med på området.

## Resultater fra årets aktiviteter

Aktivt ejerskab er et vigtigt element i arbejdet med ansvarlige investeringer. Via investeringsforvalter ønsker foreningen at skabe en ansvarlig værdiskabelse og dermed sikre højest muligt langsigtet investeringsafkast til sine kunder. Screening og dialog er vigtige elementer, som er med til at afdække om de selskaber og lande, der investeres i, efterlever de internationale principper, som er en del af politikken for ansvarlige investeringer. Hvis det konstateres, at et selskabs praksis strider mod politikken, opstarter PFA's samarbejdspartner GES en engagement-dialog for at få praksis ændret.

## Screening og aktivt ejerskab

Foreningen har via PFA's samarbejdspartner GES, fået selskaberne i sin portefølje screenet. I takt med at foreningen investerer i flere selskaber, har der i årets løb været en stigning i antallet af sager, hvor GES har evalueret om et selskab har begået normbrud. I 2015 har GES evalueret 181 sager mod 128 sager i 2014, og GES har været i dialog med 56 selskaber, der enten har brudt sig mod internationale konventioner, eller hvor der har været indikationer på, at de har begået konventionsbrud. Det er i alt ti sager mere end året før. Tre sager er blevet løst i løbet af 2015, da selskaberne har ændret praksis for at overholde de internationale konventioner.

Via investeringsforvalter foretager foreningen screening og analyser af lande i henhold til PFA's retningslinjer og model for landescreening. Der foretages ikke engagement-dialog med lande, idet det anses for at være et udenrigspolitisk anliggende. Udover opdateringen af retningslinjerne for ansvarlige investeringer i statsobligationer har der været fokus på at lave en statusanalyse af modellen for landescreening, der blev udviklet i 2013. Screeningsmodellen sikrer, at relevante lande udvælges til en grundig analyse, som er det grundlag RI Boardet baserer sine beslutninger på.

Formålet med at gennemgå modellen var samtidig at sikre, at det er de mest egnede faktorer, der indgår i evalueringen af landene. Selvom screeningen er baseret på solide internationale anerkendte indeks, kan der over tid ske ændringer, der har betydning for anvendelsen af indekset. De indeks der anvendes samt screeningmodellen er tilgængelige på pfa.dk. Der har i 2015 været en opfølgning på situationen i Ukraine og Rusland. Derudover har RI Boardet fulgt situationen i Angola og Elfenbenskysten, som er lande, RI Boardet har vurderet investeringsegnede i 2014, men samtidig holder under observation.

#### **Fokus på forskellige temaer**

Et tilbagevendende tema er et fortsat fokus på grønne investeringer og investeringer i selskaber, der producerer kul, olie og gas. I 2015 inviteredes WWF til debat om emnet ved Folkemødet på Bornholm og siden da, har PFA Asset Management fortsat dialogen med WWF. PFA er CDP investor-medlem (det tidligere Carbon Disclosure Project) og har været i dialog om at få lavet et overblik over CO<sub>2</sub>-udledningen af PFA's aktie portefølje. Det er endnu ikke afklaret i hvilken detaljeringsgrad det er muligt at få data. Kortlægningen forventes udført i starten af 2016. Kortlægningen vil blive anvendt som en intern vejledning til det videre arbejde inden for området.

Investeringsforvalter har i 2015 været i dialog med en række NGO'ere om deres konkrete mærkesager i forhold til forvalterens politik og praksis for ansvarlige investeringer. Det gælder bl.a. selskaber, der har aktiviteter i Israel og omkring bosættelserne på Vestbredden. Resultatet af dialogen har medført et øget fokus på selskaber med aktiviteter i området. PFA har i samarbejde med GES, været i dialog med flere selskaber, ligesom PFA selv har haft dialog med relevante selskaber og forvaltere for at kunne vurdere, om selskaberne efterlevede internationale retningslinjer på området.

I 2015 kom PFA i 'Hall of Fame', som udnævnes af den hollandske fredsorganisation PAX. Organisati-

onen har evalueret PFA's politik og praksis for eksklusion af selskaber, der producerer atomvåben.

#### **Prioriteter og perspektiver for 2016**

Investeringsforvalter arbejdede videre med hvordan FN's Retningslinjer for Menneskerettigheder og Erhverv (UNGPs) bedre kan omsættes i de forskellige processer for investering, screening og aktiv ejerskabs-dialog. Det er en fortløbende proces, der er baseret på en due diligence tilgang. Arbejdet er afhængigt af det data, der er tilgængelig. Derfor er det et område PFA vil have mere fokus på i 2016.

PFA har fulgt den seneste udvikling af organisationen PRI (Principles for Responsible Investment), der bl.a. samler en lang række aktører, som arbejder med ansvarlige investeringer og de seks FN-understøttede principper for ansvarlige investeringer. PFA meldte sig ud af PRI i december 2013 sammen med ATP, PensionDanmark, Industriens Pension, PKA og Sampension. Den fælles udmeldelse blev begrundet med, at PRI bl.a. manglede governance strukturer. Gruppen med de seks investorer har i 2015 haft dialog med PRI, og det forventes, at dialogen fortsætter i 2016.

RI Boardet har opstartet en log på pfa.dk, hvor der løbende opdateres om en række konkrete virksomheder, PFA tidligere er blevet spurgt ind til. På den måde synliggøres en del af den ofte langvarige dialog med et selskab, så kunder, NGO'ere og medier m.fl. kan holde sig orienteret omkring processen. Samtidig er denne aktivitet med til at understøtte arbejdet med øget transparens, som forventes at fortsætte i 2016.

PFA prioriterer at svare på de henvendelser, der kommer fra kunder, medier og andre interessenter om, hvordan politik og retningslinjer efterleves i praksis. Mange af henvendelserne kan henvises til det, der står på pfa.dk om ansvarlige investeringer. I 2016 vil PFA fortsat prioritere at svare på henvendelser om arbejdet med ansvarlige investeringer.

# Bestyrelse og direktion

## Bestyrelsen

Bestyrelsens medlemmer vælges af generalforsamlingen. Bestyrelsen skal bestå af mindst 3 og højst 5 medlemmer. Bestyrelsen vælger selv sin formand. Hvert år afgår det bestyrelsesmedlem eller de bestyrelsesmedlemmer, der har fungeret længst, regnet fra den pågældendes sidste valg. Mellem flere medlemmer, der har fungeret lige længe, bestemmes afgang ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted.

Bestyrelsen har i 2015 afholdt møder på følgende datoer: 25. februar, 13. marts (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 20. april (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 22. maj, 24. august, 18. september og 27. november.

## Bestyrelsens medlemmer

**Peter Engberg Jensen** · Formand · Født 1953  
Professionelt bestyrelsesmedlem,  
Sankt Annæ Plads 13, 3, 1250 København K.  
Indtrådte i bestyrelsen 9. september 2014.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesformand: Finansiell Stabilitet og Ordrup Gymnasium.

Bestyrelsesmedlem: PensionDanmark A/S, PensionDanmark pensions-forsikringsaktieselskab, LD, Den sociale kapitalfond.

Repræsentantskab: Business Lolland Falster.

**Rina Asmussen** · Født 1959

Partner Stanton Chase Copenhagen,  
Strandgade 4, 1401 København K.  
Indtrådte i bestyrelsen 22. april 2014.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: BRF Holding A/S og Jyske Bank A/S.

**Jørgen Madsen** · Født 1945

Professionelt bestyrelsesmedlem,  
Askhøj 15, 2850 Nærum.

Indtrådte i bestyrelsen 31. august 2012.

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesmedlem: PFA Asset Management A/S.

## Direktion

**Christian Lindstrøm Lage** · Født 1975

Direktør, PFA Asset Management A/S,  
Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø.

**Henrik Nøhr Poulsen** · Født 1967

Direktør, PFA Asset Management A/S,  
Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø

**Rasmus Bessing** · Født 1974

Direktør, PFA Asset Management A/S,  
Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø

### Andre ledelseshverv:

Bestyrelsesformand Savery Academy ApS.

## FINANSKALENDER 2016

|                  |                                                           |
|------------------|-----------------------------------------------------------|
| 11. februar 2016 | Offentliggørelse af årsrapport for 2015                   |
| 1. marts 2016    | Ordinær generalforsamling                                 |
| 24. august 2016  | Offentliggørelse af halvårsrapport for første halvår 2016 |

# Udviklingen i 2015 og forventninger til 2016

2015 blev på mange måder et rekordernes år, men også et volatilt år. Væksten i Europa var moderat, men lav inflation fik Den Europæiske Centralbank (ECB) til at starte et stortilet opkøbsprogram af statsobligationer. I USA var væksten mere robust, og den amerikanske centralbank (Fed) hævede renten for første gang i ni år. Europæiske renter faldt til nye bundniveauer, mens amerikanske renter sluttede året lidt højere. Aktieindeksene i USA nåede nye kursrekorder, men europæiske aktiekurser steg mest om end fra et lavere niveau. Høj prissætning af obligationer og aktier medførte markante korrektioner i begge markeder i løbet af året. Faldende råvarepriser lagde pres på Emerging Market-obligationer og kreditobligationer, og renterne steg i forhold til renten på mere sikre papirer.

## Halvering af oliepris sendte inflation mod nul

2015 var præget af en halvering af olieprisen i forhold til året før og deraf meget lave forbrugerpriser i de vestlige lande. Inflationsrater tæt på og under 0% sikrede pæn reallønsfremgang blandt forbrugere og store besparelser på energirelaterede omkostninger. Hertil kom, at fortsat rigelig kapacitet i råvare- og fremstillingsvirksomheder trykkede producentpriser på en lang række produkter nedad. Både i USA og Europa lå inflationsraterne tæt på nul og betydeligt under centralbankernes mål for prisstabilitet. Det understøttede en mere lempelig pengepolitik end ventet i starten af året.

## Moderat vækst i Europa

Væksten i Europa steg til knap 1,5 % i de første tre kvartaler af 2015, hvilket er den højeste vækst siden 2011. Væksten var bredt baseret, og flere økonomier, som tidligere var i recession, begyndte at vise vækst. Den indenlandske efterspørgsel supplerede tidligere års eksportdrevne vækst, da en svækket euro, lave renter, billig energi og stigende udlånsvækst kraftigt stimulerede privatforbruget. Investeringer i den private sektor bidrog også positivt til væksten, men investeringslysten er stadig trykket af lav vækst og høj usikkerhed om fremtiden. Væksten i Eurozonen er dog høj nok til, at der

er over de seneste 12 måneder er blevet skabt 1,2 millioner nye arbejdspladser og arbejdsløsheden er faldet med 0,8 %-point til 10,7 %.

Det europæiske sammenhold blev testet, først af krisen i Grækenland og senere af den tiltagende flygtningestrøm. Grækenland-krisen og beslutningen om at indføre kapitalkontrol havde store politiske og sociale omkostninger for den græske økonomi, mens effekten på resten af Europa og de finansielle markeder var forholdsvis begrænset. Flygtningestrømmen til Europa kan på kort sigt løfte det offentlige forbrug og dermed stimulere væksten, men fortegnet på de langsigtede effekter afhænger af, hvorvidt det lykkes at integrere immigranterne på arbejdsmarkedet.

## Robust vækst i USA

I USA voksede økonomien med lidt over 2 %. Det er på niveau med sidste år, men noget lavere end væksten forud for finanskrisen. Den underliggende vækst er forholdsvis robust, drevet af fremgang på arbejdsmarkedet og boligmarkedet. Arbejdsløsheden er faldet med 0,8 %-point til 5,0 %, som er det laveste niveau siden starten af 2008. Der er kun spæde tegn på, at den lave arbejdsløshed begynder at presse lønningerne op i visse sektorer. Det er specielt servicesektoren, som trækker væksten og skaber nye arbejdspladser. Fremstillingssektoren viser tydelige tegn på at den stærke USD forringer virksomhedernes indtjening og konkurrenceevne. Det store fald i olieprisen øger samtidig presset på den fremstormende skiferolie-industri, der vejer tungt inden for kreditobligationer.

## Dansk kronekrise tvinger renter lavere

I Danmark fortsatte den moderate vækst fra 2014 ind i 2015. Det var specielt privatforbruget der trak væksten i årets første tre kvartaler. Danske forbrugere nød godt af medvind fra stigende beskæftigelse, højere boligpriser og meget lave renter. Inflation var forholdsvis tæt på 0,5 % gennem året og sikrede reallønsfremgang, på trods af generelt beskedne lønstigninger. Investeringsaktiviteten i

den private sektor var moderat, hvilket nok skal ses i lyset af usikkerhed om opsvingets styrke på eksportmarkederne.

Fremadrettet forventes væksten at forblive moderat og i underkanten af det historiske trend niveau. Der er ikke udsigt til en væsentlig acceleration i væksten på eksportmarkederne, hvilket fortsat vil være en dæmper på investeringslysten. Den indenlandske efterspørgsel ventes at blive støttet af forsat lave renter, høj beskæftigelse og stigende boligpriser. Der er dog ikke noget som tyder på at danskerne igen vil forsøge sig med et lånefinansieret opsving, som det vi så før den finansielle krise.

På trods af de svage vækstudsigter er der forholdsvis stor tillid til robustheden af dansk økonomi. Det kommer til udtryk i de nuværende meget lave renter, hvor 2-årige statsrenter har ligget under minus 0,25 % det meste af året og lavere end tyske renter. De rekordlave danske renter skyldes i høj grad ECB's opkøbsprogram og vinterens omvendte kronekrise. I januar 2015 overraskede den schweiziske centralbank ved at bryde båndet til euroen samtidig med, at renten blev sænket til minus 0,75 %. Beslutningen medførte en 15 % opskrivning af schweizerfrancen og markedet begyndte at teste danske kroners bånd til euroen. Til forskel fra Schweiz er den danske fastkurskurspolitik dog solidt politisk forankret og har været en hjørnesteen i pengepolitikken siden 1982. Nationalbanken intervererede for næsten 300 mia. kroner i valutamarkedet og nedsatte indskudsbevisrenten til minus 0,75 %. Sammen med et midlertidigt stop for udstedelse af statsobligationer, der pressede obligationskurserne op og renten ned, lykkedes det at holde kronekursen stabil.

#### **ECB hopper på QE-vognen**

Den meget lave inflation fik i starten af året Den Europæiske Centralbank (ECB) til at sænke indskudsrenten til minus 0,2 % og lancere et stort opkøbsprogram af obligationer (QE), med hen-

blik på at presse lange renter yderligere ned og stimulere væksten. Tilsvarende QE-programmer er blevet gennemført i USA og England og kører stadig i Japan. I løbet af året voksede bekymringen for, at en langvarig periode med meget lav inflation kunne forplante sig i producentpriser og lønforhandlinger og dermed blive forlænget yderligere. Renten blev derfor sat yderligere ned med 0,10 % og QE-programmet forlænget til marts 2017. ECB's aggressive pengepolitik har presset europæiske renter ned til nye bundniveauer. Ikke mindst i Tyskland, hvor renterne kortvarigt var negative for obligationer med løbetider op til 9 år. De faldende renter medvirkede samtidig til at svække eurokursen og styrke aktiemarkederne.

#### **Fed klar med første rentestigning i 9 år**

Den amerikanske centralbank hævde sidst i 2015 renten efter 7 år med nul-renter. Det er første gang siden 2006, at renten er blevet sat op. Rentestigningen skete ud fra en vurdering af, at faldende arbejdsløshed gradvist ville medføre stigende lønninger og højere inflation. Ved at hæve renten allerede nu håber Fed, at man fremadrettet kan hæve renterne i et mere moderat tempo, end set ved tidligere cykler, og dermed fastholde opsvinget.

#### **Stærkeste USD siden 2003**

På baggrund af den meget lave inflation har de store centralbanker generelt lempet deres pengepolitik gennem året. Feds enegang med stigende renter har derfor medført en kraftig styrkelse af den handelsvægtede USD på omkring 10 % i de seneste 12 måneder til det stærkeste niveau siden 2003. ECB's QE-program har derimod medvirket til at svække euroen med knap 10 % overfor de vigtigste samhandelspartnere til det svageste niveau siden 2003. 2015 blev dog hårdest for valutaerne blandt verdens store råvareeksportører. Den canadiske og australske dollar tabte 10-15 % af værdien over for USD, mens Brasilien måtte se realen falde med 30 % over for USD i 2015.

### Hårdt år for Emerging Markets

2015 var et vanskeligt år for EM-landene, som både blev ramt af aftagende global vækst, faldende råvarepriser og stigende amerikanske renter. Specielt råvareeksporterende lande, som Brasilien og Rusland, blev ramt af en kraftig recession, og olieproducenter i Mellemøsten måtte tære på de finansielle reserver for at få budgetterne til at hænge sammen. I Kina lempede man både finans- og pengepolitikken, for at lægge en bund under økonomien og stabilisere væksten omkring det politiske mål på 7 %. Kina ser stadig ud til at have midlerne og viljen til at fastholde en vækst på knap 7 %, men den hastigt stigende gæld blandt virksomhederne og et svagt boligmarked er bekymrende. Nervøsiteten om situationen i Kina kom blandt andet til udtryk i en korrektion i de globale aktiemarkeder, da Kina i sensommeren kommunikerede et brud med det tætte bånd til USD.

Stigende amerikanske renter og en stærk USD har haft en negativ indflydelse på væksten i EM-landene, da lån i USD ofte bruges som supplement til lån i lokalvaluta. De fleste EM-lande er dog mindre afhængige af USD-likviditet, end det var tilfældet under Asienkrisen i 1997/1998, og de forholds-

vis kraftige udsving i valutakurserne ser ud til at have reduceret en væsentlig del af ubalancerne på landenes eksterne balancer uden at have medført økonomisk kollaps.

Efter en årrække med en meget lempelig global pengepolitik, forventer vi at den amerikanske centralbank gradvist vil hæve renten i 2016. Den globale vækst forventes fortsat at være moderat understøttet af de udviklede økonomier, mens en række andre emerging økonomier, fortsat vil opleve vigende vækstrater. Hvis den amerikanske centralbank får ret i at rentestigningerne kommer gradvist og doseret til, at økonomien ikke går i stå, forventer vi, at der trods den mindre lempelige pengepolitik fortsat vil være et attraktivt investeringsklima. Rentestigningerne vil trække likviditet ud af markedet og medvirke til at skabe større udsving på de finansielle markeder, og de senere års op-trend på aktiemarkederne bliver mere behersket. For året som helhed forventer vi dog, at risikofyldte aktiver, specielt aktier, vil give et højere afkast end obligationer og ser værdi i kreditobligationer og ejendomme. På obligationssiden ser dansk realkredit attraktivt ud, mens statsobligationer formodes at give afkast i den lave ende.

# Generelle risikofaktorer

## Landerisiko

Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, for eksempel Danmark, ligger der en 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.

## Eksposering mod udlandet

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

## Valuta

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil 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, har begrænset valutarisiko.

## Selskabsspecifikke forhold

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

## Nye markeder (emerging markets)

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien, Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativ usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke forekommer på de udviklede markeder. Et stabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis betyde, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer. Effekten kan også være mere vedvarende.

## Særlige risici for obligationsafdelingerne

### Kursudsving på 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 renteutviklingen 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, foreningen investerer i. Jo lavere varighed, desto mere kursstabile er obligationerne, hvis renten ændrer sig.

### **Kreditrisiko**

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarende reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervs-virksomheder samt visse lande kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspændet 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.

### **Særlige risici for aktieafdelingerne**

#### **Kursudsving på aktiemarkedet**

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 markeds-mæssige 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 afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

### **Særlige risici for blandede afdelinger**

Blandede afdelinger er påvirket af de faktorer, der påvirker såvel aktie som obligationsafdelinger.

# Risici og risikostyring

Som investor i PFA Invest får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne. Andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer - og den skal investor selv tage højde for - er valget af afdelinger. Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor for eksempel har valgt at investere i en afdeling, der har danske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi.

Risikoen ved at investere gennem en investeringsforening kan grundlæggende afdækkes ved at observere følgende fire elementer:

## Risici knyttet til investors valg af afdelinger

Inden man som investor beslutter sig for at investere, er det vigtigt at få fastlagt en investeringsprofil, så investeringerne kan sammensættes ud fra ens behov og forventninger. Desuden er det afgørende, at man er bevidst om de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan derfor være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver. Investeringsprofilen skal blandt andet tage højde for, hvilken risiko man ønsker at løbe med sin investering, og hvor lang tidshorisonten for investeringen er. Ønsker man for eksempel en meget stabil udvikling i sine PFA Invest andele, bør man som udgangspunkt ikke investere i afdelingerne med høj risiko (altså afdelinger, der er markeret med 6 eller 7 på risikoindekatoren).

Af den enkelte afdelings årsrapport fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindekatoren fra dokumentet Central Investorinformation. Risiko- en udtrykkes ved et tal mellem 1 og 7, hvor "1"

udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker ikke en risikofri investering.

### Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4           | 5 | 6 | 7 |
|-------------|---|---|-------------|---|---|---|
| Lav risiko  |   |   | Høj risiko  |   |   |   |
| Lavt afkast |   |   | Højt afkast |   |   |   |

Afdelingens placering på risikoindekatoren er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste 5 år og/eller repræsentative data. Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indekatoren (6 - 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindekatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

## Risici relateret til finansielle markeder

De finansielle markeder rummer en række risikoelementer som kursrisiko på aktier, renterisiko på obligationer, kreditrisiko og valutarisiko. Disse risikofaktorer varetages hver især inden for givne rammer på de forskellige områder, hvor foreningen foretager sine investeringer. Nogle af de risikostyringselementer, der arbejdes med, er afdelingernes investeringsforvaltningsaftaler og investeringspolitikker, foreningens interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter som for eksempel valutahedging, der i perioder kan anvendes til at reducere udsving på valutakursen.

## Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Alle investeringsbeslutninger i foreningens afdelinger bygger på foreningens og rådgivernes forventninger til den fremtidige udvikling i renter og konjunkturer, virksomhedernes indtjening, politiske forhold og andre eksterne faktorer. På grundlag af disse forventninger køber og sælger foreningen aktier og obligationer for afdelingerne. Denne type af beslutninger rummer implicit en risiko.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne i årsrapporten, har foreningen for hver enkelt afdeling fastsat et benchmark, dvs. et indeks, der måler afkastudvikling på det eller de markeder, hvor afdelingen investerer. Foreningen finder, at de valgte benchmarks er velegnede som sammenligningsgrundlag, når afdelingernes investeringsresultater skal vurderes. Ved sammenligning skal man dog have for øje, at afdelingernes afkast er opgjort efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger, mens udviklingen i benchmarkafkastet ikke inkluderer omkostninger.

Alle foreningens afdelinger følger en aktiv investeringsstrategi i bestræbelserne på at opnå et afkast, der er højere end afkastet af de tilhørende benchmarks. Foreningen udvælger de investeringsmuligheder, der kan antages at give det højest mulige afkast under hensyn til investeringsrisikoen. Afkastet vil derfor kunne afvige positivt eller negativt fra benchmarkafkastet.

For at begrænse risikoen for at afkastet afviger betydeligt fra benchmark, kan foreningens bestyrelse fastlægge konkrete rammer for afdelingernes investeringer. For aktieafdelinger vil disse rammer som regel være begrænsninger på muligheden for at afvige fra benchmark's underliggende struktur. For obligationsafdelinger vil bestyrelsen kunne indføre begrænsninger på varigheden (rentefølsomheden) og på kreditrisikoen (credit ratings).

Bestyrelsen kan desuden fastlægge begrænsninger på investeringerne i især de nye markeder (emerging markets) for at begrænse likviditetsrisikoen.

Foreningen fokuserer i det daglige investeringsarbejde på at fastholde afdelingernes risikoprofiler. De vigtigste elementer i dette fokus er den løbende overvågning af, at afdelingernes porteføljer er veldiversificerede med hensyn til eksponering på lande, brancher, sektorer, kreditkvaliteter og andre

relevante markedssegmenteringer inden for afdelingernes respektive investeringsuniverser.

### **Risici knyttet til driften af foreningen**

For at undgå fejl i driften af foreningen er der fastlagt en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på at udvikle systemerne, og der stræbes efter, 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. Der gøres jævnligt status på afkastene. Er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, drøftes det med porteføljerådgiver, hvad der kan gøres for at vende udviklingen.

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

På it-området lægges 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 at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, 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.

For yderligere oplysninger om de enkelte PFA Investafdelinger henvises til de gældende prospekter og Central Investorinformation for de pågældende afdelinger. Disse kan downloades fra [pfainvest.dk](http://pfainvest.dk) under Afdelinger og Materiale.

# ÅRSRAPPORT FOR AFDELINGERNE

Investeringsforeningen PFA Invest består af flere afdelinger. Hver afdeling aflægger separat årsrapport og afdelingsberetning. Årsrapporterne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året. I afdelingsberetningerne kommenteres afdelingernes resultater i året samt de afdelingsspecifikke forhold.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, der er lagt for foreningens afdelinger. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift af foreningen. Det hænger også sammen med, at afdelingerne – selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier – ofte påvirkes af mange af de samme forhold. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

I de foregående afsnit i denne årsrapport findes overordnede beskrivelser af

- den samfundsøkonomiske og finansielle udvikling i regnskabsåret
- de generelle risici forbundet med foreningens investeringsvirksomhed
- foreningens risikostyring

Det anbefales, at du læser disse afsnit i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Afdelingernes årsrapportering følger herefter. For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger henvises til foreningens prospekt og til dokumentet Central Investorinformation for hver af afdelingerne. Disse dokumenter kan downloades fra foreningens hjemmeside [www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk).

# Korte Obligationer

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i korte danske stats- og realkreditobligationer optaget til handel på et reguleret marked. Afdelingen investerer ikke i danske præmieobligationer og konvertible obligationer. Afdelingen skaber sine resultater gennem aktiv forvaltning med fokus på allokeringen mellem stats- og realkreditobligationer inden for en samlet varighedsramme på op til 2 år fra det angivne benchmark. Målsætningen er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til afdelingens benchmark.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 50 % Nordea Markets Mortgage Bonds Index CM 2Y og 50 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

## Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4           | 5 | 6 | 7 |
|-------------|---|---|-------------|---|---|---|
| Lav risiko  |   |   | Høj risiko  |   |   |   |
| Lavt afkast |   |   | Højt afkast |   |   |   |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på -1,38 %, mens benchmark gav et afkast på 0,0 %.

| År                 | Afkast        | Benchmark     | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|---------------|---------------|-----------------------|
| 2012*              | 1,16 %        | 0,77 %        | 0,39 %                |
| 2013               | 0,29 %        | 0,21 %        | 0,07 %                |
| 2014               | 2,27 %        | 1,20 %        | 1,07 %                |
| 2015               | -1,38 %       | 0,00 %        | -1,39 %               |
| <b>siden start</b> | <b>2,32 %</b> | <b>2,19 %</b> | <b>0,12 %</b>         |

\* Perioden 1.10.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

Starten af 2015 var præget af endnu et dramatisk rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra Nationalbanken til følge. Ikke færre end fire gange har Nationalbanken i forsvaret mod en krone-

styrkelse reduceret de ledende rentesatser helt ned til en negativ rente på 0,75 %. Statsrenter handlede negativt helt ud til 7 år og selv de korte realkreditobligationer handlede i negativt territorium. I slutningen af april kunne der observeres en kraftig stigning i renterne og også en kraftig udvidelse af spændet på realkreditobligationer. Renterne endte generelt året på omtrent samme niveau som ved indgangen til året, men kreditspændet på realkreditobligationer er ved udgangen af året fortsat på meget høje niveauer.

## Afdelingens udvikling i 2015

Forventningerne til afkastet var meget begrænsede ved indgangen af året. Afdelingens afkast endte negativt med 1,4 %, hvilket er lavere end benchmarkafkastet på 0 %. Afdelingens beskedne afkast i forhold til benchmark kan tilskrives den kraftige rentevolatilitet sammen med en ugunstig renterisikoeksponering i årets første halvår og den kraftige underperformance af realkreditobligationer i april, maj og juni måned.

## Udbytte

Afdelingen udlodder ikke udbytte for 2015.

## Forventninger til 2016

Afdelingen forventer, at det løbende afkast vil blive meget begrænset i 2016. Da det danske renteniveau generelt er meget lavt, forventer afdelingen fortsat at opretholde en overvægt i danske realkreditobligationer for derved at sikre en fornuftig løbende forrentning for 2016.

## Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Obligationsmarkederne påvirkes blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold.

Ændringer i Nationalbankens ledende rentesatser påvirker især de korte renter, mens de lange renter primært drives af inflationsudviklingen, hvorved nettoværdien af afdelingens formue påvirkes.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier.

#### **Landerisiko**

Afdelingen investerer i danske stats- og realkreditobligationer. Kursudviklingen på det danske

obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Særlige risici i 2016**

De største risici for danske korte obligationer forventes at være en generel markant stigning i den økonomiske vækst, men indenlandsk politisk og økonomisk usikkerhed kan selvfølgelig også påvirke markedsudviklingen.

Risici er også omtalt under generelle Risikofaktorer.

# Korte Obligationer

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014         |
|------|-------------------------------------------|---------------|--------------|
| 1    | Renteindtægter                            | 3.730         | 3.815        |
| 2    | Renteudgifter                             | -27           | 0            |
|      | <b>I alt renter</b>                       | <b>3.703</b>  | <b>3.815</b> |
| 3    | Kursgevinster og -tab, Obligationer       | -5.082        | 243          |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>-5.082</b> | <b>243</b>   |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>-1.379</b> | <b>4.058</b> |
| 4    | Administrationsomkostninger               | 504           | 672          |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>-1.884</b> | <b>3.387</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | -46           | 83           |
|      | Overført fra sidste år                    | 54            | 92           |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>8</b>      | <b>175</b>   |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>-1.875</b> | <b>3.561</b> |
| 5    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>117</b>    | <b>1.743</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 0             | 1.689        |
|      | Overført til udlodning næste år           | 117           | 54           |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>-1.992</b> | <b>1.819</b> |

# Korte Obligationer

| Note | Balance (1000 kr.)                                                                                              | 2015           | 2014           |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
|      | <b>AKTIVER</b>                                                                                                  |                |                |
|      | Indestående i depotselskab                                                                                      | 2.439          | 846            |
| 6    | <b>I alt likvide midler</b>                                                                                     | <b>2.439</b>   | <b>846</b>     |
|      | Noterende obligationer fra danske udstedere                                                                     | 128.666        | 154.387        |
| 6    | <b>I alt obligationer</b>                                                                                       | <b>128.666</b> | <b>154.387</b> |
| 6    | Tilgodehavende renter, udbytte mm.                                                                              | 951            | 1.389          |
|      | Andre tilgodehavender                                                                                           | 0              | 10             |
|      | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                                                                       | 1              | 0              |
|      | <b>I alt andre aktiver</b>                                                                                      | <b>952</b>     | <b>1.400</b>   |
|      | <b>Aktiver i alt</b>                                                                                            | <b>132.056</b> | <b>156.633</b> |
|      | <b>PASSIVER</b>                                                                                                 |                |                |
| 7    | Medlemmernes formue                                                                                             | 131.991        | 156.466        |
|      | Skyldige omkostninger                                                                                           | 66             | 166            |
|      | <b>I alt anden gæld</b>                                                                                         | <b>66</b>      | <b>166</b>     |
|      | <b>Passiver i alt</b>                                                                                           | <b>132.056</b> | <b>156.633</b> |
| 8    | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                                                                         |                |                |
|      | <b>NOTER</b>                                                                                                    |                |                |
| 1    | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                                                                |                |                |
|      | Noterede obligationer fra danske udstedere                                                                      | 3.730          | 3.815          |
|      | <b>I alt renteindtægter</b>                                                                                     | <b>3.730</b>   | <b>3.815</b>   |
| 2    | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                                                                 |                |                |
|      | Renter depotselskab                                                                                             | -27            | 0              |
|      | <b>I alt renteudgifter</b>                                                                                      | <b>-27</b>     | <b>0</b>       |
| 3    | <b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>                                                           |                |                |
|      | Noterede obligationer fra danske udstedere                                                                      | -5.082         | 243            |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>                                                                | <b>-5.082</b>  | <b>243</b>     |
|      | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer                                                  | -3.117         | -1.576         |
| 4    | <b>Administrationsomkostninger</b>                                                                              |                |                |
|      | Afdelingsdirekte                                                                                                |                |                |
|      | Administrationsvederlag                                                                                         | 126            | 135            |
|      | Markedsføringsomkostninger                                                                                      | 169            | 258            |
|      | Gebyrer til depotselskab                                                                                        | 31             | 28             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formuepleje                                                                        | 101            | 113            |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                             | 35             | 44             |
|      | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                                                                      | <b>463</b>     | <b>579</b>     |
|      | Andel af fællesomkostninger                                                                                     |                |                |
|      | Honorer til bestyrelse                                                                                          | 20             | 42             |
|      | Revisionshonorar til revisorer                                                                                  | 8              | 28             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formuepleje                                                                        | 3              | 12             |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                             | 10             | 11             |
|      | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                                                                   | <b>41</b>      | <b>92</b>      |
|      | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                                                                        | <b>504</b>     | <b>672</b>     |
| 5    | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                    |                |                |
|      | Renter mm.                                                                                                      | 3.730          | 3.815          |
|      | Kursgevinst til udlodning*                                                                                      | -3.117         | -1.576         |
|      | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                    | -504           | -672           |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                          | -46            | 83             |
|      | Udlodning fra sidste år                                                                                         | 54             | 92             |
|      | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                         | <b>117</b>     | <b>1.743</b>   |
|      | * Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på obligationer                                                      |                |                |
| 6    | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                             |                |                |
|      | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                          | 98,15          | 99,46          |
|      | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                               | 1,85           | 0,54           |
|      | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                           | <b>100,00</b>  | <b>100,00</b>  |
|      | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a> |                |                |
|      | * Indeholder Obligationer, tilgodehavende rente, udbytte mm                                                     |                |                |
|      | ** Indeholder Likvide midler                                                                                    |                |                |

# Korte Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

|                                                                                | 2015         |                | 2014         |                |
|--------------------------------------------------------------------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                                                                                | Cirk. Andele | Formue værdi   | Cirk. Andele | Formue værdi   |
| <b>7 Medlemmernes formue (1000 kr.)</b>                                        |              |                |              |                |
| Medlemmernes formue (primo)                                                    | 1.535        | 156.466        | 1.710        | 173.435        |
| Emissioner i året                                                              | 2            | 228            | 89           | 9.063          |
| Indløsninger i året                                                            | -210         | -21.130        | -263         | -26.762        |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |              | -1             |              | -34            |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |              | 46             |              | -83            |
| Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |              | -1.689         |              | -2.622         |
| Overført til udlodning sidste år                                               |              | -54            |              | -92            |
| Overført til udlodning næste år                                                |              | 117            |              | 54             |
| Foreslået udlodning                                                            |              | 0              |              | 1.689          |
| Overført fra resultatopgørelse                                                 |              | -1.992         |              | 1.819          |
| <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               | <b>1.327</b> | <b>131.991</b> | <b>1.535</b> | <b>156.466</b> |

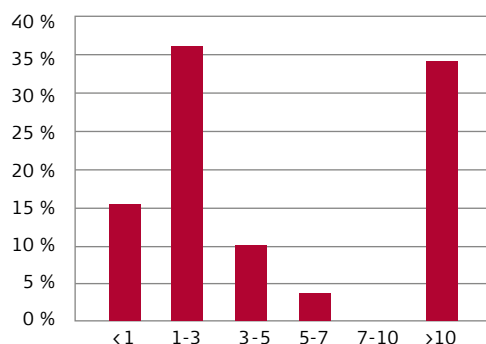
|                                                                |             |             |             |              |
|----------------------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| <b>8 Noter, hvortil der ikke henvises</b>                      |             |             |             |              |
| <b>5 års oversigt</b>                                          | <b>2015</b> | <b>2014</b> | <b>2013</b> | <b>2012*</b> |
| Netto resultat (1000 kr)                                       | -1.884      | 3.387       | 485         | 1.715        |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                              | 131.991     | 156.466     | 173.435     | 172.950      |
| Cirkulerende andele (stk.)                                     | 1.327.368   | 1.535.117   | 1.709.637   | 1.709.637    |
| Indre værdi pr. andel                                          | 99,44       | 101,92      | 101,45      | 101,16       |
| Udlodning pr. andel                                            | 0,00        | 1,10        | 1,80        | 0,00         |
| Årets afkast i %                                               | -1,38       | 2,27        | 0,29        | 1,16         |
| Årets benchmarkafkast i %                                      | 0,00        | 1,20        | 0,21        | 0,77         |
| Omkostnings %                                                  | 0,36        | 0,45        | 0,47        | 0,16         |
| Omsætningshastighed                                            | 0,86        | 0,41        | 0,44        | 0,03         |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)   | -0,06       | -           | -           | -            |
| Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | 0,81        | -           | -           | -            |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                  | 0,45        | 0,54        | 0,57        | 0,75         |
| * Perioden 01.10-31.12.12                                      |             |             |             |              |

## Afdelingens ti største beholdninger

|                                    |         |
|------------------------------------|---------|
| 4 % Denmark - Bullet 15/11/2017    | 17,91 % |
| 2.5 % Denmark - Bullet 15/11/2016  | 11,28 % |
| 2 % Brfkredit 01/04/2017           | 8,02 %  |
| 0 % Realkredit Dnmrk 01/07/2019    | 7,62 %  |
| 2 % Nordea Kredit 01/10/2017       | 5,61 %  |
| 3 % Dlr Kredit A/S 01/10/2034      | 5,56 %  |
| 4 % Brfkredit 01/01/2016           | 4,54 %  |
| 1.07 % Realkredit Dnmrk 01/01/2038 | 4,01 %  |
| 2 % Nykredit 01/07/2017            | 4,01 %  |
| 3 % Denmark - Bullet 15/11/2021    | 3,58 %  |

## Formuefordeling (%)

### Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Lange Obligationer

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i lange danske stats- og realkreditobligationer optaget til handel på et reguleret marked. Afdelingen investerer ikke i præmieobligationer og konvertible obligationer. Afdelingen skaber sine resultater gennem aktiv forvaltning med fokus på allokeringen mellem stats- og realkreditobligationer inden for en samlet varighedsramme på op til 2 år fra det angivne benchmark. Målsætningen er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til afdelingens benchmark.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 75 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

### Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4           | 5 | 6 | 7 |
|-------------|---|---|-------------|---|---|---|
| Lav risiko  |   |   | Høj risiko  |   |   |   |
| Lavt afkast |   |   | Højt afkast |   |   |   |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på -1,09 %, mens benchmark gav et afkast på -0,55 %.

| År                 | Afkast        | Benchmark     | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|---------------|---------------|-----------------------|
| 2012*              | 1,85 %        | 1,69 %        | 0,16 %                |
| 2013               | -0,20 %       | -0,23 %       | 0,03 %                |
| 2014               | 5,61 %        | 6,56 %        | -0,95 %               |
| 2015               | -1,09 %       | -0,55 %       | -0,54 %               |
| <b>siden start</b> | <b>6,18 %</b> | <b>7,51 %</b> | <b>-1,32 %</b>        |

\* Perioden 1.10.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

Starten af 2015 var præget af endnu et dramatisk rentefald med flere officielle rentenedsættelser fra Nationalbanken til følge. Ikke færre end fire gange har Nationalbanken i forsvaret mod en kronestyr-

kelse reduceret de ledende rentesatser helt ned til en negativ rente på 0,75 %. Statsrenter handlede negativt helt ud til 7 år og selv de korte realkreditobligationer handlede i negativt territorium. I slutningen af april kunne der observeres en kraftig stigning i renterne og også en kraftig udvidelse af spændet på realkreditobligationer. Renterne endte generelt året på omtrent samme niveau som ved indgangen til året, men kreditspændet på realkreditobligationer er ved udgangen af året fortsat på meget høje niveauer.

## Afdelingens udvikling i 2015

Forventningerne til afkastet var meget begrænsede ved indgangen til året. Afdelingen endte med et negativt afkast på 1,1 %, hvilket er lavere end benchmarkafkastet, der er negativt med på 0,6 %. Afdelingens beskedne afkast i forhold til benchmark kan tilskrives den kraftige rentevolatilitet sammen med en ugunstig renterisikoeksponering i årets første halvår samt den kraftige underperformance af realkreditobligationer i april, maj og juni måned.

## Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,10 kr. pr. andel.

## Forventninger til 2016

Afdelingen forventer, at det løbende afkast vil blive meget begrænset i 2016. Da det danske renteniveau generelt er meget lavt, forventer afdelingen fortsat at opretholde en overvægt i danske realkreditobligationer for derved at sikre en fornuftig løbende forrentning for 2016.

## Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Obligationsmarkederne påvirkes blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold.

Ændringer i Nationalbankens ledende rentesatser påvirker især de korte renter, mens de lange renter primært drives af inflationsudviklingen, hvorved nettoværdien af afdelingens formue påvirkes.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier på aktiemarkederne.

#### **Landerisiko**

Afdelingen investerer i danske stats- og realkreditobligationer. Kursudviklingen på det danske

obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Særlige risici i 2016**

De største risici for danske lange obligationer forventes at være en generel markant stigning i den økonomiske vækst, men indenlandsk politisk og økonomisk usikkerhed kan selvfølgelig også påvirke markedsudviklingen.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Lange Obligationer

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014          |
|------|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | Renteindtægter                            | 7.129         | 5.362         |
| 2    | Renteudgifter                             | -50           | 0             |
|      | <b>I alt renter</b>                       | <b>7.079</b>  | <b>5.362</b>  |
| 3    | Kursgevinster og -tab, Obligationer       | -9.875        | 7.142         |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>-9.875</b> | <b>7.142</b>  |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>-2.796</b> | <b>12.504</b> |
| 4    | Administrationsomkostninger               | 1.300         | 1.117         |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>-4.095</b> | <b>11.387</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | 974           | 880           |
|      | Overført fra sidste år                    | 179           | 168           |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>1.153</b>  | <b>1.048</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>-2.943</b> | <b>12.435</b> |
| 5    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>4.529</b>  | <b>5.870</b>  |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 4.170         | 5.692         |
|      | Overført til udlodning næste år           | 359           | 179           |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>-7.471</b> | <b>6.564</b>  |

# Lange Obligationer

| Note            | Balance (1000 kr.)                                                                                              | 2015           | 2014           |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                                                                                                                 |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                                                                      | 6.741          | 938            |
| 6               | <b>I alt likvide midler</b>                                                                                     | <b>6.741</b>   | <b>938</b>     |
|                 | Noterende obligationer fra danske udstedere                                                                     | 376.801        | 257.617        |
| 6               | <b>I alt obligationer</b>                                                                                       | <b>376.801</b> | <b>257.617</b> |
| 6               | Tilgodehavende renter, udbytte mm.                                                                              | 2.123          | 1.691          |
|                 | Andre tilgodehavender                                                                                           | 0              | 13             |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                                                                       | 1              | 0              |
|                 | <b>I alt andre aktiver</b>                                                                                      | <b>2.124</b>   | <b>1.703</b>   |
|                 | <b>Aktiver i alt</b>                                                                                            | <b>385.667</b> | <b>260.259</b> |
| <b>PASSIVER</b> |                                                                                                                 |                |                |
| 7               | Medlemmernes formue                                                                                             | 385.463        | 260.040        |
|                 | Skyldige omkostninger                                                                                           | 204            | 219            |
|                 | <b>I alt anden gæld</b>                                                                                         | <b>204</b>     | <b>219</b>     |
|                 | <b>Passiver i alt</b>                                                                                           | <b>385.667</b> | <b>260.259</b> |
| 8               | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                                                                         |                |                |
| <b>NOTER</b>    |                                                                                                                 |                |                |
| 1               | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                                                                |                |                |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                                                                      | 7.129          | 5.362          |
|                 | <b>I alt renteindtægter</b>                                                                                     | <b>7.129</b>   | <b>5.362</b>   |
| 2               | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                                                                 |                |                |
|                 | Renter depotselskab                                                                                             | -50            | 0              |
|                 | <b>I alt renteudgifter</b>                                                                                      | <b>-50</b>     | <b>0</b>       |
| 3               | <b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>                                                           |                |                |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                                                                      | -9.875         | 7.142          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>                                                                | <b>-9.875</b>  | <b>7.142</b>   |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer                                                  | -2.453         | 578            |
| 4               | <b>Administrationsomkostninger</b>                                                                              |                |                |
|                 | Afdelingsdirekte                                                                                                |                |                |
|                 | Administrationsvederlag                                                                                         | 276            | 192            |
|                 | Markedsføringsomkostninger                                                                                      | 614            | 531            |
|                 | Gebyrer til depotselskab                                                                                        | 80             | 44             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formuepleje                                                                        | 213            | 182            |
|                 | Øvrige omkostninger                                                                                             | 39             | 52             |
|                 | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                                                                      | <b>1.222</b>   | <b>1.001</b>   |
|                 | Andel af fællesomkostninger                                                                                     |                |                |
|                 | Honorar til bestyrelse                                                                                          | 37             | 55             |
|                 | Revisionshonorar til revisorer                                                                                  | 15             | 36             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formuepleje                                                                        | 6              | 9              |
|                 | Øvrige omkostninger                                                                                             | 19             | 16             |
|                 | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                                                                   | <b>77</b>      | <b>116</b>     |
|                 | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                                                                        | <b>1.300</b>   | <b>1.117</b>   |
| 5               | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                    |                |                |
|                 | Renter mm.                                                                                                      | 7.129          | 5.362          |
|                 | Kursgevinst til udlodning*                                                                                      | -2.453         | 578            |
|                 | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                    | -1.300         | -1.117         |
|                 | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                          | 974            | 880            |
|                 | Udlodning fra sidste år                                                                                         | 179            | 168            |
|                 | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                         | <b>4.529</b>   | <b>5.870</b>   |
|                 | * Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på obligationer                                                      |                |                |
| 6               | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                             |                |                |
|                 | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                          | 98,25          | 99,64          |
|                 | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                               | 1,75           | 0,36           |
|                 | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                           | <b>100,00</b>  | <b>100,00</b>  |
|                 | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a> |                |                |
|                 | * Indeholder Obligationer og Tilgodehavende rente, udbytte mm.                                                  |                |                |
|                 | ** Indeholder Likvide midler.                                                                                   |                |                |

# Lange Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

|                                                                                | 2015         |                | 2014         |                |
|--------------------------------------------------------------------------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|                                                                                | Cirk. Andele | Formue værdi   | Cirk. Andele | Formue værdi   |
| <b>7 Medlemmernes formue (1000 kr.)</b>                                        |              |                |              |                |
| Medlemmernes formue (primo)                                                    | 2.475        | 260.040        | 1.710        | 173.773        |
| Emissioner i året                                                              | 1.993        | 203.675        | 1.303        | 135.628        |
| Indløsninger i året                                                            | -677         | -68.035        | -538         | -55.853        |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |              | -61            |              | -563           |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |              | -974           |              | -880           |
| Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |              | -6.060         |              | -4.332         |
| Overført til udlodning sidste år                                               |              | -179           |              | -168           |
| Overført til udlodning næste år                                                |              | 359            |              | 179            |
| Foreslået udlodning                                                            |              | 4.170          |              | 5.692          |
| Overført fra resultatopgørelse                                                 |              | -7.471         |              | 6.564          |
| <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               | <b>3.791</b> | <b>385.463</b> | <b>2.475</b> | <b>260.040</b> |

## 8 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

|                                                                | 2015      | 2014      | 2013      | 2012*     |
|----------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Netto resultat (1000 kr)                                       | -4.095    | 11.387    | -338      | 2.640     |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                              | 385.463   | 260.040   | 173.773   | 174.111   |
| Cirkulerende andele (stk.)                                     | 3.790.707 | 2.474.660 | 1.709.553 | 1.709.553 |
| Indre værdi pr. andel                                          | 101,69    | 105,08    | 101,65    | 101,85    |
| Udlodning pr. andel                                            | 1,10      | 2,30      | 2,20      | 0,00      |
| Årets afkast i %                                               | -1,09     | 5,61      | -0,20     | 1,85      |
| Årets benchmarkafkast i %                                      | -0,55     | 6,56      | -0,23     | 1,69      |
| Omkostnings %                                                  | 0,42      | 0,50      | 0,57      | 0,19      |
| Omsætningshastighed                                            | 0,21      | 0,40      | 0,30      | 0,10      |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)   | 0,16      | -         | -         | -         |
| Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | 0,45      | -         | -         | -         |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                  | 0,55      | 0,63      | 0,71      | 0,88      |

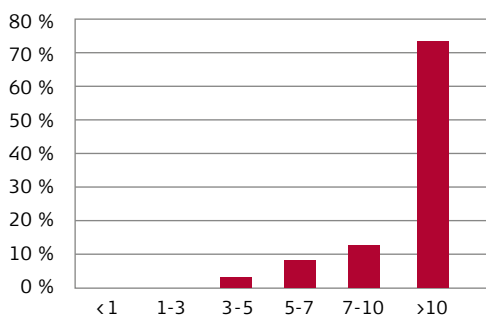
\*Perioden 01.10 - 31.12.12

### Afdelingens ti største beholdninger

|                                    |        |
|------------------------------------|--------|
| 3 % Denmark - Bullet 15/11/2021    | 8,12 % |
| 1.75 % Denmark - Bullet 15/11/2025 | 6,28 % |
| 1.5 % Denmark - Bullet 15/11/2023  | 6,16 % |
| 3.5 % Brfkredit A/S 01/10/2047     | 5,37 % |
| 2.5 % Realkredit Dnmrk 01/10/2037  | 5,18 % |
| 3-Brf Kredit-01-10-2047            | 4,00 % |
| 3.5 % Nordea Kredit 01/10/2047     | 3,99 % |
| 3 % Brfkredit 01/10/2044           | 3,93 % |
| 4 % Denmark - Bullet 15/11/2019    | 3,68 % |
| 3 % Nykredit 01/10/2044            | 3,61 % |

### Formuefordeling (%)

#### Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Kreditobligationer

Afdelingen investerer primært i kredit- og erhvervsobligationer udstedt af virksomheder i Nordamerika eller Europa. Der investeres i mindre omfang i obligationer udstedt af lande og virksomheder på nye markeder (Emerging Markets). Der kan investeres i obligationer af enhver kreditværdighed, og det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på minimum 150 obligationer. Afdelingen investerer hovedsagligt i børsnoterede obligationer (obligationer optaget til handel på et reguleret marked). Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 50 % Barclays Global Aggr Corp: excl AAA, USD+EUR Cur only, 25 % JPMorgan Emerging Markets Bonds Index EMBI Global Diversified Composite og 25 % Barclays U.S. High Yield – 2 % issuer Capped.

## Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7           |
|-------------|---|---|---|---|---|-------------|
| Lav risiko  |   |   |   |   |   | Høj risiko  |
| Lavt afkast |   |   |   |   |   | Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 7,84 %, mens benchmark gav et afkast på 8,96 %.

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2012*              | 1,45 %         | 0,50 %         | 0,95 %                |
| 2013               | -2,78 %        | -3,30 %        | 0,52 %                |
| 2014               | 19,35 %        | 18,53 %        | 0,82 %                |
| 2015               | 7,84 %         | 8,96 %         | -1,12 %               |
| <b>siden start</b> | <b>26,94 %</b> | <b>25,52 %</b> | <b>1,42 %</b>         |

\* Perioden 1.10.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

2015 var præget af bekymringen for en lavere global vækst og en gradvis pengepolitisk stramning fra den amerikanske centralbank FED. I midten af året var det usikkerheden omkring den kinesiske vækst, som satte tonen. Efter devalleringen i august steg usikkerheden omkring det globale vækstbillede og sendte dønninger igennem kreditmarkedet. Kreditspændet for alle tre aktivklasser steg, og især US High Yield og Emerging Markets nåede tilbage til niveauerne under eurokrisen i 2011 og 2012. Den fortsat faldende oliepris har ramt energisektoren i USA hårdt, og har skabt en betydelig spændudvidelse. Afdelingen har haft en mindre andel i energisektoren end benchmark og High Yield gennem hele året. De faldende råvarepriser og den faldende mængde kapital til Emerging Markets resulterede i betydelige deprecieringer af Emerging Markets' valutaer, som er en nødvendig forudsætning for en justering af den eksterne balance. Afdelingen har haft en mindre undervægt i Emerging Markets grundet den betydelig volatilitet og usikkerhed omkring kinesisk økonomi. Markedsafkastet for Investment Grade, US High Yield og Emerging Markets udgjorde i 2015 henholdsvis 8,1 %, 6,7 % og 13,0 %.

## Afdelingens udvikling i 2015

Afdelingen har i 2015 leveret et afkast på 7,8 % i forhold til et benchmarkafkast på 9,0 %. Afkastet er skabt under meget store kreditspændudvidelser og høj volatilitet. Det absolutte afkast har nydt godt af en markant dollarstyrkelse. På markedsniveau har der været intet eller negativt kreditaftakst opgjort i US dollar.

Kreditspændet for Investment Grade, Emerging Markets og High Yield obligationer er ved udgangen af 2015 på henholdsvis 159 basispoint, 414 basispoint og 660 basispoint.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 8,00 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2016

Afdelingen forventer store afkastudsving i 2016 samt et étcifret afkast.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje giver. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

### Renterisiko

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatil end kursudviklingen på aktiemarkederne.

### Valutakursrisiko

Udviklingen i valutakurserne har betydning for afdelingen. Der foretages investeringer i udenlandske obligationer udstedt i G7-valutaer (USA, Canada, Italien, Storbritannien, Frankrig, Japan og Tyskland), hvorfor afdelingen er eksponeret overfor valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til den danske krone. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

### Kreditrisiko

Ændringer i ratings samt forventninger til ændringer i ratings påvirker naturligvis den løbende kreditrisiko i afdelingen.

### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske obligationer. Kursudviklingen på det internationale obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre obligationspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### Selskabsspecifikke forhold

Kursudviklingen for hver enkelt obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere volatil end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets fundamentale kreditmæssige forhold kan påvirke selskabets evne til at indfri forpligtelser. Endvidere kan finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i udlandet medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvolatilitet.

### Særlige risici 2016

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel markant stigning i den økonomiske vækst, som fører til stigende renter, men specifikke kreditbegivenheder kan også påvirke markedsudviklingen.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Kreditobligationer

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014          |
|------|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | Renteindtægter                            | 20.093        | 15.988        |
| 2    | Renteudgifter                             | -13           | 0             |
|      | <b>I alt renter</b>                       | <b>20.080</b> | <b>15.988</b> |
| 3    | Kursgevinster, og -tab, Obligationer      | 9.946         | 35.741        |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | 705           | 567           |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>10.651</b> | <b>36.307</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>30.730</b> | <b>52.295</b> |
| 4    | Administrationsomkostninger               | 3.183         | 2.546         |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>27.596</b> | <b>49.749</b> |
| 5    | Skat                                      | -8            | 0             |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>27.603</b> | <b>49.749</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | 819           | 2.244         |
|      | Overført fra sidste år                    | 294           | 9             |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>1.113</b>  | <b>2.253</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>28.716</b> | <b>52.001</b> |
| 6    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>26.003</b> | <b>17.780</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 25.923        | 17.486        |
|      | Overført til udlodning næste år           | 80            | 294           |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>2.713</b>  | <b>34.222</b> |

# Kreditobligationer

| Note            | Balance (1000 kr.)                                             | 2015           | 2014           |
|-----------------|----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                                                                |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                     | 16.880         | 13.060         |
| 7               | <b>I alt likvide midler</b>                                    | <b>16.880</b>  | <b>13.060</b>  |
|                 | Noterende obligationer fra danske udstedere                    | 17.052         | 27.534         |
|                 | Noterende obligationer fra udenlandske udstedere               | 333.822        | 307.726        |
| 7               | <b>I alt obligationer</b>                                      | <b>350.874</b> | <b>335.259</b> |
| 7               | Tilgodehavende renter, udbytte mm.                             | 5.036          | 5.140          |
|                 | Andre tilgodehavender                                          | 0              | 15             |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                      | 0              | 1.012          |
|                 | <b>I alt andre aktiver</b>                                     | <b>5.036</b>   | <b>6.166</b>   |
|                 | <b>Aktiver i alt</b>                                           | <b>372.791</b> | <b>354.485</b> |
| <b>PASSIVER</b> |                                                                |                |                |
| 8               | Medlemmernes formue                                            | 372.260        | 354.091        |
|                 | Skyldige omkostninger                                          | 530            | 395            |
|                 | <b>I alt anden gæld</b>                                        | <b>530</b>     | <b>395</b>     |
|                 | <b>Passiver i alt</b>                                          | <b>372.791</b> | <b>354.485</b> |
| 9               | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                        |                |                |
| <b>NOTER</b>    |                                                                |                |                |
| 1               | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                               |                |                |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                     | 758            | 554            |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                | 19.335         | 15.434         |
|                 | <b>I alt renteindtægter</b>                                    | <b>20.093</b>  | <b>15.988</b>  |
| 2               | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                |                |                |
|                 | Renter depotselskab                                            | -13            | 0              |
|                 | <b>I alt renteudgifter</b>                                     | <b>-13</b>     | <b>0</b>       |
| 3               | <b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>          |                |                |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                     | -103           | 332            |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                | 10.048         | 35.409         |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>               | <b>9.946</b>   | <b>35.741</b>  |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer | 7.181          | 1.672          |
| 4               | <b>Administrationsomkostninger</b>                             |                |                |
|                 | Afdelingsdirekte                                               |                |                |
|                 | Administrationsvederlag                                        | 328            | 253            |
|                 | Markedsføringsomkostninger                                     | 1.350          | 1.041          |
|                 | Gebyrer til depotselskab                                       | 100            | 64             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formuepleje                       | 1.263          | 978            |
|                 | Øvrige omkostninger                                            | -10            | 62             |
|                 | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                     | <b>3.031</b>   | <b>2.398</b>   |
|                 | Andel af fællesomkostninger                                    |                |                |
|                 | Honorer til bestyrelse                                         | 50             | 70             |
|                 | Revisionshonorar til revisorer                                 | 20             | 45             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formuepleje                       | 8              | 12             |
|                 | Øvrige omkostninger                                            | 26             | 21             |
|                 | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                  | <b>104</b>     | <b>148</b>     |
|                 | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                       | <b>3.135</b>   | <b>2.546</b>   |
| 5               | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                         |                |                |
|                 | Ikke refunderbar udbytteskat                                   | -8             | 0              |
|                 | <b>I alt skat</b>                                              | <b>-8</b>      | <b>0</b>       |

# Kreditobligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

|                                                        | 2015          | 2014          |
|--------------------------------------------------------|---------------|---------------|
| <b>6 Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>         |               |               |
| Renter mm.                                             | 19.787        | 15.988        |
| Kursgevinst til udlodning*                             | 8.286         | 2.085         |
| Adm. Omkostninger til modregning i udlodning           | -3.183        | -2.546        |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger | 819           | 2.244         |
| Udlodning fra sidste år                                | 294           | 9             |
| <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                | <b>26.003</b> | <b>17.780</b> |

\* I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 413 tkr. Og en realiseret kurstab på kapitalandele, 1.672 tkr.

\* I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 743 tkr., obligationsgevinst på 7.181 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 362 tkr.

|                                        |               |               |
|----------------------------------------|---------------|---------------|
| <b>7 Finansielle instrumenter (%)</b>  |               |               |
| Børsnoterede finansielle instrumenter* | 95,47         | 96,32         |
| Øvrige finansielle instrumenter**      | 4,53          | 3,68          |
| <b>I alt finansielle instrumenter</b>  | <b>100,00</b> | <b>100,00</b> |

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside [www.pfainvest.dk](http://www.pfainvest.dk)

\* Indeholder Obligationer, Tilgodehavende rente, udbytte og Mellemværende vedrørende handelsafvikling.

\*\* Indeholder Likvide midler.

|                                                                                | 2015            |                 | 2014            |                 |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                                                                                | Cirk.<br>Andele | Formue<br>værdi | Cirk.<br>Andele | Formue<br>værdi |
| <b>8 Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                         |                 |                 |                 |                 |
| Medlemmernes formue (primo)                                                    | 3.179           | 354.091         | 2.275           | 221.691         |
| Emissioner i året                                                              | 565             | 66.539          | 1.145           | 118.815         |
| Indløsninger i året                                                            | -504            | -57.880         | -241            | -25.241         |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |                 | -237            |                 | -66             |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |                 | -819            |                 | -2.244          |
| Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |                 | -17.856         |                 | -10.858         |
| Overført til udlodning sidste år                                               |                 | -294            |                 | -9              |
| Overført til udlodning næste år                                                |                 | 80              |                 | 294             |
| Foreslået udlodning                                                            |                 | 25.923          |                 | 17.486          |
| Overført fra resultatopgørelse                                                 |                 | 2.713           |                 | 34.222          |
| <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               | <b>3.240</b>    | <b>372.260</b>  | <b>3.179</b>    | <b>354.091</b>  |

## 9 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

|                                                                | 2015      | 2014      | 2013      | 2012*     |
|----------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Netto resultat (1000 kr)                                       | 27.603    | 49.749    | -6.381    | 2.111     |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                              | 372.260   | 354.091   | 221.691   | 225.176   |
| Cirkulerende andele (stk.)                                     | 3.240.321 | 3.179.236 | 2.275.034 | 2.219.552 |
| Indre værdi pr. andel                                          | 114,88    | 111,38    | 97,45     | 101,45    |
| Udlodning pr. andel                                            | 8,00      | 5,50      | 4,30      | 1,25      |
| Årets afkast i %                                               | 7,84      | 19,35     | -2,78     | 1,45      |
| Årets benchmarkafkast i %                                      | 8,96      | 18,53     | -3,30     | 0,50      |
| Omkostnings %                                                  | 0,86      | 0,88      | 0,92      | 0,27      |
| Omsætningshastighed                                            | 0,19      | 0,12      | 0,22      | 0,03      |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)   | 0,44      | -         | -         | -         |
| Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | 0,94      | -         | -         | -         |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                  | 1,14      | 1,16      | 1,21      | 1,36      |

\*Perioden 01.10-31.12.12

# Kreditobligationer

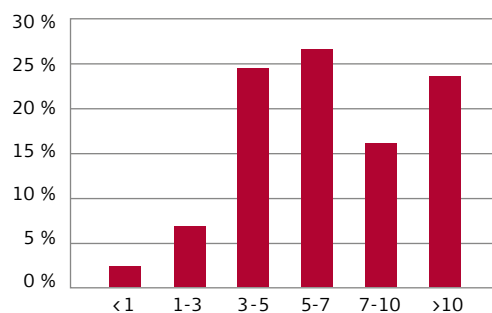
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| 2.45 % Pentair Finance 17/09/2019   | 2,15 % |
| 4.8 % Qualcomm Inc 20/05/2045       | 1,70 % |
| 3.4 % Heineken Nv 01/04/2022        | 1,68 % |
| 3.625 % Haldor Topsoe As 17/04/2020 | 1,53 % |
| 5.5 % Pepsico Inc 15/01/2040        | 1,37 % |
| 3 % Us Treasury N/B 15/11/2045      | 1,35 % |
| 7.75 % Commerzbank Ag 16/03/2021    | 1,34 % |
| 6 % Holcim Us Financ 30/12/2019     | 1,28 % |
| 5.95 % Johnson&Johnson 15/08/2037   | 1,27 % |
| 4.75 % Softbank Grp Cor 30/07/2025  | 1,25 % |

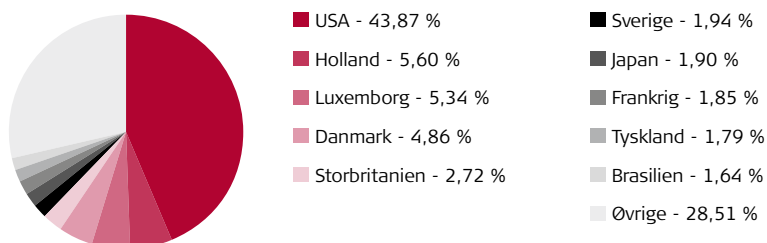
## Formuefordeling (%)

### Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Danske Aktier

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i danske aktier optaget til handel på NASDAQ Copenhagen A/S eller handles på et andet reguleret officielt marked i Danmark. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på cirka 20-40 aktier. Investeringsfilosofien er baseret på aktieudvælgelse og en aktiv porteføljesammensætning. Processen inkluderer både makroøkonomiske analyser og analyser af de enkelte selskaber.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er OMX Copenhagen Cap GI.

### Risikoprofil

| 1                         | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7                         |
|---------------------------|---|---|---|---|---|---------------------------|
| Lav risiko<br>Lavt afkast |   |   |   |   |   | Høj risiko<br>Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 36,37 %, mens benchmark gav et afkast på 30,83 %.

| År                 | Afkast          | Benchmark       | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|-----------------|-----------------|-----------------------|
| 2012*              | 0,57 %          | -0,29 %         | 0,86 %                |
| 2013               | 36,76 %         | 38,30 %         | -1,54 %               |
| 2014               | 17,94 %         | 17,21 %         | 0,72 %                |
| 2015               | 36,37 %         | 30,83 %         | 5,54 %                |
| <b>siden start</b> | <b>121,21 %</b> | <b>111,47 %</b> | <b>9,74 %</b>         |

\* Perioden 1.10.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

2015 var endnu et godt år på aktiemarkederne, hvor det danske marked igen var et af de bedst performende markeder globalt set. Stigningerne var drevet af masser af likviditet fra centralbankerne som har fået mange obligationsinvestorer over i blandt andet aktier.

Afkastet på det danske aktiemarked var forholdsvis bredt funderet, men med enkelte kursraketter. Således var der 19 selskaber med en markedsværdi på over 1 mia. kr., der steg over 50 % i værdi. Blandt disse selskaber var Vestas med en stigning på 116 %, Novo Nordisk med en stigning på 56 %, Genmab med en stigning på 155 % og Pandora med en stigning på 75 %.

## Afdelingens udvikling i 2015

Afdelingen leverede et afkast på 36,4 % og klarede sig således markant bedre end forventet ved indgangen til 2015, idet mængden af gode regnskaber langt oversteg forventningerne.

Afkastet for 2015 var 5,5 % point højere end benchmarkafkastet. Merafkastet var blandt andet positivt påvirket af en undervægt i Mærsk samt en overvægt i Pandora og SimCorp. Merafkastet blev negativt påvirket af en undervægt i Lundbeck og DFDS.

Mærsk forretningsområde i olie var under pres som følge af den lave oliepris, mens deres shippingforretning var presset af faldende fragtrater. Shippingindustrien har den udfordring, at der er for mange skibe, og at der fortsat bliver bestilt en del skibe til senere levering.

Pandora fortsætter den flotte vækst i forretningen. Der åbnes nye butikker globalt, men man er først nu ved at ekspandere i Kina. Flere markeder som man ellers må betragte som modne markeder har overrasket positivt. Det gælder eksempelvis Australien.

SimCorp ser ud til at have fået et godt fodfæste på det amerikanske marked. Antallet af ordrer overrasket positivt og mange af kunderne har været store selskaber, hvilket har påvirket ordrestørrelsen positivt.

Lundbeck fik ny direktør i første halvår af 2015. Han gennemførte senere en større omstrukturering af selskabet, hvilket fik aktien til at stige.

## Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 34,50 kr. pr. andel.

## **Rammer for afdelingens udøvelse af aktiv forvaltning**

Afdelingen slutter året med en active share på under 25 % og en tracking error på 2,5 %, hvilket er forholdsvis lavt for en afdeling, der følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. Begge nøgletal har været højere i løbet af året, hvor eksempelvis en af de store bidragsydere til merafkastet var undervægtet med næsten 5 % og tilsvarende har der været en stor overvægt i et andet selskab. Disse under- og overvægte er dog delvist reduceret op mod ultimo. Benchmark på danske aktier er forholdsvis koncentreret, hvor ganske få aktier udgør en forholdsvis stor andel. Et koncentreret benchmark vil de facto medføre en lavere active share end i eksempelvis et global univers, hvor ingen eller få enkeltaktier har samme dominerende vægt. Yderligere er der et spredningskrav på antallet af aktier i porteføljen og endelig har hensynet til likviditet i de aktier, der udvælges til porteføljen, også en afgrænsende indflydelse på de aktier, der udvælges. Inden for disse rammer forsøger fonden at udøve aktiv forvaltning, men på trods af disse mange begrænsende faktorer og en lav active share har afdelingen opnået at skabe et tilfredsstillende merafkast på 5,5 % efter omkostninger.

## **Forventninger til 2016**

Afdelingen forventer en mindre stigning på det danske aktiemarked i 2016. Hovedscenariet er en lav men positiv vækst i den globale økonomi og meget lav inflation eller deflationære tendenser. Der er risiko for større udsving end tidligere.

## **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som sammensætningen af afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

## **Kursudviklingen på aktiemarkederne**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid

falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

## **Landerisiko**

Afdelingens investeringer er fokuseret på Danmark. Kursudviklingen på det danske aktiemarked er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke danske politiske og regulatoriske foranstaltninger som landets finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

## **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt aktie, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

## **Særlige risici i 2016**

De største risici for danske aktier knytter sig til udviklingen i de enkelte større selskaber. Desuden vil en kraftig økonomisk afmatning eller et markant stigende renteniveau kunne påvirke aktierne negativt.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Danske Aktier

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015           | 2014           |
|------|-------------------------------------------|----------------|----------------|
| 1    | Udbytter                                  | 5.527          | 3.202          |
| 2    | Renteindtægter                            | 0              | 0              |
| 3    | Renteudgifter                             | -10            | -1             |
|      | <b>I alt udbytter og renter</b>           | <b>5.516</b>   | <b>3.201</b>   |
| 4    | Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele     | 57.306         | 26.286         |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | 7              | 27             |
| 5    | Handelsomkostninger                       | 216            | 191            |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>57.098</b>  | <b>26.122</b>  |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>62.614</b>  | <b>29.323</b>  |
| 6    | Administrationsomkostninger               | 1.697          | 1.558          |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>60.917</b>  | <b>27.765</b>  |
| 7    | Skat                                      | 41             | 50             |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>60.876</b>  | <b>27.715</b>  |
|      | Udlodningsregulering                      | 6.225          | -1.503         |
|      | Overført fra sidste år                    | 61             | 32             |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>6.285</b>   | <b>-1.471</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>67.161</b>  | <b>26.244</b>  |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>46.274</b>  | <b>23.743</b>  |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 46.167         | 23.683         |
|      | Overført til udlodning næste år           | 107            | 61             |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>20.888</b>  | <b>2.501</b>   |
| Note | Balance (1000 kr.)                        | 2015           | 2014           |
|      | <b>AKTIVER</b>                            |                |                |
|      | Indestående i depotselskab                | 366            | 1.635          |
| 9    | <b>I alt likvide midler</b>               | <b>366</b>     | <b>1.635</b>   |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber      | 229.780        | 157.931        |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber | 8.834          | 8.550          |
| 9    | <b>I alt kapitalandele</b>                | <b>238.613</b> | <b>166.480</b> |
|      | Andre tilgodehavender                     | 0              | 11             |
|      | Mellemværende vedrørende handelsafvikling | 2              | 0              |
|      | Aktuelle skatteaktiver                    | 13             | 12             |
|      | <b>I alt andre aktiver</b>                | <b>15</b>      | <b>23</b>      |
|      | <b>Aktiver i alt</b>                      | <b>238.995</b> | <b>168.139</b> |
|      | <b>PASSIVER</b>                           |                |                |
| 10   | Medlemmernes formue                       | 238.777        | 167.936        |
|      | Skyldige omkostninger                     | 218            | 203            |
|      | <b>I alt anden gæld</b>                   | <b>218</b>     | <b>203</b>     |
|      | <b>Passiver i alt</b>                     | <b>238.995</b> | <b>168.139</b> |
| 11   | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>   |                |                |

# Danske Aktier

| Note | NOTER                                                                                                                                     | 2015          | 2014          |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                                                                                                |               |               |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                                                                                                      | 5.260         | 2.817         |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                                                                                                 | 267           | 385           |
|      | <b>I alt udbytter</b>                                                                                                                     | <b>5.527</b>  | <b>3.202</b>  |
| 2    | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                                                                                          |               |               |
|      | Renteindtægter depotselskab                                                                                                               | 0             | 0             |
|      | <b>I alt renteindtægter</b>                                                                                                               | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| 3    | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                                                                                           |               |               |
|      | Renterudgifter depotselskab                                                                                                               | -10           | -1            |
|      | <b>I alt renteudgifter</b>                                                                                                                | <b>-10</b>    | <b>-1</b>     |
| 4    | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>                                                                                    |               |               |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                                                                                                      | 55.989        | 23.400        |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                                                                                                 | 1.317         | 2.886         |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>                                                                                         | <b>57.306</b> | <b>26.286</b> |
|      | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele                                                                           | 36.201        | 23.581        |
| 5    | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                                                                                                     |               |               |
|      | Bruttohandelsomkostninger                                                                                                                 | 275           | 242           |
|      | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                                                                                              | -59           | -51           |
|      | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>                                                                                        | <b>216</b>    | <b>191</b>    |
| 6    | <b>Administrationsomkostninger</b>                                                                                                        |               |               |
|      | Afdelingsdirekte                                                                                                                          |               |               |
|      | Administrationsvederlag                                                                                                                   | 178           | 159           |
|      | Markedsføringsomkostninger                                                                                                                | 693           | 618           |
|      | Gebyrer til depotselskab                                                                                                                  | 69            | 55            |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                 | 653           | 579           |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                                                       | 53            | 47            |
|      | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                                                                                                | <b>1.646</b>  | <b>1.458</b>  |
|      | Andel af fællesomkostninger                                                                                                               |               |               |
|      | Honorer til bestyrelse                                                                                                                    | 25            | 48            |
|      | Revisionshonorar til revisorer                                                                                                            | 10            | 32            |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                 | 4             | 7             |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                                                       | 13            | 12            |
|      | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                                                                                             | <b>52</b>     | <b>100</b>    |
|      | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                                                                                                  | <b>1.697</b>  | <b>1.558</b>  |
| 7    | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                    |               |               |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat                                                                                                              | 41            | 50            |
|      | <b>I alt skat</b>                                                                                                                         | <b>41</b>     | <b>50</b>     |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                              |               |               |
|      | Renter og udbytter mm.                                                                                                                    | 5.527         | 3.202         |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                          | -41           | -50           |
|      | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                                | 36.200        | 23.620        |
|      | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                              | -1.697        | -1.558        |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                    | 6.225         | -1.503        |
|      | Anvendt fremført aktietab                                                                                                                 | 0             | 0             |
|      | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                          | 61            | 32            |
|      | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                                   | <b>46.274</b> | <b>23.743</b> |
|      | * I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 39 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 23.581 tkr. |               |               |
|      | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 1 tkr. Og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 36.201 tkr.      |               |               |
| 9    | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                                                       |               |               |
|      | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                    | 99,85         | 99,03         |
|      | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                         | 0,15          | 0,97          |
|      | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                     | <b>100,00</b> | <b>100,00</b> |
|      | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>                           |               |               |
|      | * indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm                                                                            |               |               |
|      | ** indeholder Likvide midler                                                                                                              |               |               |

# Danske Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

|    |                                                                                | 2015              |                 | 2014              |                 |
|----|--------------------------------------------------------------------------------|-------------------|-----------------|-------------------|-----------------|
|    |                                                                                | Cirk. An-<br>dele | Formue<br>værdi | Cirk. An-<br>dele | Formue<br>værdi |
| 10 | <b>Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                           |                   |                 |                   |                 |
|    | Medlemmernes formue (primo)                                                    | 1.144             | 167.936         | 1.157             | 159.189         |
|    | Emissioner i året                                                              | 295               | 50.862          | 219               | 31.961          |
|    | Indløsninger i året                                                            | -101              | -16.885         | -233              | -32.859         |
|    | Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |                   | -105            |                   | -121            |
|    | Handelsomkostninger omkl. fra driften                                          |                   | -59             |                   | -51             |
|    | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |                   | -6.225          |                   | 1.503           |
|    | Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |                   | -23.848         |                   | -17.898         |
|    | Overført til udlodning sidste år                                               |                   | -61             |                   | -32             |
|    | Overført til udlodning næste år                                                |                   | 107             |                   | 61              |
|    | Foreslået udlodning                                                            |                   | 46.167          |                   | 23.683          |
|    | Overført fra resultatopgørelse                                                 |                   | 20.888          |                   | 2.501           |
|    | <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               | <b>1.338</b>      | <b>238.777</b>  | <b>1.144</b>      | <b>167.936</b>  |

## 11 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

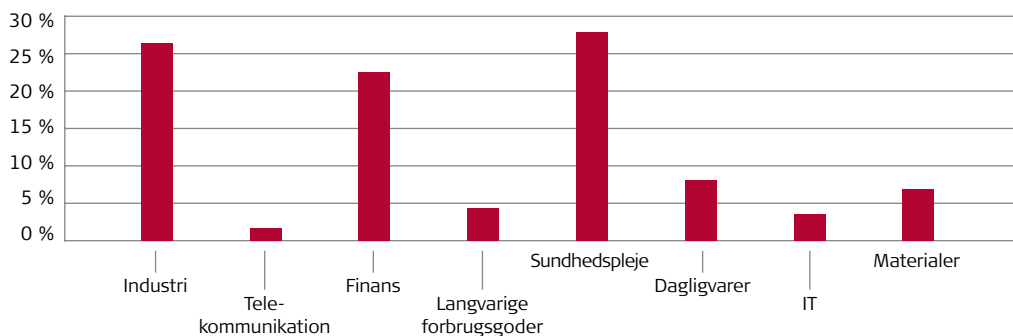
|                                                                | 2015      | 2014      | 2013      | 2012*     |
|----------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Netto resultat (1000 kr)                                       | 60.876    | 27.715    | 42.796    | 303       |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                              | 238.777   | 167.936   | 159.189   | 116.392   |
| Cirkulerende andele (stk.)                                     | 1.338.179 | 1.144.091 | 1.157.361 | 1.157.361 |
| Indre værdi pr. andel                                          | 178,43    | 146,79    | 137,54    | 100,57    |
| Udlodning pr. andel                                            | 34,50     | 20,70     | 14,70     | 0         |
| Årets afkast i %                                               | 36,37     | 17,94     | 36,76     | 0,57      |
| Årets benchmarkafkast i %                                      | 30,83     | 17,21     | 38,30     | -0,29     |
| Omkostnings %                                                  | 0,85      | 0,87      | 0,90      | 0,28      |
| Omsætningshastighed                                            | 0,62      | 0,66      | 1,10      | 0,26      |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)   | 1,34      | -         | -         | -         |
| Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | 2,47      | -         | -         | -         |
| Active Share %                                                 | 23,30     | 18,25     | 22,28     | -         |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                  | 1,20      | 1,22      | 1,28      | 1,39      |
| * Perioden 01.10-31.12.12                                      |           |           |           |           |
| Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)                        | -         | -         | -         | 382,00    |

### Afdelingens ti største beholdninger

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Novo Nordisk A/S-B      | 9,83 % |
| Danske Bank A/S         | 9,35 % |
| Pandora A/S             | 8,34 % |
| AP Møller-Mærsk A/S-B   | 6,14 % |
| Coloplast-B             | 5,74 % |
| Vestas Wind Systems A/S | 4,81 % |
| Genmab A/S              | 4,68 % |
| Iss A/S                 | 4,67 % |
| Tryg A/S                | 4,66 % |
| Carlsberg A/S-B         | 4,41 % |

### Formuefordeling (%)

#### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Globale Aktier

Afdelingen investerer primært i globale aktier optaget til handel på regulerede markeder. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på mellem 40 og 150 aktier. Minimum 80 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Investeringsfilosofien baseres på en aktiv porteføljesammensætning ud fra selskabsanalyser med fokus på det enkelte selskabs operationelle og strategiske situation samt fremtidig kurspotentiale og værdifastsættelse. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmarkudviklingen med en balance-ret underliggende risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI World inklusiv udbytte.

### Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7           |
|-------------|---|---|---|---|---|-------------|
| Lav risiko  |   |   |   |   |   | Høj risiko  |
| Lavt afkast |   |   |   |   |   | Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 17,74 %, mens benchmark gav et afkast på 10,66 %.

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2012*              | 0,31 %         | -0,17 %        | 0,48 %                |
| 2013               | 25,41 %        | 21,19 %        | 4,22 %                |
| 2014               | 18,50 %        | 19,27 %        | -0,78 %               |
| 2015               | 17,74 %        | 10,66 %        | 7,08 %                |
| <b>siden start</b> | <b>75,52 %</b> | <b>59,69 %</b> | <b>15,83 %</b>        |

\* Perioden 1.10.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

2015 var endnu et positivt år for de globale aktiemarkeder. Målt i danske kroner oplevede de udviklede markeder flotte afkast i 2015. Nord-

amerika steg med 11 %, Europa steg med 8 % og Japan steg med 22 %, mens Emerging Markets omvendt faldt 5 %. Afkastet på amerikanske aktier blev påvirket betydeligt af den styrkede US dollar som steg 12 % i forhold til den danske krone.

De positive afkast dækker imidlertid over betydelig uro på de finansielle markeder. Specielt de europæiske aktiemarkeder var meget volatile, hvor det brede indeks steg 20 % i første kvartal på baggrund af annonceringen af den europæiske centralbank ECB's program vedrørende kvantitative lempelser. Herefter var udviklingen mere eller mindre flad indtil august, hvor de globale aktiemarkeder oplevede et stort frasal som følge af bekymringer om kinesisk vækst. Dette frasal blev yderligere eskaleret i september efter den amerikanske centralbank FED's retorik i forbindelse beslutningen om at lade renten forblive uændret. Resten af året var udviklingen marginalt positiv og præget af spekulation omkring en eventuel beslutning fra FED om at hæve renten på december-mødet. Det viste sig, at FED på december-mødet besluttede at hæve renten. Olie var igen i fokus i 2015, hvor West Texas Intermediate-kontrakten for oliehandel satte nye bundrekorder, som ikke er set siden finanskrisen i 2008-2009. Energiselskaber samt industriselskaber og materialeselskaber med relation til olieindustrien har således haft et svært 2015.

I Europa peger nøgletallene i en marginalt mere positiv retning sammenlignet med 2014, men vi har stadig til gode at se effekterne af ECB's program vedrørende kvantitative lempelser. Spørgsmålet er imidlertid om disse effekter kommer. Der er således lange udsigter til et egentligt økonomisk genopblomstring i Europa om end udsigterne er mere positive end for et år siden. I USA har vi gennem 2015 set stærke nøgletal. Den amerikanske forbruger ser således meget stærk ud. Arbejdsmarkedet er historisk stærkt, og det må antages, at det udelukkende er et spørgsmål om

tid, inden vi ser eskalerende løninflation, som alt andet lige, vil påvirke selskabernes marginer negativt. Det er således vigtigt at være opmærksom på, hvordan de enkelte selskaber skaber fremgang i fortjenesten per aktie. Dette miljø giver gode vilkår for aktieselektion.

Japanske aktier oplevede et yderst stærkt 2015 drevet af såvel en styrket Yen samt pæne stigninger i de japanske aktieindeks. Førnævnte forhold var drevet af lempelig pengepolitik samt den japanske pensionsfonds beslutning om at øge sin allokering til aktier.

Sektormæssigt oplevede Health Care og Stabilt Forbrug de største stigninger, mens Energi og Materials leverede de laveste sektorafkast i 2015.

#### **Afdelingens udvikling i 2015**

Afdelingen opnåede i 2015 et afkast på 17,74 %, hvilket ligger betydeligt over det forventede afkast på 5-10 % ved indgangen til året.

Afkastet ligger 7,08 % point over benchmarkafkastet.

Største positive bidragsydere til afkastforskellen var Pandora, Amazon og Alphabet (Google). Pandora opjusterede forventningerne til indtjeningen flere gange i løbet af 2015. Amazon fortsatte med at slå analytikernes forventninger, og demonstrerede gennem 2015 styrken af deres forretningsmodel. Alphabet steg blandt andet på en mere aktionærvenlig strategi samt ansættelsen af en ny CFO, som kom fra Morgan Stanley.

Afdelingen har igen i 2015 været aktiv i forbindelse med børsnoteringerne af nye selskaber. Her kan specielt fremhæves Bravida, Dometic og ABN Amro som alle tre har givet pæne kursstigninger. Dette afspejler muligheden for at skabe afkast ved selektiv udvælgelse af nye selskaber.

Største negative bidragsydere til afkastet var Microsoft, PVH Corp og Xerox.

Afdelingens største geografiske eksponering er Nordamerika, der udgør omkring 60 % af afdelingens investeringer, mens europæiske aktier udgør 29 %. Målt i forhold til afdelingens benchmark er den største regionale overvægt Europa.

Afdelingens største eksponeringer på sektorniveau er finans og IT, der udgør henholdsvis 22 % og 20 % af porteføljen.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 17,60 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2016**

Afdelingen forventer en mindre stigning på de globale aktiemarkeder i 2016. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos afdelingernes selskaber.

#### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje giver. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

#### **Kursudviklingen på aktiemarkederne**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede

kursudvikling på aktiemarkedene og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

#### **Landerisiko**

Afdelingens investeringer er fokuseret på de globale aktiemarkeder. Udviklingen på de globale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke eller kun delvis kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke

forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i renten, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation.

#### **Særlige risici i 2016**

Afdelingen vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opadgående retning. Derudover kan geopolitisk uro påvirke afdelingens afkast negativt. Endvidere har signifikante ændringer i forventningerne til global- og specielt kinesisk vækst potentiale til at påvirke afdelingens afkast.

Risici er nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Globale Aktier

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014          |
|------|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | Udbytter                                  | 8.272         | 5.087         |
| 2    | Renteindtægter                            | 12            | 1             |
| 3    | Renteudgifter                             | -32           | -6            |
|      | <b>I alt udbytter og renter</b>           | <b>8.252</b>  | <b>5.083</b>  |
| 4    | Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele     | 63.806        | 37.421        |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | 3.080         | -134          |
| 5    | Handelsomkostninger                       | 397           | 365           |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>66.489</b> | <b>36.922</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>74.741</b> | <b>42.005</b> |
| 6    | Administrationsomkostninger               | 4.747         | 2.191         |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>69.993</b> | <b>39.814</b> |
| 7    | Skat                                      | 775           | 795           |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>69.218</b> | <b>39.019</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | 25.161        | 7.130         |
|      | Overført fra sidste år                    | 15            | 106           |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>25.176</b> | <b>7.236</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>94.394</b> | <b>46.255</b> |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>76.130</b> | <b>39.612</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 76.001        | 39.596        |
|      | Overført til udlodning næste år           | 129           | 15            |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>18.264</b> | <b>6.643</b>  |

# Globale Aktier

| Note | Balance (1000 kr.)                                              | 2015           | 2014           |
|------|-----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
|      | <b>AKTIVER</b>                                                  |                |                |
|      | Indestående i depotselskab                                      | 206            | 4.631          |
| 9    | <b>I alt likvide midler</b>                                     | <b>206</b>     | <b>4.631</b>   |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 23.766         | 12.633         |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 624.451        | 309.533        |
| 9    | <b>I alt kapitalandele</b>                                      | <b>648.217</b> | <b>322.166</b> |
|      | Tilgodehavende renter, udbytter mm.                             | 0              | 0              |
|      | Andre tilgodehavender                                           | 0              | 15             |
|      | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 524            | 49.180         |
|      | Aktuelle skatteaktiver                                          | 223            | 116            |
|      | <b>I alt andre aktiver</b>                                      | <b>746</b>     | <b>49.311</b>  |
|      | <b>Aktiver i alt</b>                                            | <b>649.169</b> | <b>376.107</b> |
|      | <b>PASSIVER</b>                                                 |                |                |
| 10   | Medlemmernes formue                                             | 648.207        | 323.014        |
|      | Skyldige omkostninger                                           | 963            | 349            |
|      | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | -1             | 52.745         |
|      | <b>I alt anden gæld</b>                                         | <b>962</b>     | <b>53.094</b>  |
|      | <b>Passiver i alt</b>                                           | <b>649.169</b> | <b>376.107</b> |
| 11   | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                         |                |                |
|      | <b>NOTER</b>                                                    |                |                |
| 1    | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                      |                |                |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 209            | 131            |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 8.063          | 4.956          |
|      | <b>I alt udbytter</b>                                           | <b>8.272</b>   | <b>5.087</b>   |
| 2    | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                |                |                |
|      | Renteindtægter depotselskab                                     | 12             | 1              |
|      | <b>I alt renteindtægter</b>                                     | <b>12</b>      | <b>1</b>       |
| 3    | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                 |                |                |
|      | Renterudgifter depotselskab                                     | -32            | -6             |
|      | <b>I alt renteudgifter</b>                                      | <b>-32</b>     | <b>-6</b>      |
| 4    | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>          |                |                |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 10.632         | 1.582          |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 53.174         | 35.839         |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>               | <b>63.806</b>  | <b>37.421</b>  |
|      | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele | 45.078         | 30.384         |
| 5    | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                           |                |                |
|      | Bruttohandelsomkostninger                                       | 791            | 540            |
|      | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                    | -394           | -175           |
|      | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>              | <b>397</b>     | <b>365</b>     |
| 6    | <b>Administrationsomkostninger</b>                              |                |                |
|      | Afdelingsdirekte                                                |                |                |
|      | Administrationsvederlag                                         | 432            | 192            |
|      | Markedsføringsomkostninger                                      | 2.114          | 938            |
|      | Gebyrer til depotselskab                                        | 230            | 88             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                       | 1.789          | 816            |
|      | Øvrige omkostninger                                             | 69             | 52             |
|      | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                      | <b>4.635</b>   | <b>2.085</b>   |
|      | Andel af fællesomkostninger                                     |                |                |
|      | Honorar til bestyrelse                                          | 54             | 50             |
|      | Revisionshonorar til revisorer                                  | 22             | 31             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                       | 9              | 7              |
|      | Øvrige omkostninger                                             | 28             | 18             |
|      | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                   | <b>113</b>     | <b>107</b>     |
|      | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                        | <b>4.747</b>   | <b>2.191</b>   |

# Globale Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

|    |                                                                                                                                              | 2015                | 2014                |                     |                     |
|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 7  | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                       |                     |                     |                     |                     |
|    | Ikke refunderbar skat på udbytter                                                                                                            | 775                 | 795                 |                     |                     |
|    | <b>I alt skat</b>                                                                                                                            | <b>775</b>          | <b>795</b>          |                     |                     |
| 8  | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                                 |                     |                     |                     |                     |
|    | Renter og udbytter mm.                                                                                                                       | 8.273               | 5.088               |                     |                     |
|    | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                             | -922                | -795                |                     |                     |
|    | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                                   | 48.197              | 30.274              |                     |                     |
|    | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                                 | -4.594              | -2.191              |                     |                     |
|    | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                       | 25.161              | 7.130               |                     |                     |
|    | Anvendt fremført aktietab                                                                                                                    | 0                   | 0                   |                     |                     |
|    | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                             | 15                  | 106                 |                     |                     |
|    | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                                      | <b>76.130</b>       | <b>39.612</b>       |                     |                     |
|    | * I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 110 tkr. Og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 30.384 tkr.       |                     |                     |                     |                     |
|    | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 3.120 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 45.078 tkr. |                     |                     |                     |                     |
| 9  | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                                                          |                     |                     |                     |                     |
|    | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                       | 99,97               | 98,77               |                     |                     |
|    | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                            | 0,03                | 1,23                |                     |                     |
|    | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                        | <b>100,00</b>       | <b>100,00</b>       |                     |                     |
|    | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>                              |                     |                     |                     |                     |
|    | * Indeholder Kapitalandele, Tilgodehavende rente, udbytte mm. og Mellemværende vedrørende handelsafvikling.                                  |                     |                     |                     |                     |
|    | ** Indeholder Likvide midler.                                                                                                                |                     |                     |                     |                     |
|    |                                                                                                                                              | <b>2015</b>         | <b>2014</b>         |                     |                     |
|    |                                                                                                                                              | <b>Cirk. Andele</b> | <b>Formue værdi</b> | <b>Cirk. Andele</b> | <b>Formue værdi</b> |
| 10 | <b>Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                                                                                         |                     |                     |                     |                     |
|    | Medlemmernes formue (primo)                                                                                                                  | 2.276               | 323.014             | 1.238               | 155.768             |
|    | Emissioner i året                                                                                                                            | 2.702               | 403.491             | 1.107               | 147.077             |
|    | Indløsninger i året                                                                                                                          | -659                | -99.568             | -70                 | -9.008              |
|    | Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                                                                              |                     | -1.978              |                     | -851                |
|    | Handelsomkostninger omkl. fra driften                                                                                                        |                     | -394                |                     | -175                |
|    | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                       |                     | -25.161             |                     | -7.130              |
|    | Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger                                                               |                     | -45.576             |                     | -8.817              |
|    | Overført til udlodning sidste år                                                                                                             |                     | -15                 |                     | -106                |
|    | Overført til udlodning næste år                                                                                                              |                     | 129                 |                     | 15                  |
|    | Foreslået udlodning                                                                                                                          |                     | 76.001              |                     | 39.596              |
|    | Overført fra resultatopgørelse                                                                                                               |                     | 18.264              |                     | 6.643               |
|    | <b>I alt medlemmernes formue</b>                                                                                                             | <b>4.318</b>        | <b>648.207</b>      | <b>2.276</b>        | <b>323.014</b>      |
| 11 | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                                                                                                      |                     |                     |                     |                     |
|    | <b>5 års oversigt</b>                                                                                                                        | <b>2015</b>         | <b>2014</b>         | <b>2013</b>         | <b>2012*</b>        |
|    | Netto resultat (1000 kr)                                                                                                                     | 69.218              | 39.019              | 31.322              | 84                  |
|    | Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                                                                                                            | 648.207             | 323.014             | 155.768             | 121.697             |
|    | Cirkulerende andele (stk.)                                                                                                                   | 4.318.226           | 2.275.647           | 1.238.233           | 1.213.233           |
|    | Indre værdi pr. andel                                                                                                                        | 150,11              | 141,94              | 125,80              | 100,31              |
|    | Udlodning pr. andel                                                                                                                          | 17,60               | 17,40               | 6,10                | 0,00                |
|    | Årets afkast i %                                                                                                                             | 17,74               | 18,50               | 25,41               | 0,31                |
|    | Årets benchmarkafkast i %                                                                                                                    | 10,66               | 19,27               | 21,19               | -0,17               |
|    | Omkostnings %                                                                                                                                | 0,97                | 0,99                | 1,07                | 0,32                |
|    | Omsætningshastighed                                                                                                                          | 0,52                | 0,85                | 0,55                | 0,09                |
|    | Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)                                                                                 | 0,92                | -                   | -                   | -                   |
|    | Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)                                                                               | 3,33                | -                   | -                   | -                   |
|    | Active Share %                                                                                                                               | 83,14               | 82,97               | 66,47               | 0,00                |
|    | ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                                                                                                | 1,30                | 1,40                | 1,42                | 1,53                |
|    | * Perioden 01.10-31.12.12                                                                                                                    |                     |                     |                     |                     |
|    | Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)                                                                                                      | -                   | -                   | -                   | 704                 |

# Globale Aktier

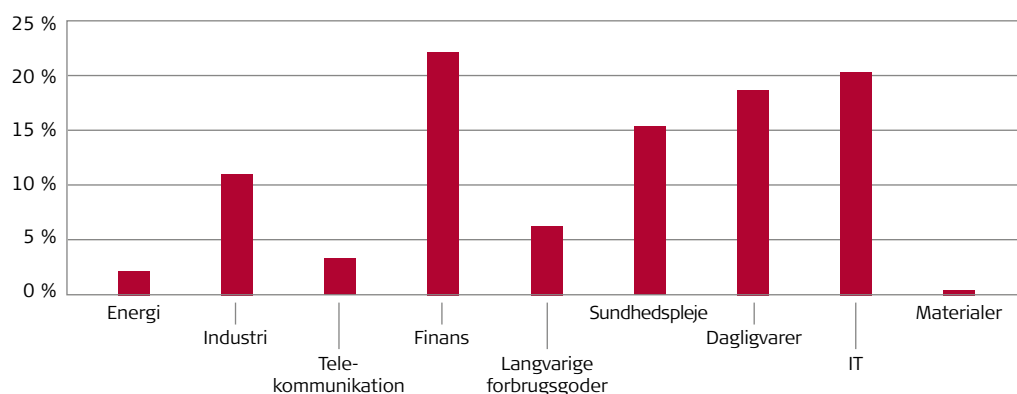
Note **NOTER (Fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| Alphabet Inc.-Cl C        | 3,62 % |
| Allergan Plc              | 3,59 % |
| Apple Inc                 | 3,56 % |
| Synchrony Financial       | 3,48 % |
| Xerox Corp                | 3,23 % |
| Mcgraw Hill Financial Inc | 2,88 % |
| Amazon.Com Inc            | 2,81 % |
| Pandora A/S               | 2,52 % |
| Mastercard Inc-Class A    | 2,46 % |
| American Express Co       | 2,33 % |

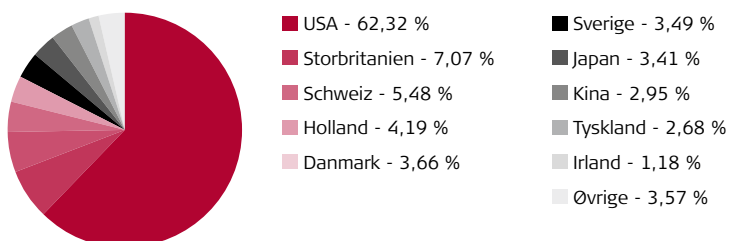
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Højt Udbytte Aktier

Afdelingen investerer primært i europæiske aktier, der har fokus på at udlodde højt udbytte. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på mellem 25 og 75 aktier. Minimum 50 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Investeringsfilosofien er baseret på aktieudvælgelse og aktiv porteføljesammensætning. Afdelingen fokuserer på selskaber, der historisk har udbetalt et relativt højt udbytte, samt selskaber der tilbagekøber egne aktier. I udvælgelsen af selskaber lægges der endvidere stor vægt på selskabets værdiansættelse, finansielle styrke og udviklingen i indtjeningen. Målsætningen for afdelingen er, at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmarkudviklingen med en balanceret underliggende risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 20.12.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusive udbytte.

### Risikoprofil

| 1                         | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7                         |
|---------------------------|---|---|---|---|---|---------------------------|
| Lav risiko<br>Lavt afkast |   |   |   |   |   | Høj risiko<br>Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 11,36 %, mens benchmark gav et afkast på 8,46 %.

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2012*              | -0,97 %        | -0,74 %        | -0,23 %               |
| 2013               | 21,04 %        | 19,81 %        | 1,23 %                |
| 2014               | 8,17 %         | 6,64 %         | 1,53 %                |
| 2015               | 11,36 %        | 8,46 %         | 2,90 %                |
| <b>siden start</b> | <b>44,39 %</b> | <b>37,55 %</b> | <b>6,84 %</b>         |

\* Perioden 20.12.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

De europæiske aktiemarkeder oplevede endnu et positivt år med et afkast på 8,5 % i 2015.

Den positive udvikling på markederne dækker over et år med store udsving i afkastet, hvor den første del af året frem til august måned, var præget af pæne kursstigninger, der blev afløst af en mere volatil periode i den resterende del af året.

Den positive udvikling i første halvår blev drevet af den europæiske centralbank ECB's vilje til at bidrage med kvantitative lempelser, og en amerikansk økonomi der fortsatte den positive udvikling fra slutningen af 2014.

Andet halvår var som anført ovenfor mere volatilt end først halvår af 2015. Usikkerheden spredte sig i markedet, da den kinesiske valuta devaluerede overfor US dollaren i slutningen af august, hvor der kom et fornyet fokus på Kinas evne til stadig at bidrage til den globale vækst. Dette kombineret med en fornyet svækkelse af olieprisen førte til en kraftig kursreaktion, der kun delvist er indhentet i Europa igen.

I midten af december kom den amerikanske centralbank FED med den længe ventede rentestigning, hvilket markederne har belønnet med mindre kursstigninger.

## Afdelingens udvikling i 2015

Afdelingens afkast var 11,4 % i 2015, hvilket skal ses i forhold til et forventet niveau på 5 - 10 % ved årets start. Afkastet ligger 2,9 % point over benchmarkafkastet.

På sektorniveau kom de største positive bidrag til årets merafkast fra Materials og IT, hvorimod eksponeringen til Telekommunikation og Finans trak ned i det samlede merafkast.

Blandt de største positive bidragsydere var afdelingens eksponering til Cap Gemini, Randstadt og

Ahold. Cap Gemini nyder fortsat godt af et underliggende marked i vækst især på den digitale front samt øget indtjening i forbindelse med off-shoring. Ahold blev påvirket positivt udvikling af, at selskabets annoncerede en fusion med konkurrenten Delhaize.

Blandt IT selskaberne var det igen i år Microsoft, der bidrog mest til det samlede merafkast skabt af en fornuftig udvikling i erhvervssegmentet samt indenfor forretningsområdet Cloud.

I forhold til Materials har det haft en positiv effekt, at afdelingen ikke i nævneværdig grad har været eksponeret til råvareselskaberne, der blev ramt af de store fald på råvarer generelt.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 11,10 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2016**

Afdelingen forventer en mindre stigning på de europæiske aktiemarkeder i 2016. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne.

#### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

#### **Kursudviklingen på aktiemarkederne**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulato-

riske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Afdelingen har en beta på under 1, og afkastet på porteføljen forventes derfor at svinge mindre end markedet i både opad- og nedadgående retning.

#### **Landerisiko**

Afdelingens investeringer er fokuseret på Europa. Kursudviklingen på de europæiske aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i europæiske eller globale renter, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt aktie, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

### **Særlige risici i 2016**

Der ligger forventninger om begrænsede rentestigninger i de nuværende afkast-forventninger. Afdelingens afkast vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opadgående retning.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Højt Udbytte Aktier

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014          |
|------|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | Udbytter                                  | 12.847        | 7.565         |
| 2    | Renteindtægter                            | 28            | 1             |
| 3    | Renteudgifter                             | -9            | -5            |
|      | <b>I alt udbytter og renter</b>           | <b>12.866</b> | <b>7.561</b>  |
| 4    | Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele     | 21.849        | 10.446        |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | 541           | 137           |
| 5    | Handelsomkostninger                       | 205           | 118           |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>22.186</b> | <b>10.466</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>35.051</b> | <b>18.026</b> |
| 6    | Administrationsomkostninger               | 3.163         | 1.985         |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>31.888</b> | <b>16.041</b> |
| 7    | Skat                                      | 516           | 656           |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>31.372</b> | <b>15.385</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | -4.709        | 9.504         |
|      | Overført fra sidste år                    | 7             | 49            |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>-4.702</b> | <b>9.553</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>26.671</b> | <b>24.938</b> |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>26.464</b> | <b>21.356</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 26.404        | 21.349        |
|      | Overført til udlodning næste år           | 60            | 7             |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>207</b>    | <b>3.581</b>  |

# Højt Udbytte Aktier

| Note            | Balance (1000 kr.)                                              | 2015           | 2014           |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                                                                 |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                      | 2.538          | 4.465          |
| 9               | <b>I alt likvide midler</b>                                     | <b>2.538</b>   | <b>4.465</b>   |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 27.194         | 31.755         |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 288.398        | 298.428        |
| 9               | <b>I alt kapitalandele</b>                                      | <b>315.593</b> | <b>330.183</b> |
|                 | Tilgodehavende renter, udbytter mm.                             | 0              | 0              |
|                 | Andre tilgodehavender                                           | 0              | 15             |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 519            | 397            |
|                 | Aktuelle skatteaktiver                                          | 567            | 239            |
|                 | <b>I alt andre aktiver</b>                                      | <b>1.086</b>   | <b>651</b>     |
|                 | <b>Aktiver i alt</b>                                            | <b>319.217</b> | <b>335.299</b> |
| <b>PASSIVER</b> |                                                                 |                |                |
| 10              | Medlemmernes formue                                             | 318.886        | 335.042        |
|                 | Skyldige omkostninger                                           | 331            | 257            |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 0              | 0              |
|                 | <b>I alt anden gæld</b>                                         | <b>331</b>     | <b>257</b>     |
|                 | <b>Passiver i alt</b>                                           | <b>319.217</b> | <b>335.299</b> |
| 11              | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                         |                |                |
| <b>NOTER</b>    |                                                                 |                |                |
| 1               | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                      |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 742            | 389            |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 12.105         | 7.176          |
|                 | <b>I alt udbytter</b>                                           | <b>12.847</b>  | <b>7.565</b>   |
| 2               | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                |                |                |
|                 | Renteindtægter depotselskab                                     | 28             | 1              |
|                 | <b>I alt renteindtægter</b>                                     | <b>28</b>      | <b>1</b>       |
| 3               | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                 |                |                |
|                 | Renterudgifter depotselskab                                     | -9             | -5             |
|                 | <b>I alt renteudgifter</b>                                      | <b>-9</b>      | <b>-5</b>      |
| 4               | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>          |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 4.085          | 1.798          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 17.765         | 8.648          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>               | <b>21.849</b>  | <b>10.446</b>  |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele | 21.323         | 6.835          |
| 5               | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                           |                |                |
|                 | Bruttohandelsomkostninger                                       | 718            | 408            |
|                 | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                    | -513           | -290           |
|                 | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>              | <b>205</b>     | <b>118</b>     |
| 6               | <b>Administrationsomkostninger</b>                              |                |                |
|                 | Afdelingsdirekte                                                |                |                |
|                 | Administrationsvederlag                                         | 340            | 207            |
|                 | Markedsføringsomkostninger                                      | 1.324          | 803            |
|                 | Gebyrer til depotselskab                                        | 164            | 96             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                       | 1.194          | 738            |
|                 | Øvrige omkostninger                                             | 40             | 43             |
|                 | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                      | <b>3.063</b>   | <b>1.887</b>   |
|                 | Andel af fællesomkostninger                                     |                |                |
|                 | Honorer til bestyrelse                                          | 48             | 46             |
|                 | Revisionshonorar til revisorer                                  | 19             | 29             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                       | 8              | 6              |
|                 | Øvrige omkostninger                                             | 25             | 18             |
|                 | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                   | <b>100</b>     | <b>98</b>      |
|                 | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                        | <b>3.163</b>   | <b>1.985</b>   |

# Højt Udbytte Aktier

| Note | NOTER (Fortsat)                                                                                                                           | 2015                | 2014                |                     |                     |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 7    | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                    |                     |                     |                     |                     |
|      | Ikke refunderbar skat på udbytter                                                                                                         | 516                 | 656                 |                     |                     |
|      | <b>I alt skat</b>                                                                                                                         | <b>516</b>          | <b>656</b>          |                     |                     |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                              |                     |                     |                     |                     |
|      | Renter og udbytter mm.                                                                                                                    | 12.848              | 7.566               |                     |                     |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                          | -899                | -656                |                     |                     |
|      | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                                | 21.985              | 6.879               |                     |                     |
|      | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                              | -2.768              | -1.985              |                     |                     |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                    | -4.709              | 9.504               |                     |                     |
|      | Anvendt fremført aktietab                                                                                                                 | 0                   | 0                   |                     |                     |
|      | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                          | 7                   | 49                  |                     |                     |
|      | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                                   | <b>26.464</b>       | <b>21.356</b>       |                     |                     |
|      | * I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 44 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 6.835 tkr.  |                     |                     |                     |                     |
|      | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 662 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 21.323 tkr. |                     |                     |                     |                     |
| 9    | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                                                       |                     |                     |                     |                     |
|      | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                    | 99,20               | 98,67               |                     |                     |
|      | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                         | 0,80                | 1,33                |                     |                     |
|      | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                     | <b>100,00</b>       | <b>100,00</b>       |                     |                     |
|      | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>                           |                     |                     |                     |                     |
|      | * Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm                                                                            |                     |                     |                     |                     |
|      | ** Indeholder Likvide midler                                                                                                              |                     |                     |                     |                     |
|      |                                                                                                                                           | <b>2015</b>         | <b>2014</b>         |                     |                     |
| 10   | <b>Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                                                                                      | <b>Cirk. Andele</b> | <b>Formue værdi</b> | <b>Cirk. Andele</b> | <b>Formue værdi</b> |
|      | Medlemmernes formue (primo)                                                                                                               | 2.636               | 335.042             | 1.105               | 132.413             |
|      | Emissioner i året                                                                                                                         | 1.301               | 191.107             | 1.610               | 201.068             |
|      | Indløsninger i året                                                                                                                       | -1.558              | -211.568            | -79                 | -9.159              |
|      | Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                                                                           |                     | -1.646              |                     | -1.548              |
|      | Handelsomkostninger omkl. fra driften                                                                                                     |                     | -513                |                     | -290                |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                    |                     | 4.709               |                     | -9.504              |
|      | Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger                                                            |                     | -24.908             |                     | -2.826              |
|      | Overført til udlodning sidste år                                                                                                          |                     | -7                  |                     | -49                 |
|      | Overført til udlodning næste år                                                                                                           |                     | 60                  |                     | 7                   |
|      | Foreslået udlodning                                                                                                                       |                     | 26.404              |                     | 21.349              |
|      | Overført fra resultatopgørelse                                                                                                            |                     | 207                 |                     | 3.581               |
|      | <b>I alt medlemmernes formue</b>                                                                                                          | <b>2.379</b>        | <b>318.886</b>      | <b>2.636</b>        | <b>335.042</b>      |
| 11   | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                                                                                                   |                     |                     |                     |                     |
|      | <b>5 års oversigt</b>                                                                                                                     | <b>2015</b>         | <b>2014</b>         | <b>2013</b>         | <b>2012*</b>        |
|      | Netto resultat (1000 kr)                                                                                                                  | 31.372              | 15.385              | 22.688              | -1.000              |
|      | Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                                                                                                         | 318.886             | 335.042             | 132.413             | 100.379             |
|      | Cirkulerende andele (stk.)                                                                                                                | 2.378.764           | 2.635.701           | 1.104.653           | 1.013.653           |
|      | Indre værdi pr. andel                                                                                                                     | 134,06              | 127,12              | 119,87              | 99,03               |
|      | Udlodning pr. andel                                                                                                                       | 11,10               | 8,10                | 2,40                | 0,00                |
|      | Årets afkast i %                                                                                                                          | 11,36               | 8,17                | 21,04               | -0,97               |
|      | Årets benchmarkafkast i %                                                                                                                 | 8,46                | 6,64                | 19,81               | -0,74               |
|      | Omkostnings %                                                                                                                             | 0,84                | 0,82                | 1,10                | 0,04                |
|      | Omsætningshastighed                                                                                                                       | 0,23                | 0,19                | 0,14                | 0,00                |
|      | Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)                                                                              | 0,86                | -                   | -                   | -                   |
|      | Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)                                                                            | 2,96                | -                   | -                   | -                   |
|      | Active Share %                                                                                                                            | 65,00               | 68,65               | 64,70               | -                   |
|      | ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                                                                                             | 1,14                | 1,12                | 1,39                | 1,45                |
|      | * Perioden 20.12-31.12.12                                                                                                                 |                     |                     |                     |                     |
|      | Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)                                                                                                   | -                   | -                   | -                   | 41                  |

# Højt udbytte aktier

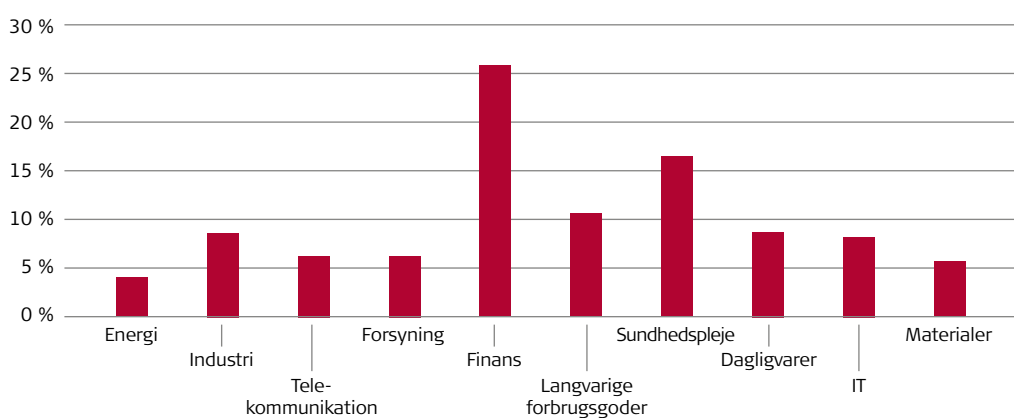
Note **NOTER (fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

|                              |        |
|------------------------------|--------|
| Roche Holding Ag-Genusschein | 3,61 % |
| Nestle Sa-Reg                | 3,39 % |
| Novartis Ag-Reg              | 2,80 % |
| Relx Nv                      | 2,71 % |
| National Grid Plc            | 2,70 % |
| Novo Nordisk A/S-B           | 2,63 % |
| Iberdrola Sa                 | 2,45 % |
| Unilever Nv-Cva              | 2,38 % |
| Koninklijke Ahold Nv         | 2,26 % |
| Allianz Se-Reg               | 2,23 % |

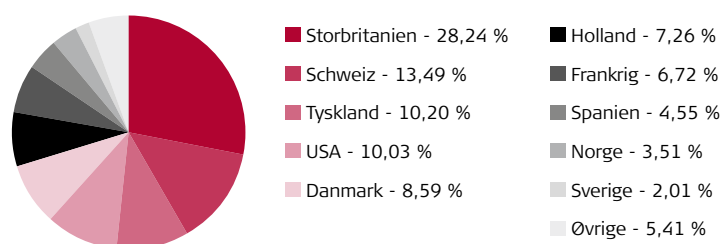
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Europa Value Aktier

Afdelingens primære investeringsområde er europæiske aktier, men op til 20 % af midlerne kan investeres i ikke-europæiske aktier. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på mellem 35 og 100 aktier. Minimum 60 % af afdelingens formue investeres i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Investeringsfilosofien for Afdelingen bygger på følgende to elementer; 1) Value outperformer et bredt marked over tid og 2) Finansielt sunde selskaber outperformer over tid. Strategien fokuserer på via screening at frasortere de selskaber, der ikke har en tilfredsstillende kvalitet på grund af f.eks. stigende binding i arbejdskapital, faldende marginer, underskud eller en stigende gældsandel, og i udvælgelsen af selskaber lægges der vægt på at vælge de billigste selskaber kombineret med, at selskaberne tjekkes for f.eks. off balance sheet forpligtigelser, retssager mv.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 7.10.14.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI Europe inklusive udbytte.

## Risikoprofil

| 1                         | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7                         |
|---------------------------|---|---|---|---|---|---------------------------|
| Lav risiko<br>Lavt afkast |   |   |   |   |   | Høj risiko<br>Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 14,08 %, mens benchmark gav et afkast på 8,46 %.

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2014*              | -0,87 %        | 2,03 %         | -2,90 %               |
| 2015               | 14,08 %        | 8,46 %         | 5,62 %                |
| <b>siden start</b> | <b>13,09 %</b> | <b>10,66 %</b> | <b>2,43 %</b>         |

\* Perioden 7.10.-31.12.14.

## Markedsudvikling i 2015

2015 var endnu et godt år på aktiemarkederne, hvor det europæiske marked steg med 8,5 %. Stigningerne var drevet af likviditet fra centralbankerne som har fået mange obligationsinvestorer til at investere i mere risikofyldte aktiver herunder blandt andet aktier. Dette har fået obligationslignende aktier til på nogle nøgletal at handle på samme niveau i forhold til value aktier som under Lehman-krisen. Ovenstående betyder, at defensive selskaber ser meget dyre ud. Obligationslignende aktier kan eksempelvis være fødevarerelskaber og selskaber inden for sundhed.

De positive afkast dækker over store udsving på de finansielle markeder. Europæiske aktier steg 20 % i starten af 2015 på baggrund af pengepolitiske lempelser fra den europæiske centralbank ECB. I Schweiz opgav man tilknytningen til euroen i januar, hvilket fik valutaen til at stige over 20 %. I august blev markederne bekymrede for væksten i Kina, hvilket medførte faldende aktiemarkeder. Samtidig havde den amerikanske centralbank FED signalret, at man inde for en kortere tidshorisont ville hæve styrenten igen, hvilket skete i december 2015. På oliemarkedet var der også uro, idet olie faldt med 34 %. Den faldende oliepris samt uroen om den kinesiske vækst medførte, at olieselskaber og selskaber i materiale sektorerne havde det svært.

## Afdelingens udvikling i 2015

Afdelingen klarede sig med et afkast på 14,1 % markant bedre end forventet ved indgangen til 2015.

Afkastet for 2015 var 5,6 % point højere end benchmarkafkastet. 2015 var karakteriseret af en del udsving på markederne, hvilket porteføljen klarede fornuftigt, idet der var merafkast i 9 ud af 12 måneder. Porteføljen har en bred dækning med sektorneutralitet, og det er hensigten, at merafkastet skabes via aktieudvælgelse, hvilket i store træk har været tilfældet i 2015. I alt 50 selskaber har bidraget med 0,1 % eller derover til merafkastet. Generelt har value som stil haft det svært i de

senere år inklusive 2015, men afdelingens metode til frasortering af lavkvalitetsselskaber, har fungeret godt i året, hvilket har bidraget til at skabe et merafkast i 2015.

På sektorniveau bidrog 9 ud af 10 sektorer med positivt merafkast. Utilities var den eneste sektor med et negativt bidrag i størrelsen 0,06 %. Merafkastet er således bredt fundet på mange selskaber. Porteføljen har en active share på lidt under 80 %.

På selskabsniveau kom de største bidrag fra K+S, Infineon samt Pandora.

K+S, der producerer gødning blev forsøgt overtaget midt i 2015. PFA solgte positionen kort efter overtagesforsøget, idet aktien steg ca. 30 %. Handlen faldt senere på gulvet og aktien er nu tilbage på niveau med starten af 2015 eller ca. 40 % lavere end efter købstilbuddet.

Infineon producerer halvledere (semi conductors). 45 % af omsætningen er til bilindustrien. Selskabet har været gennem en succesfuld restrukturering, og selskabet er nu profitabel.

Pandora fortsætter den flotte vækst i forretningen. Der åbnes nye butikker globalt, men man er først nu ved at ekspandere i Kina. Flere markeder, som ellers må betragtes som modne markeder, har overrasket positivt, hvilket blandt andet er tilfældet i forhold til Australien.

### Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 14,50 kr. pr. andel.

### Forventninger til 2016

Afdelingen forventer en mindre stigning på de europæiske aktiemarkeder i 2016. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje. Afdelingens

investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

### Kursudviklingen på aktiemarkederne

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

### Landerisiko

Afdelingens investeringer er fokuseret på de europæiske aktiemarkeder. Udviklingen på de globale aktiemarkeder er derfor afgørende for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke politiske og regulatoriske foranstaltninger som landenes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre aktiekurspåvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

### Selskabsspecifikke forhold

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i renten, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation.

### Særlige risici i 2016

Største risici for de europæiske aktiemarkeder er deflation eller deflationære tendenser i Europa eller en stor stigning i renterne.

Risici er også omtalt under Generelle risikofaktorer.

# Europa Value Aktier

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014*       |
|------|-------------------------------------------|---------------|-------------|
| 1    | Udbytter                                  | 3.898         | 423         |
| 2    | Renteindtægter                            | 2             | 0           |
| 3    | Renteudgifter                             | -7            | -1          |
|      | <b>I alt udbytter og renter</b>           | <b>3.893</b>  | <b>422</b>  |
| 4    | Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele     | 13.468        | -541        |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | -218          | -87         |
| 5    | Handelsomkostninger                       | 719           | 184         |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>12.531</b> | <b>-811</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>16.424</b> | <b>-389</b> |
| 6    | Administrationsomkostninger               | 1.234         | 243         |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>15.190</b> | <b>-633</b> |
| 7    | Skat                                      | 201           | 72          |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>14.989</b> | <b>-705</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | 7.126         | -25         |
|      | Overført fra sidste år                    | 0             | 0           |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>7.126</b>  | <b>-25</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>22.115</b> | <b>-730</b> |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>22.536</b> | <b>-134</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 22.418        | 0           |
|      | Overført til udlodning næste år           | 118           | -134        |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>-421</b>   | <b>-596</b> |

\* Perioden 07.10.-31.12.14

# Europa Value Aktier

| Note            | Balance (1000 kr.)                                              | 2015           | 2014*          |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                                                                 |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                      | 505            | 613            |
| 9               | <b>I alt likvide midler</b>                                     | <b>505</b>     | <b>613</b>     |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 9.703          | 8.130          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 164.494        | 99.843         |
| 9               | <b>I alt kapitalandele</b>                                      | <b>174.196</b> | <b>107.974</b> |
|                 | Tilgodehavende renter, udbytter mm.                             | 0              | 0              |
|                 | Andre tilgodehavender                                           | 0              | 9              |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 108            | 71             |
|                 | Aktuelle skatteaktiver                                          | 107            | 13             |
|                 | <b>I alt andre aktiver</b>                                      | <b>215</b>     | <b>93</b>      |
|                 | <b>Aktiver i alt</b>                                            | <b>174.917</b> | <b>108.680</b> |
| <b>PASSIVER</b> |                                                                 |                |                |
| 10              | Medlemmernes formue                                             | 174.850        | 108.506        |
|                 | Skyldige omkostninger                                           | 66             | 174            |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 0              | 0              |
|                 | <b>I alt anden gæld</b>                                         | <b>66</b>      | <b>174</b>     |
|                 | <b>Passiver i alt</b>                                           | <b>174.917</b> | <b>108.680</b> |
| 11              | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                         |                |                |
| <b>NOTER</b>    |                                                                 |                |                |
| 1               | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                      |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 283            | 0              |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 3.616          | 423            |
|                 | <b>I alt udbytter</b>                                           | <b>3.898</b>   | <b>423</b>     |
| 2               | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                |                |                |
|                 | Renteindtægter depotselskab                                     | 2              | 0              |
|                 | <b>I alt renteindtægter</b>                                     | <b>2</b>       | <b>0</b>       |
| 3               | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                 |                |                |
|                 | Renterudgifter depotselskab                                     | -7             | -1             |
|                 | <b>I alt renteudgifter</b>                                      | <b>-7</b>      | <b>-1</b>      |
| 4               | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>          |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 3.115          | -1.589         |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 10.353         | 1.048          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>               | <b>13.468</b>  | <b>-541</b>    |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele | 13.410         | -382           |
| 5               | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                           |                |                |
|                 | Bruttohandelsomkostninger                                       | 810            | 314            |
|                 | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                    | -91            | -130           |
|                 | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>              | <b>719</b>     | <b>184</b>     |
| 6               | <b>Administrationsomkostninger</b>                              |                |                |
|                 | Afdelingsdirekte                                                |                |                |
|                 | Administrationsvederlag                                         | 125            | 21             |
|                 | Markedsføringsomkostninger                                      | 488            | 83             |
|                 | Gebyrer til depotselskab                                        | 64             | 20             |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                       | 477            | 71             |
|                 | Øvrige omkostninger                                             | 45             | 36             |
|                 | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                      | <b>1.188</b>   | <b>232</b>     |
|                 | Andel af fællesomkostninger                                     |                |                |
|                 | Honorer til bestyrelse                                          | 16             | 5              |
|                 | Revisionshonorar til revisorer                                  | 7              | 2              |
|                 | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                       | 3              | 0              |
|                 | Øvrige omkostninger                                             | 8              | 4              |
|                 | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                   | <b>34</b>      | <b>12</b>      |
|                 | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                        | <b>1.234</b>   | <b>243</b>     |
|                 | * Perioden 07.10.-31.12.14                                      |                |                |

# Europa Value Aktier

| Note | NOTER (Fortsat)                                                                                                                       | 2015                | 2014                |                     |                     |
|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 7    | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                |                     |                     |                     |                     |
|      | Ikke refunderbar skat på udbytter                                                                                                     | 201                 | 72                  |                     |                     |
|      | <b>I alt skat</b>                                                                                                                     | <b>201</b>          | <b>72</b>           |                     |                     |
| 8    | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                          |                     |                     |                     |                     |
|      | Renter og udbytter mm.                                                                                                                | 3.769               | 423                 |                     |                     |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                      | -212                | -72                 |                     |                     |
|      | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                            | 13.209              | -474                |                     |                     |
|      | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                          | -1.222              | 0                   |                     |                     |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                | 7.126               | -10                 |                     |                     |
|      | Anvendt fremført aktietab                                                                                                             | 0                   | 0                   |                     |                     |
|      | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                      | -134                | 0                   |                     |                     |
|      | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                               | <b>22.536</b>       | <b>-134</b>         |                     |                     |
|      | * I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti 92 tkr. og kurstab på kapitalandele 382 tkr.                        |                     |                     |                     |                     |
|      | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 201 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 13.410 tkr. |                     |                     |                     |                     |
| 9    | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                                                   |                     |                     |                     |                     |
|      | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                | 99,71               | 99,44               |                     |                     |
|      | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                     | 0,29                | 0,56                |                     |                     |
|      | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                 | <b>100,00</b>       | <b>100,00</b>       |                     |                     |
|      | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk                                                             |                     |                     |                     |                     |
|      | * Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm                                                                        |                     |                     |                     |                     |
|      | ** Indeholder Likvide midler                                                                                                          |                     |                     |                     |                     |
|      |                                                                                                                                       | <b>2015</b>         | <b>2014</b>         |                     |                     |
|      |                                                                                                                                       | <b>Cirk. Andele</b> | <b>Formue værdi</b> | <b>Cirk. Andele</b> | <b>Formue værdi</b> |
| 10   | <b>Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                                                                                  |                     |                     |                     |                     |
|      | Medlemmernes formue (primo)                                                                                                           | 1.095               | 108.506             | 0                   | 0                   |
|      | Emissioner i året                                                                                                                     | 646                 | 74.594              | 1.095               | 110.650             |
|      | Indløsninger i året                                                                                                                   | -195                | -22.941             | 0                   | 0                   |
|      | Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                                                                       |                     | -208                |                     | -1.309              |
|      | Handelsomkostninger omkl. fra driften                                                                                                 |                     | -91                 |                     | -130                |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                |                     | -7.126              |                     | 25                  |
|      | Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger                                                        |                     | 0                   |                     | 0                   |
|      | Overført til udlodning sidste år                                                                                                      |                     | 0                   |                     | 0                   |
|      | Overført til udlodning næste år                                                                                                       |                     | 118                 |                     | -134                |
|      | Foreslået udlodning                                                                                                                   |                     | 22.418              |                     | 0                   |
|      | Overført fra resultatopgørelse                                                                                                        |                     | -421                |                     | -596                |
|      | <b>I alt medlemmernes formue</b>                                                                                                      | <b>1.546</b>        | <b>174.850</b>      | <b>1.095</b>        | <b>108.506</b>      |
| 11   | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                                                                                               |                     |                     |                     |                     |
|      | <b>5 års oversigt</b>                                                                                                                 |                     |                     | <b>2015</b>         | <b>2014*</b>        |
|      | Netto resultat (1000 kr)                                                                                                              |                     |                     | 14.989              | -705                |
|      | Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                                                                                                     |                     |                     | 174.850             | 108.506             |
|      | Cirkulerende andele (stk.)                                                                                                            |                     |                     | 1.546.086           | 1.094.591           |
|      | Indre værdi pr. andel                                                                                                                 |                     |                     | 113,09              | 99,13               |
|      | Udlodning pr. andel                                                                                                                   |                     |                     | 14,50               | 0,00                |
|      | Årets afkast i %                                                                                                                      |                     |                     | 14,08               | -0,87               |
|      | Årets benchmarkafkast i %                                                                                                             |                     |                     | 8,46                | 2,03                |
|      | Omkostnings %                                                                                                                         |                     |                     | 0,86                | 0,23                |
|      | Omsætningshastighed                                                                                                                   |                     |                     | 2,72                | 0,65                |
|      | Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)                                                                          |                     |                     | -                   | -                   |
|      | ÅOP (helårsperiodiseret 2014)                                                                                                         |                     |                     | 1,61                | 1,41                |
|      | Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)                                                                                               |                     |                     | -                   | -                   |
|      | Active Share %                                                                                                                        |                     |                     | 76,66               | 78,14               |
|      | * Perioden 07.10.-31.12.14                                                                                                            |                     |                     |                     |                     |

# Europa Value Aktier

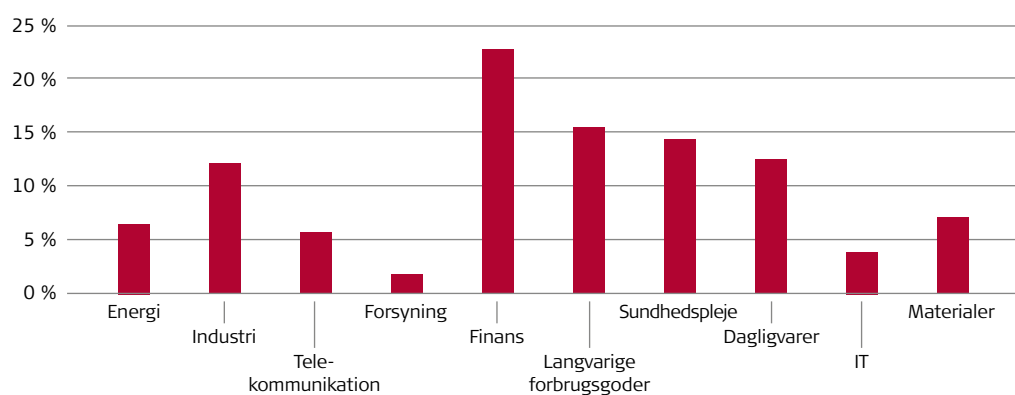
Note **NOTER (fortsat)**

## Afdelingens ti største beholdninger

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| Total Sa                  | 2,67 % |
| Vestas Wind Systems A/S   | 1,93 % |
| Omv Ag                    | 1,88 % |
| Ashtead Group Plc         | 1,87 % |
| Nn Group Nv               | 1,87 % |
| Publicis Groupe           | 1,87 % |
| TeliaSonera Ab            | 1,86 % |
| Swiss Life Holding Ag-Reg | 1,85 % |
| Colruyt Sa                | 1,85 % |
| Novo Nordisk A/S-B        | 1,85 % |

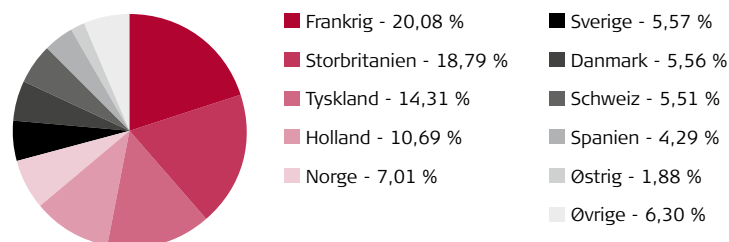
## Formuefordeling (%)

### Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

### Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Balance A

Afdelingen investerer minimum 50 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Afdelingen kan endvidere investere direkte eller indirekte (via andre afdelinger) i obligationer og aktier. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingen skal almindeligvis have en obligationseksponering (eksklusiv Emerging Markets og High Yield obligationer) mellem 55-90 %, en aktieeksponering mellem 10-30 % og en eksponering mod Emerging Markets og High Yield obligationer mellem 0-15 %.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 28.01.14.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 25 % MSCI World, 25 % Barclays Global Agg. Corp. USD, EUR ex AAA, 5 % JPM EMBI Global Diversified, 5 % Barclays US HY Corp 2 % Issuer Capped, 30 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 10 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

## Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7           |
|-------------|---|---|---|---|---|-------------|
| Lav risiko  |   |   |   |   |   | Høj risiko  |
| Lavt afkast |   |   |   |   |   | Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 7,06 %, mens benchmark gav et afkast på 5,6 %.

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2014*              | 12,43 %        | 13,38 %        | -0,95 %               |
| 2015               | 7,06 %         | 5,60 %         | 1,46 %                |
| <b>siden start</b> | <b>20,37 %</b> | <b>19,72 %</b> | <b>0,64 %</b>         |

\* Perioden 28.01.-31.12.14.

## Markedsudvikling i 2015

2015 har været kendetegnet ved meget volatile markeder, en Euro valutakrise eller Grækenlandskrise, en amerikansk stramning af pengepolitikken og spørgsmålstegn ved den kinesiske vækstmotor. Den europæiske centralbank ECB kæmper for at opfylde sit inflationsmål, og har igangsat en række tiltag for at holde renterne nede og skabe vækst for derefter at opnå inflation. Alligevel har segmenter af aktiemarkedet givet pæne afkast, hvilket til dels bygger på markedets forventninger til, at ECB og til dels den amerikanske centralbank FED fortsat understøtter markedet med lempelig pengepolitik. Olien er faldet meget tilbage, og sektorer, der er afhængige af olieprisen, har haft problemer.

Danske og europæiske aktier samt japanske aktier har gjort det godt i 2015. Emerging Markets aktier har lidt tab, og amerikanske aktier endte fladt. US dollaren er dog styrket, hvilket betyder, at amerikanske aktier samlet set leverer pæne afkast.

Renterne er steget i 2015, men det dækker over, at renterne i perioden frem til april nåede meget lave niveauer for herefter at stige markant. Det betød, at specielt dansk realkredit havde det svært i forbindelse med rentestigningen, og de blev solgt fra med negative afkast til følge.

Kreditspænd er kørt markant ud i 2015, og det er kun, hvis man medtager dollargevinsten, at de har givet pæne afkast. Emerging Markets valutaerne er generelt faldet, hvilket har betydet, at Emerging Markets obligationer i lokal valuta er faldet. Olieprisen er meget afgørende for specielt energisektoren i US High Yield, hvorfor spreads på disse specielt er kørt ud.

## Afdelingens udvikling i 2015

Porteføljen har i 2015 haft gavn af eksponeringen mod US dollar og generel overvægt til aktier, herunder danske, og kreditobligationer (da kreditobligationer for størstedelen er denomineret i US

dollar). Der er en relativt høj varighed i porteføljens obligationsbeholdning, men afkastet er ikke væsentligt dårligere end på korte papirer. Overvægtten af realkreditobligationer har trukket afkastet ned, og der er en underperformance i forhold til benchmark på danske obligationer. Der er god performance på aktier samlet set, ligesom der er i forhold til det totale afkast.

Afdelingens afkast er på 7,1 %, som i forhold til benchmark er et merafkast 1,5 % point, hvilket er meget tilfredsstillende. Der har været en meget stærk performance på afdelingen med globale aktier, som sammen med en generel overvægt i aktier, herunder danske aktier har bidraget positivt. Det samlede aktieafkast er på 17,0 %, hvilket er 6,4 % point mere end benchmark. Kreditobligationer har trukket afkastet op, med et afkast på 8,8 %, og en positiv performance på 0,2 % point. Obligationsporteføljen med danske obligationer trækker afkastet markant ned, da disse har givet et negativt afkast på 1,2 %. Danske obligationer har dog været undervægtet gennem perioden, hvilket giver et positivt allokeringsbidrag til den relative performance.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 8,30 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2016**

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver, men også et år med mere volatilitet end i 2015. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien, samt en fortsat lempelig global pengepolitik, der vil holde hånden under væksten. Kina og eurokrisen er dog to faktorer, der potentielt kan komme til at påvirke negativt ligesom den amerikanske renteforhøjelse potentielt kan det.

Afdelingen forventer en mindre stigning på de globale aktiemarkeder i 2016. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer. Den væsentligste forudsæt-

ning bag dette scenarie er en fortsættelse af den positive udvikling i amerikansk økonomi samt et stop for olieprisfaldet.

Kreditobligationer forventes at levere et etcifret afkast, mens afkastet på danske obligationer forventes at blive begrænset i 2016.

#### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirportefølje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens portefølje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet portefølje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

#### **Aktierisiko**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

#### **Landerisiko**

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i

nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue. Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end på aktiemarkederne.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2016**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Balance A

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014*         |
|------|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | Renteindtægter                            | 6.918         | 2.601         |
| 2    | Renteudgifter                             | -82           | -5            |
| 3    | Udbytter                                  | 19.877        | 4.063         |
|      | <b>I alt udbytter og renter</b>           | <b>26.713</b> | <b>6.658</b>  |
| 4    | Kursgevinster, og -tab, Obligationer      | -781          | 5.830         |
| 5    | Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele     | 6.468         | 13.596        |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | 576           | 358           |
| 6    | Handelsomkostninger                       | 6             | 26            |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>6.257</b>  | <b>19.758</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>32.970</b> | <b>26.416</b> |
| 7    | Administrationsomkostninger               | 1.387         | 521           |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>31.584</b> | <b>25.895</b> |
| 8    | Skat                                      | 405           | 25            |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>31.179</b> | <b>25.870</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | 25.162        | 7.831         |
|      | Overført fra sidste år                    | 237           | 0             |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>25.400</b> | <b>7.831</b>  |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>56.579</b> | <b>33.701</b> |
| 9    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>64.121</b> | <b>14.088</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 64.026        | 13.851        |
|      | Overført til udlodning næste år           | 95            | 237           |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>-7.542</b> | <b>19.613</b> |

\* Perioden 28.01.31.12.14

# Balance A

| Note            | Balance (1000 kr.)                                              | 2015           | 2014           |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                                                                 |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                      | 20.543         | 10.535         |
| 10              | <b>I alt likvide midler</b>                                     | <b>20.543</b>  | <b>10.535</b>  |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 205.750        | 100.741        |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 109.052        | 54.935         |
| 10              | <b>I alt obligationer</b>                                       | <b>314.803</b> | <b>155.676</b> |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 0              | 5.245          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 17.265         | 38.305         |
| 11              | Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger             | 545.624        | 216.695        |
| 10              | <b>I alt kapitalandele</b>                                      | <b>562.890</b> | <b>260.245</b> |
| 10              | Tilgodehavende renter, udbytter mm.                             | 3.003          | 1.567          |
|                 | Andre tilgodehavender                                           | 0              | 17             |
| 10              | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 38             | 36             |
|                 | <b>I alt andre aktiver</b>                                      | <b>3.041</b>   | <b>1.620</b>   |
|                 | <b>Aktiver i alt</b>                                            | <b>901.277</b> | <b>428.075</b> |
| <b>PASSIVER</b> |                                                                 |                |                |
| 12              | Medlemmernes formue                                             | 900.803        | 420.867        |
|                 | Skyldige omkostninger                                           | 473            | 212            |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 0              | 6.997          |
|                 | <b>I alt anden gæld</b>                                         | <b>473</b>     | <b>7.208</b>   |
|                 | <b>Passiver i alt</b>                                           | <b>901.277</b> | <b>428.075</b> |
| 13              | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                         |                |                |
| <b>NOTER</b>    |                                                                 |                |                |
| 1               | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                      | 2              | 0              |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 3.310          | 1.190          |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 3.606          | 1.410          |
|                 | <b>I alt renteindtægter</b>                                     | <b>6.918</b>   | <b>2.601</b>   |
| 2               | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                 |                |                |
|                 | Renteudgifter depotselskab                                      | -82            | -5             |
|                 | <b>I alt renteudgifter</b>                                      | <b>-82</b>     | <b>-5</b>      |
| 3               | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                      |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 19.550         | 3.872          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 328            | 191            |
|                 | <b>I alt udbytter</b>                                           | <b>19.877</b>  | <b>4.063</b>   |
| 4               | <b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>           |                |                |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | -3.783         | 593            |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 3.002          | 5.237          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>                | <b>-781</b>    | <b>5.830</b>   |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer  | 701            | -18            |
| 5               | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>          |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | -4.072         | 4.177          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 4.083          | 4.263          |
|                 | Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger             | 6.457          | 5.157          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>               | <b>6.468</b>   | <b>13.596</b>  |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele | 11.886         | -106           |
| 6               | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                           |                |                |
|                 | Bruttohandelsomkostninger                                       | 20             | 75             |
|                 | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                    | -14            | -49            |
|                 | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>              | <b>6</b>       | <b>26</b>      |

# Balance A

| Note | NOTER (Fortsat)                                                                                                                                                                         | 2015           | 2014           |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| 7    | <b>Administrationsomkostninger</b>                                                                                                                                                      |                |                |
|      | Afdelingsdirekte                                                                                                                                                                        |                |                |
|      | Administrationsvederlag                                                                                                                                                                 | 233            | 86             |
|      | Markedsføringsomkostninger                                                                                                                                                              | 327            | 108            |
|      | Gebyrer til depotselskab                                                                                                                                                                | 189            | 71             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                                                               | 387            | 108            |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                                                                                                     | 104            | 63             |
|      | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                                                                                                                                              | <b>1.240</b>   | <b>437</b>     |
|      | Andel af fællesomkostninger                                                                                                                                                             |                |                |
|      | Honorar til bestyrelse                                                                                                                                                                  | 71             | 41             |
|      | Revisionshonorar til revisorer                                                                                                                                                          | 28             | 24             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                                                               | 11             | 0              |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                                                                                                     | 37             | 19             |
|      | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                                                                                                                                           | <b>147</b>     | <b>84</b>      |
|      | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                                                                                                                                                | <b>1.387</b>   | <b>521</b>     |
| 8    | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                                                                  |                |                |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat                                                                                                                                                            | 405            | 25             |
|      | <b>I alt skat</b>                                                                                                                                                                       | <b>405</b>     | <b>25</b>      |
| 9    | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                                                                            |                |                |
|      | Renter og udbytter mm.                                                                                                                                                                  | 26.796         | 6.663          |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                                                                        | -48            | -25            |
|      | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                                                                              | 13.360         | 141            |
|      | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                                                                            | -1.387         | -521           |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                                                                  | 25.162         | 7.831          |
|      | Anvendt fremført aktietab                                                                                                                                                               | 0              | 0              |
|      | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                                                                        | 237            | 0              |
|      | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                                                                                 | <b>64.121</b>  | <b>14.088</b>  |
|      | * I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti 265 tkr., et kurstab på obligationer 18 tkr. og kursgevinst på kapitalandele 106 tkr.                             |                |                |
|      | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 773 tkr., en realiseret obligationsgevinst på 701 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 11.886 tkr. |                |                |
| 10   | <b>Finansielle instrumenter(%)</b>                                                                                                                                                      |                |                |
|      | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                                                                  | 97,72          | 97,54          |
|      | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                                                                       | 2,28           | 2,46           |
|      | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                                                                   | <b>100,00</b>  | <b>100,00</b>  |
|      | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.PFAinvest.dk">www.PFAinvest.dk</a>                                                                         |                |                |
|      | *Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm                                                                                                                           |                |                |
|      | **Indeholder Likvide midler                                                                                                                                                             |                |                |
| 11   | <b>Investeringsbeviser i danske investeringforeninger ( 1000 kr.)</b>                                                                                                                   | <b>2015</b>    | <b>2014</b>    |
|      | PFA Invest, Lange obligationer, DK0060446540                                                                                                                                            | 162.577        | 73.404         |
|      | PFA Invest Danske Aktier, DK0060446623                                                                                                                                                  | 19.200         | -              |
|      | PFA Invest Globale aktier, DK0060446706                                                                                                                                                 | 163.088        | 37.011         |
|      | PFA Invest Kreditobligationer, DK0060446896                                                                                                                                             | 160.536        | 74.171         |
|      | PFA Invest Højt Udbytte Aktier, DK0060457901                                                                                                                                            | 19.928         | 32.109         |
|      | PFA Invest Europa Value aktier, DK0060579183                                                                                                                                            | 20.294         | -              |
|      | <b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>                                                                                                                        | <b>545.624</b> | <b>216.695</b> |

# Balance A

Note **NOTER (fortsat)**

|    |                                                                                | 2015            |                 | 2014            |                 |
|----|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|    |                                                                                | Cirk.<br>Andele | Formue<br>værdi | Cirk.<br>Andele | Formue<br>værdi |
| 12 | <b>Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                           |                 |                 |                 |                 |
|    | Medlemmernes formue (primo)                                                    | 3.744           | 420.867         | 0               | 0               |
|    | Emissioner i året                                                              | 5.128           | 602.771         | 3.782           | 402.003         |
|    | Indløsninger i året                                                            | -1.158          | -132.772        | -39             | -3.968          |
|    | Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |                 | -3.880          |                 | -2.989          |
|    | Handelsomkostninger omkl. fra driften                                          |                 | -14             |                 | -49             |
|    | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |                 | -25.162         |                 | -7.831          |
|    | Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |                 | -17.347         |                 | 0               |
|    | Overført til udlodning sidste år                                               |                 | -237            |                 | 0               |
|    | Overført til udlodning næste år                                                |                 | 95              |                 | 237             |
|    | Foreslået udlodning                                                            |                 | 64.026          |                 | 13.851          |
|    | Overført fra resultatopgørelse                                                 |                 | -7.542          |                 | 19.613          |
|    | <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               | <b>7.714</b>    | <b>900.803</b>  | <b>3.744</b>    | <b>420.867</b>  |

## 13 Noter, hvortil der ikke henvises

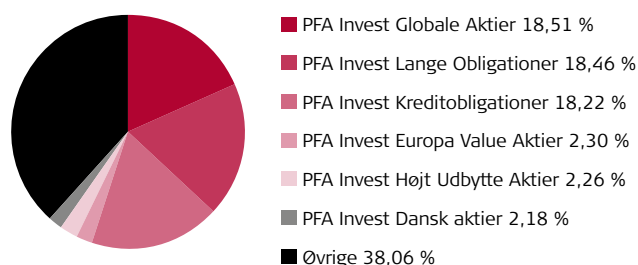
### 5 års oversigt

|                                                              | 2015      | 2014*     |
|--------------------------------------------------------------|-----------|-----------|
| Netto resultat (1000 kr)                                     | 31.179    | 25.870    |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                            | 900.803   | 420.867   |
| Cirkulerende andele (stk.)                                   | 7.713.966 | 3.743.511 |
| Indre værdi pr. andel                                        | 116,78    | 112,43    |
| Udlodning pr. andel                                          | 8,30      | 3,70      |
| Årets afkast i %                                             | 7,06      | 12,43     |
| Årets benchmarkafkast i %                                    | 5,60      | 13,38     |
| Omkostnings %                                                | 0,21      | 0,21      |
| Omsætningshastighed                                          | 0,22      | 0,31      |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | -         | -         |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2014)                                | 0,97      | 1,07      |
| Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)                      |           |           |
| Active Share %                                               |           |           |
| * Perioden 28.01.-31.12.14                                   |           |           |

### Afdelingens største beholdninger

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| PFA Invest Globale Aktier      | 18,51 % |
| PFA Invest Lange Obligationer  | 18,46 % |
| PFA Invest Kreditobligationer  | 18,22 % |
| PFA Invest Europa Value Aktier | 2,30 %  |
| PFA Invest Højt Udbytte Aktier | 2,26 %  |
| PFA Invest Dansk aktier        | 2,18 %  |
| Øvrige                         | 38,06 % |

### Aktivfordeling i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Balance B

Afdelingen investerer minimum 50 % af formuen i afdelinger i Investeringsforeningen PFA Invest. Endvidere kan afdelingen investere direkte eller indirekte (via andre afdelinger) i obligationer og aktier, dog således at den gennemsnitlige andel af aktiebaserede investeringer hen over kalenderåret udgør mindst 50 %. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold benchmark med en balanceret risikoprofil. Afdelingen skal almindeligvis have en obligations-eksponering mellem 30-55 % og en aktie-eksponering mellem 45-70 %.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 1.10.12.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er 55 % MSCI World, 10 % Barclays Global Agg. Corp. USD, EUR ex AAA, 5 % JPM EMBI Global Diversified, 5 % Barclays US HY Corp 2 % Issuer Capped, 18,7 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 6,3 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

## Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7           |
|-------------|---|---|---|---|---|-------------|
| Lav risiko  |   |   |   |   |   | Høj risiko  |
| Lavt afkast |   |   |   |   |   | Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på 10,26 %, mens benchmark gav et afkast på 7,70 %

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2012*              | 1,06 %         | 0,69 %         | 0,37 %                |
| 2013               | 12,41 %        | 8,72 %         | 3,69 %                |
| 2014               | 15,38 %        | 16,07 %        | -0,70 %               |
| 2015               | 10,26 %        | 7,70 %         | 2,56 %                |
| <b>siden start</b> | <b>44,52 %</b> | <b>36,86 %</b> | <b>7,66 %</b>         |

\* Perioden 1.10.-31.12.12.

## Markedsudvikling i 2015

2015 har været kendetegnet ved meget volatile markeder, en Euro valutakrise eller Grækenlandskrise, en amerikansk stramning af pengepolitikken og spørgsmålstegn ved den kinesiske vækstmotor. Den europæiske centralbank ECB kæmper for at opfylde sit inflationsmål, og har igangsat en række tiltag for at holde renterne nede og skabe vækst for derefter at opnå inflation. Alligevel har segmenter af aktiemarkedet givet pæne afkast, hvilket til dels bygger på markedets forventninger til, at ECB og til dels den amerikanske centralbank FED fortsat understøtter markedet med lempelig pengepolitik. Olien er faldet meget tilbage, og sektorer, der er afhængige af olieprisen, har haft problemer.

Danske og europæiske aktier samt japanske aktier har gjort det godt i 2015. Emerging Markets aktier har lidt tab, og amerikanske aktier endte fladt. US dollaren er dog styrket, hvilket betyder, at amerikanske aktier samlet set leverer pæne afkast.

Renterne er steget i 2015, men det dækker over, at renterne i perioden frem til april nåede meget lave niveauer for herefter at stige markant. Det betød, at specielt dansk realkredit havde det svært i forbindelse med rentestigningen, og de blev solgt fra med negative afkast til følge.

Kreditspænd er kørt markant ud i 2015, og det er kun, hvis man medtager dollargevinsten, at de har givet pæne afkast. Emerging Markets valutaerne er generelt faldet, hvilket har betydet, at Emerging Markets obligationer i lokal valuta er faldet. Olieprisen er meget afgørende for specielt energisektoren i US High Yield, hvorfor spreads på disse specielt er kørt ud.

## Afdelingens udvikling i 2015

Porteføljen har i 2015 haft gavn af eksponeringen overfor US dollar og generel overvægt af aktier, herunder danske, og kreditobligationer (da kreditobligationer for størstedelen er denomineret i US dollar). Der er desuden en relativt høj varighed i

porteføljens obligationsbeholdning, men afkastet er ikke væsentligt dårligere end på korte papirer. Overvægten til realkreditobligationer har trukket afkastet ned, og der har været en underperformance i forhold til benchmark på danske obligationer. Der er god performance på aktier samlet set og det samlede afkast.

Afdelingens afkast er på 10,3 %, som betyder, at afdelingen afkast er 2,6 % point højere end benchmarkafkastet, hvilket er meget tilfredsstillende. Der har været en meget stærk performance på afdelingen med globale aktier, som sammen med en generel overvægt i aktier, herunder danske aktier har bidraget positivt. Det samlede aktieafkast er på 15,3 %, hvilket er 4,6 % point mere end benchmark. Kreditobligationer har trukket afkastet lidt ned, med et afkast på 7,2 % og leverer således en negativ performance på 1,7 % point i forhold til benchmark. Porteføljen af danske obligationer trækker afkastet markant ned, da disse har givet et negativt afkast på 1,3 %. Da danske obligationer har været undervægtet gennem perioden, giver det et positivt allokeringsbidrag til den relative performance.

#### **Udbytte**

Afdelingen udlodder et udbytte på 11,70 kr. pr. andel.

#### **Forventninger til 2016**

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver, men også et år med mere volatilitet end i 2015. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien, samt en fortsat lempelig global pengepolitik, der vil holde hånden under væksten. Kina og eurokrisen er dog to faktorer, der potentielt kan komme til at påvirke negativt ligesom den amerikanske renteforhøjelse potentielt kan det.

Afdelingen forventer en mindre stigning på de globale aktiemarkeder i 2016. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer. Den væsentligste forudsætning bag dette scenarie er en fortsættelse af den positive udvikling i amerikansk økonomi samt et stop for olieprisfaldet.

Kreditobligationer forventes at levere et etcifret afkast, mens afkastet på danske obligationer forventes at blive begrænset i 2016.

#### **Afdelingsspecifikke risici**

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirporteføje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens porteføje medfører. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet porteføje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

#### **Aktierisiko**

Kursudviklingen på aktiemarkederne er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

#### **Landerisiko**

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest. Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske

foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke, eller kun delvis, kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier på aktiemarkederne.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i et enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2016**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder. Da aktieeksponeringen ligger over 50 %, er aktierisikoen selvstændigt ligeledes en stor risikokilde.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

## Balance B

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          | 2014          |
|------|-------------------------------------------|---------------|---------------|
| 1    | Renteindtægter                            | 1.285         | 1.178         |
| 2    | Renteudgifter                             | -74           | -2            |
| 3    | Udbytter                                  | 20.803        | 5.421         |
|      | <b>I alt i renter og udbytter</b>         | <b>22.014</b> | <b>6.598</b>  |
| 4    | Kursgevinster og -tab, Obligationer       | 294           | 2.784         |
| 5    | Kursgevinster og -tab, Kapitalandele      | 18.502        | 19.681        |
|      | Kursgevinster og -tab, Valutakonti        | -241          | 64            |
| 6    | Handelsomkostninger                       | 85            | 101           |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>18.469</b> | <b>22.429</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>40.484</b> | <b>29.026</b> |
| 7    | Administrationsomkostninger               | 1.408         | 564           |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>39.076</b> | <b>28.462</b> |
| 8    | Skat                                      | 707           | 96            |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>38.369</b> | <b>28.366</b> |
|      | Udlodningsregulering                      | 41.852        | 19.232        |
|      | Overført fra sidste år                    | 137           | 62            |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>41.989</b> | <b>19.294</b> |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>80.359</b> | <b>47.660</b> |
| 9    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>85.021</b> | <b>33.313</b> |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 84.616        | 33.176        |
|      | Overført til udlodning næste år           | 406           | 137           |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>-4.663</b> | <b>14.347</b> |

# Balance B

| Note            | Balance (1000 kr.)                                              | 2015           | 2014           |
|-----------------|-----------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| <b>AKTIVER</b>  |                                                                 |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                      | 19.314         | 535            |
| 10              | <b>I alt likvide midler</b>                                     | <b>19.314</b>  | <b>535</b>     |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 58.070         | 26.246         |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 12.092         | 8.841          |
| 10              | <b>I alt obligationer</b>                                       | <b>70.162</b>  | <b>35.087</b>  |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 9.589          | 6.471          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 209.215        | 83.089         |
| 11              | Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger             | 637.453        | 259.967        |
| 10              | <b>I alt kapitalandele</b>                                      | <b>856.257</b> | <b>349.527</b> |
| 10              | Tilgodehavende renter, udbytter mm.                             | 458            | 273            |
|                 | Aandre tilgodehavender                                          | 0              | 16             |
|                 | Aktuelle skatteaktiver                                          | 80             | 8              |
| 10              | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 2.223          | 6.637          |
|                 | <b>I alt andre aktiver</b>                                      | <b>2.760</b>   | <b>6.934</b>   |
|                 | <b>Aktiver i alt</b>                                            | <b>948.492</b> | <b>392.082</b> |
| <b>PASSIVER</b> |                                                                 |                |                |
| 12              | Medlemmernes formue                                             | 947.697        | 387.342        |
|                 | Skyldige omkostninger                                           | 795            | 435            |
|                 | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 0              | 4.306          |
|                 | <b>I alt anden gæld</b>                                         | <b>795</b>     | <b>4.740</b>   |
|                 | <b>Passiver i alt</b>                                           | <b>948.492</b> | <b>392.082</b> |
| 13              | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                         |                |                |
| <b>NOTER</b>    |                                                                 |                |                |
| 1               | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                |                |                |
|                 | Indestående i depotselskab                                      | 4              | 2              |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 776            | 645            |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 505            | 532            |
|                 | <b>I alt renteindtægter</b>                                     | <b>1.285</b>   | <b>1.178</b>   |
| 2               | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                 |                |                |
|                 | Renteudgifter depotselskab                                      | -74            | -2             |
|                 | <b>I alt renteudgifter</b>                                      | <b>-74</b>     | <b>-2</b>      |
| 3               | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                      |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 17.556         | 4.697          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 3.247          | 724            |
|                 | <b>I alt udbytter</b>                                           | <b>20.803</b>  | <b>5.421</b>   |
| 4               | <b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>           |                |                |
|                 | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | -323           | 787            |
|                 | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 617            | 1.997          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>                | <b>294</b>     | <b>2.784</b>   |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer  | 49             | 2.169          |
| 5               | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>          |                |                |
|                 | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 125            | 3.590          |
|                 | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 8.831          | 7.781          |
|                 | Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger             | 9.546          | 8.310          |
|                 | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>               | <b>18.502</b>  | <b>19.681</b>  |
|                 | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele | 22.964         | 5.841          |
| 6               | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                           |                |                |
|                 | Bruttohandelsomkostninger                                       | 222            | 160            |
|                 | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                    | -136           | -59            |
|                 | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>              | <b>85</b>      | <b>101</b>     |

# Balance B

| Note | NOTER (Fortsat)                                                                                                                                                                    | 2015           | 2014           |
|------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|
| 7    | <b>Administrationsomkostninger</b>                                                                                                                                                 |                |                |
|      | Afdelingsdirekte                                                                                                                                                                   |                |                |
|      | Administrationsvederlag                                                                                                                                                            | 215            | 60             |
|      | Markedsføringsomkostninger                                                                                                                                                         | 332            | 107            |
|      | Gebyrer til depotselskab                                                                                                                                                           | 216            | 93             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                                                          | 391            | 156            |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                                                                                                | 111            | 53             |
|      | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                                                                                                                                         | <b>1.265</b>   | <b>469</b>     |
|      | Andel af fællesomkostninger                                                                                                                                                        |                |                |
|      | Honorar til bestyrelse                                                                                                                                                             | 69             | 43             |
|      | Revisionshonorar til revisorer                                                                                                                                                     | 27             | 25             |
|      | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                                                          | 11             | 10             |
|      | Øvrige omkostninger                                                                                                                                                                | 36             | 18             |
|      | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                                                                                                                                      | <b>143</b>     | <b>96</b>      |
|      | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                                                                                                                                           | <b>1.408</b>   | <b>564</b>     |
| 8    | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                                                             |                |                |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat                                                                                                                                                       | 707            | 96             |
|      | <b>I alt skat</b>                                                                                                                                                                  | <b>707</b>     | <b>96</b>      |
| 9    | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                                                                       |                |                |
|      | Renter og udbytter mm.                                                                                                                                                             | 22.087         | 6.599          |
|      | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                                                                   | -375           | -96            |
|      | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                                                                         | 22.709         | 8.080          |
|      | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                                                                       | -1.390         | -564           |
|      | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                                                             | 41.852         | 19.232         |
|      | Anvendt fremført aktietab                                                                                                                                                          | 0              | 0              |
|      | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                                                                   | 137            | 62             |
|      | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                                                                            | <b>85.021</b>  | <b>33.313</b>  |
|      | * I 2014: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 70 tkr., obligationer på 2.169 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 5.841 tkr.               |                |                |
|      | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 305 tkr., en realiseret obligationsgevinst på 49 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 22.964 tkr. |                |                |
| 10   | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                                                                                                |                |                |
|      | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                                                             | 97,96          | 99,86          |
|      | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                                                                  | 2,04           | 0,14           |
|      | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                                                              | <b>100,00</b>  | <b>100,00</b>  |
|      | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>                                                                    |                |                |
|      | * Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm                                                                                                                     |                |                |
|      | ** Indeholder Likvide midler                                                                                                                                                       |                |                |
| 11   | <b>Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger (1000 kr.)</b>                                                                                                              |                |                |
|      | PFA Invest Lange obligationer, DK0060446540                                                                                                                                        | 165.419        | 69.887         |
|      | PFA Invest Danske Aktier, DK0060446623                                                                                                                                             | 40.640         | -              |
|      | PFA Invest Globale aktier, DK0060446706                                                                                                                                            | 178.724        | 69.678         |
|      | PFA Invest Kreditobligationer, DK0060446896                                                                                                                                        | 159.706        | 56.851         |
|      | PFA Invest Højt Udbytte Aktier, DK0060457901                                                                                                                                       | 47.699         | 63.551         |
|      | PFA Invest Europa Value aktier, DK0060579183                                                                                                                                       | 45.263         | -              |
|      | <b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>                                                                                                                   | <b>637.453</b> | <b>259.967</b> |

# Balance B

Note **NOTER (fortsat)**

|                                                                                | 2015            |                 | 2014            |                 |
|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|                                                                                | Cirk.<br>Andele | Formue<br>værdi | Cirk.<br>Andele | Formue<br>værdi |
| 12 <b>Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                        |                 |                 |                 |                 |
| Medlemmernes formue (primo)                                                    | 3.016           | 387.342         | 1.289           | 146.423         |
| Emissioner i året                                                              | 4.541           | 612.241         | 1.845           | 231.449         |
| Indløsninger i året                                                            | -325            | -41.713         | -118            | -13.344         |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |                 | -6.594          |                 | -2.601          |
| Handelsomkostninger omkl. fra driften                                          |                 | -136            |                 | -59             |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |                 | -41.852         |                 | -19.232         |
| Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |                 | -41.811         |                 | -2.891          |
| Overført til udlodning sidste år                                               |                 | -137            |                 | -62             |
| Overført til udlodning næste år                                                |                 | 406             |                 | 137             |
| Foreslået udlodning                                                            |                 | 84.616          |                 | 33.176          |
| Overført fra resultatopgørelse                                                 |                 | -4.663          |                 | 14.347          |
| <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               | <b>7.232</b>    | <b>947.697</b>  | <b>3.016</b>    | <b>387.342</b>  |

## 13 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

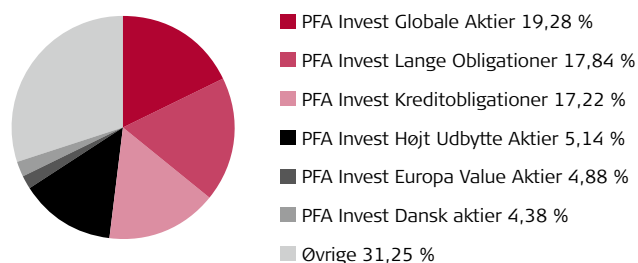
|                                                                | 2015      | 2014      | 2013      | 2012*     |
|----------------------------------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Netto resultat (1000 kr)                                       | 38.369    | 28.366    | 15.772    | 879       |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                              | 947.697   | 387.342   | 146.423   | 106.818   |
| Cirkulerende andele (stk.)                                     | 7.232.102 | 3.015.970 | 1.288.940 | 1.056.940 |
| Indre værdi pr. andel                                          | 131,04    | 128,43    | 113,60    | 101,06    |
| Udlodning pr. andel                                            | 11,70     | 11,00     | 2,40      | 0,00      |
| Årets afkast i %                                               | 10,26     | 15,38     | 12,41     | 1,06      |
| Årets benchmarkafkast i %                                      | 7,70      | 16,07     | 8,72      | 0,69      |
| Omkostnings %                                                  | 0,21      | 0,25      | 0,34      | 0,23      |
| Omsætningshastighed                                            | 0,30      | 0,77      | 0,58      | 0,20      |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)   | 0,92      | -         | -         | -         |
| Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | 1,97      | -         | -         | -         |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2012)                                  | 1,17      | 1,44      | 1,36      | 1,78      |

\* Perioden 01.10.-31.12.12

### Afdelingens største beholdninger

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| PFA Invest Globale Aktier      | 19,28 % |
| PFA Invest Lange Obligationer  | 17,84 % |
| PFA Invest Kreditobligationer  | 17,22 % |
| PFA Invest Højt Udbytte Aktier | 5,14 %  |
| PFA Invest Europa Value Aktier | 4,88 %  |
| PFA Invest Dansk aktier        | 4,38 %  |
| Øvrige                         | 31,25 % |

### Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# Balance C

## Afdelingsprofil

Afdelingen investerer minimum 40 % af formuen i afdelinger af Investeringsforeningen PFA Invest. Afdelingen kan endvidere investere direkte eller indirekte i aktier og obligationer, dog således at den gennemsnitlige andel af aktiebaserede investeringer hen over kalenderåret udgør mindst 50 %. Almindeligvis vil afdelingen have en obligationseksponering mellem 10-35 % og en aktieeksponering mellem 65-90 %. Afdelingen søges sammensat med en spredning på regioner og sektorer med det formål at optimere det forventede afkast. Målsætningen er at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmark med en balanceret risikoprofil.

## Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

## Startdato

Afdelingen havde opstart den 05.05.2015.

## Benchmark

Afdelingens benchmark er bestående af 75 % MSCI World, 5% Barclays Global Agg. Corp. USD, EUR ex AAA, 2,5 % JPM EMBI Global Diversified, 2,5 % Barclays US HY Corp 2% Issuer Capped, 11,25 % Nordea Markets Mortgage Bond Index og 3,75 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index.

### Risikoprofil

| 1           | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7           |
|-------------|---|---|---|---|---|-------------|
| Lav risiko  |   |   |   |   |   | Høj risiko  |
| Lavt afkast |   |   |   |   |   | Højt afkast |

## Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2015 et afkast på -0,91 %, mens benchmark gav et afkast på -2,78 %.

| År                 | Afkast         | Benchmark      | Afkast ift. benchmark |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------------|
| 2015*              | -0,91 %        | -2,78 %        | 1,87 %                |
| <b>siden start</b> | <b>-0,91 %</b> | <b>-2,78 %</b> | <b>1,87 %</b>         |

\* Perioden 05.05.-31.12.15.

## Markedsudvikling i 2015

Afdelingen blev introduceret i maj 2015, efter markante stigninger på aktiemarkedet, der herefter har været faldende. Afkastet er derfor negativt selvom aktier for året har givet positive afkast.

2015 har været kendetegnet ved meget volatile markeder, en Euro valutakrise eller Grækenlandskrise, en amerikansk stramning af pengepolitikken og spørgsmålstejn ved den kinesiske vækstmotor. Den europæiske centralbank ECB kæmper for at opfylde sit inflationsmål, og har igangsat en række tiltag for at holde renterne nede og skabe vækst for derigennem at opnå inflation. Alligevel har segmenter af aktiemarkedet givet pæne afkast, hvilket til dels bygger på markedets forventninger til, at ECB og til dels den amerikanske centralbank FED fortsat understøtter markedet med lempelig pengepolitik. Olien er faldet meget tilbage, og sektorer, der er afhængige af olieprisen, har haft problemer.

Danske og europæiske aktier samt japanske aktier har gjort det godt i 2015. Emerging Markets aktier har lidt tab, og amerikanske aktier endte fladt. US dollaren er dog styrket, hvilket betyder, at amerikanske aktier samlet set leverer pæne afkast.

Renterne er steget i 2015, men det dækker over, at renterne i perioden frem til april nåede meget lave niveauer for herefter at stige markant. Det betød, at specielt dansk realkredit havde det svært i forbindelse med rentestigningen, og de blev solgt fra med negative afkast til følge.

Kreditspænd er kørt markant ud i 2015, og det er kun, hvis man medtager dollargevinsten, at de har givet pæne afkast. Emerging Markets valutaerne er generelt faldet, hvilket har betydet, at Emerging Markets obligationer i lokal valuta er faldet. Olieprisen er meget afgørende for specielt energisektoren i US High Yield, hvorfor spreads på disse specielt er kørt ud.

### Afdelingens udvikling i 2015

Porteføljen har i haft gavn af vores US dollar eksponering om end i mindre grad, og generel overvægt til aktier da disse er faldet lidt mindre end obligationer. Der er en relativt høj varighed i porteføljens obligationsbeholdning, men afkastet er ikke væsentligt dårligere end på korte papirer.

Overvægten af realkreditobligationer har trukket afkastet ned, og der er en underperformance i forhold til benchmark på danske obligationer. Der er god performance på aktier samlet set, ligesom der er i forhold til det totale afkast.

Afdelingens har et negativt afkast på 0,9 %, hvilket er 1,9 % point højere end benchmarkafkastet, og det er meget tilfredsstillende. Der har været en meget stærk performance på afdelingen med globale aktier, som sammen med en generel overvægt i aktier, herunder danske aktier har bidraget positivt. Europæiske aktier har trukket afkast og performance ned. Det samlede aktieafkast er på -1 %, hvilket er 2,5 % point mere end benchmark. Kreditobligationer har trukket afkastet ned, med et negativt afkast på 2,3 % og en negativ performance på 1,2 % point. Obligationsporteføljen af danske obligationer trækker ligeledes afkastet ned, da disse har givet et negativt afkast på 1,7 %. Danske obligationer har dog været undervægtet gennem perioden, hvilket giver et positivt allokeringsbidrag til den relative performance.

### Udbytte

Afdelingen udlodder ikke udbytte for 2015.

### Forventninger til 2016

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver med mere volatilitet end i 2015. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien, samt en fortsat lempelig global pengepolitik, der vil holde hånden under væksten. Kina og eurokrisen er dog to faktorer, der potentielt kan komme til at påvirke negativt ligesom den amerikanske renteforhøjelse potentielt kan det.

Afdelingen forventer en mindre stigning på de globale aktiemarkeder i 2016. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer. Den væsentligste forudsætning bag dette scenarie er en fortsættelse af den positive udvikling i amerikansk økonomi samt et stop for olieprisfaldet.

Kreditobligationer forventes at levere et etcifret afkast, mens afkastet på danske obligationer forventes at blive begrænset i 2016.

### Afdelingsspecifikke risici

Afdelingen henvender sig til investorer, der frem for at foretage enkeltinvesteringer og opbygge en individuel værdipapirporteføje ønsker at drage fordel af den risikospredning, som afdelingens porteføje indebærer. Den typiske investor i afdelingen har en investeringshorisont på mindst tre år og betragter investeringen i afdelingen som et af flere elementer i en samlet porteføje.

Afdelingens investeringer er først og fremmest følsomme over for følgende risici.

### Aktierisiko

Kursudviklingen på aktiemarkedene er generelt meget ujævn. Aktiekurserne kan på meget kort tid falde betydeligt, blandt andet som følge af vanskeligt forudsigelige politiske, finansielle eller regulatoriske forhold. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede kursudvikling på aktiemarkedene og dermed på udviklingen i netto-værdien af afdelingens formue.

### Landerisiko

Afdelingen investerer primært i amerikanske og europæiske værdipapirer via afdelinger i PFA Invest.

Kursudviklingen på det internationale aktie- og obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke amerikanske samt europæiske politiske og regulatoriske foranstaltninger, såsom regionernes finansielle og økonomiske udvikling, herunder rente- og valutaudviklingen, samt andre påvirkende faktorer er derfor væsentlige risikoelementer for udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue, som ikke – eller kun delvis – kan elimineres ved risikospredning indenfor afdelingens investeringsunivers.

#### **Renterisiko**

Renteudviklingen på obligationsmarkederne påvirkes af de generelle økonomiske vilkår, herunder forventninger til inflationsudviklingen. Sektorrelaterede, regionale, nationale samt internationale begivenheder af for eksempel økonomisk eller forretningsmæssig karakter kan også have afgørende indflydelse på såvel den langsigtede som den kortsigtede renteudvikling på obligationsmarkederne og dermed på udviklingen i nettoværdien af afdelingens formue.

Kursudviklingen på obligationsmarkederne er generelt mindre volatile end aktier.

#### **Valutakursrisiko**

Afdelingen kan foretage investeringer i udenlandske aktier og obligationer, hvilket medfører en eksponering mod valutaer, som kan have et større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

Valutakursrisikoen kan dog i perioder være afdækket helt eller delvist i forhold til danske kroner.

#### **Selskabsspecifikke forhold**

Kursudviklingen for hver enkelt aktie eller obligation i afdelingens portefølje vil ofte være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i dansk eller udenlandsk rente, følsomheden over for udviklingen i valutakurserne samt ændringer i selskabets regulatoriske og skattemæssige rammebetingelser i såvel Danmark som udlandet, kan fra dag til dag medføre langt større kursudsving på selskabsniveau end markedets gennemsnitlige daglige kursvariation. Da afdelingen kan placere op til 10 % af formuen i en enkelt værdipapir, kan nettoværdien af afdelingens formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

#### **Særlige risici i 2016**

De største risici i afdelingen er, at de underliggende afdelingers afkast samvarierer i negativ retning, hvilket kan ske hvis eksempelvis renterne stiger og aktier falder. Da aktieeksponeringen ligger omkring 75 %, er aktierisikoen selvstændigt ligeledes en stor risikokilde.

Risici er også omtalt under Generelle Risikofaktorer.

# Balance C

| Note | Resultatopgørelse (1000 kr.)              | 2015          |
|------|-------------------------------------------|---------------|
| 1    | Renteindtægter                            | 15            |
| 2    | Renteudgifter                             | -14           |
| 3    | Udbytter                                  | 667           |
|      | <b>I alt udbytter og renter</b>           | <b>668</b>    |
| 4    | Kursgevinster, og -tab, Obligationer      | 1             |
| 5    | Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele     | -872          |
|      | Kursgevinster, og -tab, Valutakonti       | -279          |
| 6    | Handelsomkostninger                       | 4             |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab</b>        | <b>-1.154</b> |
|      | <b>I alt indtægter</b>                    | <b>-486</b>   |
| 7    | Administrationsomkostninger               | 375           |
|      | <b>Resultat før skat</b>                  | <b>-861</b>   |
| 8    | Skat                                      | 76            |
|      | <b>Årets nettoresultat</b>                | <b>-936</b>   |
|      | Udlodningsregulering                      | -490          |
|      | Overført fra sidste år                    | 0             |
|      | <b>I alt formuebevægelser</b>             | <b>-490</b>   |
|      | <b>Til disposition</b>                    | <b>-1.426</b> |
| 9    | <b>Til rådighed for udlodning</b>         | <b>-1</b>     |
|      | Udlodning vedrørende cirkulerende beviser | 0             |
|      | Overført til udlodning næste år           | 0             |
|      | <b>Overført til formuen</b>               | <b>-1.425</b> |

# Balance C

| Note | Balance (1000 kr.)                                              | 2015           |
|------|-----------------------------------------------------------------|----------------|
|      | <b>AKTIVER</b>                                                  |                |
|      | Indestående i depotselskab                                      | 4.940          |
| 10   | <b>I alt likvide midler</b>                                     | <b>4.940</b>   |
|      | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 5.050          |
|      | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 0              |
| 10   | <b>I alt obligationer</b>                                       | <b>5.050</b>   |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 3.504          |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 70.969         |
| 11   | Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger             | 135.611        |
| 10   | <b>I alt kapitalandele</b>                                      | <b>210.084</b> |
| 10   | Tilgodehavende renter, udbytter mm.                             | 33             |
|      | Aktuelle skatteaktiver                                          | 12             |
| 10   | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 64             |
|      | <b>I alt andre aktiver</b>                                      | <b>109</b>     |
|      | <b>Aktiver i alt</b>                                            | <b>220.183</b> |
|      | <b>PASSIVER</b>                                                 |                |
| 12   | Medlemmernes formue                                             | 220.025        |
|      | Skyldige omkostninger                                           | 159            |
|      | Mellemværende vedrørende handelsafvikling                       | 0              |
|      | <b>I alt anden gæld</b>                                         | <b>159</b>     |
|      | <b>Passiver i alt</b>                                           | <b>220.183</b> |
| 13   | <b>Noter, hvortil der ikke henvises</b>                         |                |
|      | <b>NOTER</b>                                                    |                |
| 1    | <b>Renteindtægter (1000 kr.)</b>                                |                |
|      | Indestående i depotselskab                                      | 0              |
|      | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 15             |
|      | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 0              |
|      | <b>I alt renteindtægter</b>                                     | <b>15</b>      |
| 2    | <b>Renteudgifter (1000 kr.)</b>                                 |                |
|      | Renteudgifter depotselskab                                      | -14            |
|      | <b>I alt renteudgifter</b>                                      | <b>-14</b>     |
| 3    | <b>Udbytter (1000 kr.)</b>                                      |                |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 0              |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | 667            |
|      | <b>I alt udbytter</b>                                           | <b>667</b>     |
| 4    | <b>Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)</b>           |                |
|      | Noterede obligationer fra danske udstedere                      | 1              |
|      | Noterede obligationer fra udenlandske udstedere                 | 0              |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab, Obligationer</b>                | <b>1</b>       |
|      | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer  | -1             |
| 5    | <b>Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)</b>          |                |
|      | Noterede aktier fra danske selskaber                            | 62             |
|      | Noterede aktier fra udenlandske selskaber                       | -1.230         |
|      | Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger             | 296            |
|      | <b>I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele</b>               | <b>-872</b>    |
|      | Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele | -33            |
| 6    | <b>Handelsomkostninger (1000 kr.)</b>                           |                |
|      | Bruttohandelsomkostninger                                       | 60             |
|      | Dækket af emissions- og indløsningsindtægter                    | -56            |
|      | <b>I alt handelsomkostninger ved løbende drift</b>              | <b>4</b>       |

# Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

**2015**

|           |                                                                                                                                                        |                |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| <b>7</b>  | <b>Administrationsomkostninger</b>                                                                                                                     |                |
|           | Afdelingsdirekte                                                                                                                                       |                |
|           | Administrationsvederlag                                                                                                                                | 40             |
|           | Markedsføringsomkostninger                                                                                                                             | 101            |
|           | Gebyrer til depotselskab                                                                                                                               | 38             |
|           | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                              | 129            |
|           | Øvrige omkostninger                                                                                                                                    | 45             |
|           | <b>I alt afd. Direkte adm.omkostninger</b>                                                                                                             | <b>353</b>     |
|           | Andel af fællesomkostninger                                                                                                                            |                |
|           | Honorer til bestyrelse                                                                                                                                 | 10             |
|           | Revisionshonorar til revisorer                                                                                                                         | 4              |
|           | Andre omk. i forbindelse med formueplejen                                                                                                              | 2              |
|           | Øvrige omkostninger                                                                                                                                    | 6              |
|           | <b>I alt andel af fælles adm.omkostninger</b>                                                                                                          | <b>21</b>      |
|           | <b>I alt administrationsomkostninger</b>                                                                                                               | <b>375</b>     |
| <b>8</b>  | <b>Skat (1000 kr.)</b>                                                                                                                                 |                |
|           | Ikke refunderbar udbytteskat                                                                                                                           | 76             |
|           | <b>I alt skat</b>                                                                                                                                      | <b>76</b>      |
| <b>9</b>  | <b>Til rådighed for udlodning (1000 kr.)</b>                                                                                                           |                |
|           | Renter og udbytter mm.                                                                                                                                 | 682            |
|           | Ikke refunderbar udbytteskat mm.                                                                                                                       | -76            |
|           | Kursgevinst til udlodning*                                                                                                                             | -291           |
|           | Adm. Omkostninger til modregning i udlodning                                                                                                           | 0              |
|           | Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                                                                                                 | -317           |
|           | Anvendt fremført aktietab                                                                                                                              | 0              |
|           | Udlodning overført fra sidste år                                                                                                                       | 0              |
|           | <b>I alt til rådighed til udlodning</b>                                                                                                                | <b>-1</b>      |
|           | * I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti 257 tkr., obligationstab på 1 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 33 tkr. |                |
| <b>10</b> | <b>Finansielle instrumenter (%)</b>                                                                                                                    |                |
|           | Børsnoterede finansielle instrumenter*                                                                                                                 | 97,76          |
|           | Øvrige finansielle instrumenter**                                                                                                                      | 2,24           |
|           | <b>I alt finansielle instrumenter</b>                                                                                                                  | <b>100,00</b>  |
|           | Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside <a href="http://www.pfainvest.dk">www.pfainvest.dk</a>                                        |                |
|           | * indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm                                                                                         |                |
|           | ** indeholder Likvide midler                                                                                                                           |                |
| <b>11</b> | <b>Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger (1000 kr.)</b>                                                                                  |                |
|           | PFA Invest Lange obligationer, DK0060446540                                                                                                            | 24.872         |
|           | PFA Invest Danske Aktier, DK0060446623                                                                                                                 | 16.656         |
|           | PFA Invest Globale aktier, DK0060446706                                                                                                                | 40.855         |
|           | PFA Invest Kreditobligationer, DK0060446896                                                                                                            | 18.258         |
|           | PFA Invest Højt Udbytte Aktier, DK0060457901                                                                                                           | 16.112         |
|           | PFA Invest Europa Value aktier, DK0060579183                                                                                                           | 18.858         |
|           | <b>I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger</b>                                                                                       | <b>135.611</b> |

# Balance C

Note **NOTER (fortsat)**

**2015**

|                                                                                |  | <b>Cirk.<br/>Andele</b> | <b>Formue<br/>værdi</b> |
|--------------------------------------------------------------------------------|--|-------------------------|-------------------------|
| <b>12 Medlemmernes formue (1000 kr)</b>                                        |  |                         |                         |
| Medlemmernes formue (primo)                                                    |  | 0                       | 0                       |
| Emissioner i året                                                              |  | 2.221                   | 223.368                 |
| Indløsninger i året                                                            |  | 0                       | 0                       |
| Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger                         |  |                         | 490                     |
| Handelsomkostninger omkl. fra driften                                          |  |                         | -56                     |
| Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag                                |  |                         | -2.351                  |
| Udlodning vedrørende sidste år incl. regulering ved emissioner og indløsninger |  |                         | 0                       |
| Overført til udlodning sidste år                                               |  |                         | 0                       |
| Overført til udlodning næste år                                                |  |                         | 0                       |
| Foreslået udlodning                                                            |  |                         | 0                       |
| Overført fra resultatopgørelse                                                 |  |                         | -1.425                  |
| <b>I alt medlemmernes formue</b>                                               |  | <b>2.221</b>            | <b>220.025</b>          |

## 13 Noter, hvortil der ikke henvises

### 5 års oversigt

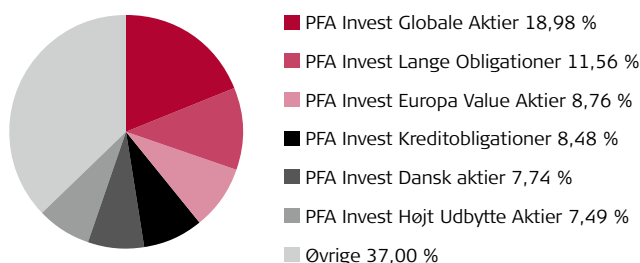
**2015\***

|                                                              |           |
|--------------------------------------------------------------|-----------|
| Netto resultat (1000 kr)                                     | -936      |
| Formue inkl. udlodning (1000 kr.)                            | 220.025   |
| Cirkulerende andele (stk.)                                   | 2.220.567 |
| Indre værdi pr. andel                                        | 99,08     |
| Udlodning pr. andel                                          | 0,00      |
| Årets afkast i %                                             | -0,91     |
| Årets benchmarkafkast i %                                    | -2,78     |
| Omkostnings %                                                | 0,23      |
| Omsætningshastighed                                          | 0,05      |
| Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder) | -         |
| ÅOP (helårsperiodiseret 2015)                                | 1,29      |
| Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)                      | -         |
| Active Share %                                               | -         |
| * Perioden 05.05.15-31.12.15                                 |           |

### Afdelingens største beholdninger

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| PFA Invest Globale Aktier      | 18,98 % |
| PFA Invest Lange Obligationer  | 11,56 % |
| PFA Invest Europa Value Aktier | 8,76 %  |
| PFA Invest Kreditobligationer  | 8,48 %  |
| PFA Invest Dansk aktier        | 7,74 %  |
| PFA Invest Højt Udbytte Aktier | 7,49 %  |
| Øvrige                         | 37,00 % |

### Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

# FÆLLES NOTER

## Bestyrelses- og revisionshonorar

|                                                                                                                                                                                    | 2015       | 2014       | 2013       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------------|------------|
| Bestyrelsen aflønnes alene med faste honorarer og er således ikke omfattet af incitamentsprogrammer. Der påhviler ikke foreningen nogen pensionsforpligtelser overfor bestyrelsen. |            |            |            |
| <b>Bestyrelseshonorar (1000 kr.)</b>                                                                                                                                               |            |            |            |
| Samlet bestyrelseshonorar                                                                                                                                                          | 400        | 400        | 400        |
| <b>Honoraret er fastsat således:</b>                                                                                                                                               |            |            |            |
| Formanden                                                                                                                                                                          | 200        | 200        | 200        |
| To øvrige bestyrelsesmedlemmer                                                                                                                                                     | 200        | 200        | 200        |
| <b>Revisionshonorar (1000 kr.)</b>                                                                                                                                                 |            |            |            |
| Revisionshonorar                                                                                                                                                                   | 160        | 252        | 254        |
| Honorar for andre ydelser end revision                                                                                                                                             | -          | -          | -          |
| <b>Samlet honorar</b>                                                                                                                                                              | <b>254</b> | <b>252</b> | <b>160</b> |

# Anvendt regnskabspraksis

---

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med reglerne i Lov om investeringsforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

Alle beløb i regnskabet præsenteres i hele 1000 kr. Hvert tal afrundes enkeltvis, og der kan således forekomme mindre differencer mellem de anførte totaler og summen af de underliggende tal.

## Generelt om indregning og måling

Indtægter og omkostninger er periodiseret og indeholder således de beløb, der kan henføres til regnskabsåret.

Aktiver indregnes i balancen, når det som følge af en tidligere begivenhed er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde afdelingen, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når afdelingen 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 indregning og måling tages hensyn til oplysninger, herunder forudsigelige gevinster, risici og tab, der fremkommer, inden årsregnskabet aflægges, hvis oplysningerne be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

## Regnskabsmæssige skøn og vurderinger

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til opgørelse af en korrekt dagsværdi for finansielle instrumenter, idet ledelsen i visse tilfælde udøver et skøn i forbindelse med opgørelse heraf. Disse skøn foretages i overensstemmelse med regnskabspraksis på baggrund af historiske erfaringer samt forudsætninger, som ledelsen anser for forsvarlige og realistiske, jf. måling af finansielle instrumenter.

Et område som indebærer en højere grad af skøn og vurderinger end andre, er opgørelse af dagsværdi for noterede finansielle instrumenter med lav omsætning, som er værdisat på markeder med lav omsætning.

## Omregning af fremmed valuta

Foreningens funktionelle og præsentrationsvaluta er danske kroner. Transaktioner i fremmed valuta omregnes efter transaktionsdagens kurs. Balanceposter i fremmed valuta, som ikke er afregnet på balancedagen, omregnes til balancedagens valutakurs. Resultatopgørelsesposter omregnes efter valutakursen på transaktionsdagen. Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på henholdsvis betalingsdagen og balancedagen, indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinst eller -tab.

## Resultatopgørelsen Renter og udbytter

Renter omfatter modtagne og periodiserede renter på obligationer og indeståender i pengeinstitutter. Udbytter omfatter deklarerede danske og udenlandske aktieudbytter.

## Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen indgår såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på finansielle instrumenter herunder værdipapirer, afledte finansielle instrumenter samt øvrige aktiver og passiver. Realiserede kursgevinster og -tab måles pr. fondskode som forskellen mellem salgsværdien og dagsværdien primo året eller anskaffelsesværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab måles pr. fondskode som forskellen mellem dagsværdien primo året eller anskaffelsesværdi, hvis aktivet er anskaffet i regnskabsåret, og dagsværdi ultimo året.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger relateret til handler udført i forbindelse med den løbende porteføljepleje. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner eller indløsninger

føres som en emissions-/indløsningsomkostning på formuen. Denne del opgøres som den andel, provenuet af emissioner og indløsninger udgør af kursværdien af de samlede handler.

### **Administrationsomkostninger**

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne i forhold til deres gennemsnitlige formue i regnskabsåret, jf. vedtægternes § 22.

### **Skat**

I posten indgår ikke refunderbar skat på renter og udbytter.

### **Udlodning**

I formuebevægelserne er indeholdt udlodningsregulering, således at de udlodningspligtige beløb er korigeret efter udviklingen i cirkulerende mængde. Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner og indløsninger. Rådighedsbeløbet til udlodning består herudover af de i regnskabsåret indtjente renter og udbytter, realiserede og urealiserede kursgevinster i henhold til de i Ligningslovens § 16 C anførte krav til minimumsudlodningen med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i % af den cirkulerende kapital i afdelingen på balancedagen. Den beregnede % nedrundes i overensstemmelse med Ligningslovens § 16 C til nærmeste 0,1 %.

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen reguleres over den pågældende afdelings formue.

Overført til udlodning næste år består af restbeløbet efter nedrunding af regnskabsposten Til rådighed for udlodning.

### **Balancen**

#### **Finansielle instrumenter (værdipapirer mv.)**

Finansielle instrumenter indregnes i balancen på handelstidspunktet til købspris eksklusiv omkostninger i forbindelse med købet.

Dagsværdien for noterede kapitalandele, obligationer mv. opgøres til lukkekursen på balancedagen eller til en anden markedsbaseret kurs, hvis denne er et bedre udtryk herfor. Dagsværdien af udtrukne obligationer måles dog til nutidsværdien af obligationerne ved diskontering med gældende pengemarkedsrente.

Obligationer, der omsættes via det amerikanske marked for high yield bonds (OTC – Fixed Income Pricing System), indgår under noterede obligationer.

#### **Andre aktiver/anden gæld**

Andre aktiver og anden gæld måles til dagsværdien.

Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af provenu ved køb og salg af værdipapirer samt emissioner og indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregningen foretages efter balancedagen. Udviser beløbet et tilgodehavende, opføres det som et mellemværende vedrørende handelsafvikling under andre aktiver. Udviser beløbet en gæld, opføres det som mellemværende vedrørende handelsafvikling under anden gæld.

Aktuelle skatteaktiver består af refunderbar udbytteskat og renteskat tilbageholdt i udlandet. I tidligere år er posten indgået under Tilgodehavende renter, udbytte mm. Det er fundet mere retsvisende at udskille posten, da den udgør et stignede omfang. Sammenligningstal er tilpasset den nye klassifikation.

Endvidere kan andre aktiver/anden gæld indeholde tilgodehavende renter- og udbytter samt skyldige omkostninger.

# Nøgletalsdefinitioner

---

## Indre værdi

$$\text{Indre værdi} = \frac{\text{Medlemmernes formue}}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

## Udlodning pr. Andel

$$\text{Udlodning pr. andel} = \frac{\text{Foreslået udlodning til medlemmerne}}{\text{Cirkulerende andele ultimo året}}$$

## Årets afkast i %

$$\text{Årets afkast i \%} = \left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{Geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

hvor geninvesteret udlodning opgøres således:

$$\left( \frac{\text{Udlodning} \times \text{Indre værdi ultimo året}}{\text{Indre værdi umiddelbart efter udlodningen}} \right)$$

## Omkostninger i %

$$\text{Omkostninger i \%} = \frac{\text{Årets administrationsomkostninger}}{\text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}} \times 100$$

hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

## Omsætningshastighed

$$\text{Omsætningshastighed} = \frac{1 \times \text{kursværdi af køb} + \text{kursværdi af salg}}{2 \times \text{Medlemmernes gennemsnitlige formue}}$$

hvor kursværdi af køb og salg opgøres på baggrund af de realiserede købs- og salgspriser inkl. kurtage. Kun køb og salg i forbindelse med løbende porteføljepleje medtages i beregningen. Medlemmernes gennemsnitlige formue opgøres som beskrevet under omkostning i %.

## ÅOP (årlige omkostninger i %)

$$\begin{aligned} \text{ÅOP} = & \text{Seneste årlige administrationsomkostninger i \%} + \\ & \text{Seneste direkte handelsomkostninger ved løbende drift i \%} + \\ & 1/7 \times (\text{Maksimalt emissionstillæg i \%} + \text{Maksimalt indløsningsfradrag i procent}) \end{aligned}$$

## Active share

$$\text{Active share} = \frac{1}{2} \sum_{i=1}^N |W_{i, fund} - W_{i, index}|$$

## Tracking error

$$\text{Annualiseret Tracking Error} = \sqrt{\sum_{i=1}^N \frac{((R_{i,p} - R_{i,b}) - (R_{i,p} - R_{i,b}))^2}{N-1}} \times \sqrt{12}$$

## Sharpe ratio

$$\sigma_r = \sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ((r_{i, pf} - r_{i, rf}) - r)^2}$$

### **Standardafvigelse/Volatilitet**

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i % pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi - afkastets standardafvigelse. Hvis afkastet er normalfordelt kan det forventes, at cirka 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/ volatilitet for afdelinger, som eksisteret i minimum 36 måneder. Da afdelingerne i PFA Invest ikke har data for 36 måneder, opgøres nøgletallet Standardafvigelse/ Volatilitet ikke.

### **Sharpe Ratio**

Sharpe Ratio beregnes ved at dividere investeringens merafkast med dens volatilitet/standardafvigelse. Sharpe Ratio måler investeringsafkastet i forhold til investeringsrisiko. Jo større positiv Sharpe Ratio, desto bedre risikojusteret afkast. Ved hjælp af Sharpe Ratio kan afkastet af investeringer med forskellige risikoniveauer sammenlignes. Der opgøres kun Sharpe Ratio for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder, og nøgletallet opgøres derfor endnu ikke for alle afdelinger i PFA Invest.

### **Active Share**

Active Share benyttes i aktieafdelinger og måler, hvor stor en andel af en afdelings portefølje, der er forskellig fra afdelingens benchmark.

# Foreningsoplysninger

---

## Forening

Investeringsforeningen PFA Invest  
Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Tlf. +45 39 17 50 00

## Registreringsnumre

Reg. nr. i Finanstilsynet: 11 178  
CVR-nr.: 34 69 56 44  
Investeringsforeningen har hjemsted i Københavns Kommune.

## Stiftelse

Investeringsforeningen er stiftet den 31. august 2012 og omfatter følgende afdelinger:

- Korte Obligationer
- Lange Obligationer
- Kreditobligationer
- Danske Aktier
- Globale Aktier
- Højt Udbytte Aktier
- Europa Value Aktie
- Balance A
- Balance B
- Balance C

## Udstedelse og indløsning af andele i foreningens afdelinger:

Danske Bank A/S  
Holmens Kanal 2-12  
1092 København K  
Tlf. +45 45 14 36 94

## Investeringsforeningens bestyrelse

### Professionelt bestyrelsesmedlem

Peter Engberg Jensen  
Ansættelsesadresse  
Sankt Annæ Plads 13, 3.  
1250 København K.

### Partner

Rina Asmussen  
Ansættelsesadresse  
Strandgade 4  
1401 København K.

### Professionelt bestyrelsesmedlem

Jørgen Madsen  
Askhøj 15  
2850 Nærum

## Investeringsforvaltningsselskab

### for foreningen

PFA Asset Management A/S  
Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Tlf. +45 39 17 50 00  
Reg. nr. i Finanstilsynet: 17 115  
CVR-nr.: 32 67 18 88

Direktion: Christian Lindstrøm Lage,  
Henrik Nøhr Poulsen og Rasmus Bessing Abildtrup

## Markedsføring af foreningen

PFA Asset Management A/S har udpeget følgende som ansvarlig for markedsføring:

PFA Bank A/S  
Sundkrogsgade 4  
2100 København Ø  
Tlf. +45 39 17 50 00  
Reg. nr. i Finanstilsynet: 8164  
CVR-nr.: 26 02 61 21

Aftalen om markedsføring er ligeledes godkendt af Investeringsforeningens bestyrelse.

## Depotbank

J.P. Morgan Europe (UK), Copenhagen Branch,  
Filial af J.P. Morgan Europe Limited, Storbritannien  
Kalvebod Brygge 39-41  
DK-1560 København V  
Reg. nr. i Finanstilsynet: 6012  
CVR-nr.: 31 59 33 36

## Investeringsforeningens revisor

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
Weidekampsgade 6  
2300 København S  
CVR-nr.: 24 21 37 14

Anders Gjelstrup, statsautoriseret revisor

Kasper Bruhn Udam, statsautoriseret revisor