ÅRSRAPPORT 2016

INVESTERINGSFORENINGEN PFA INVEST

pfainvest.dk // Offentliggjort 9. februar 2017



Indholdsfortegnelse

Påtegninger

Ledelsespåtegning 4
Den uafhængige revisors erklæringer 5

Ledelsesberetning

Generelt for afdelingerne 10
Ansvarlige investeringer 14
Bestyrelse og direktion 18
Udviklingen i 2016 og forventninger til 2017 19
Generelle risikofaktorer 22
Risici og risikostyring 24

Årsrapport for afdelingerne

Mellemlange Obligationer 27
Kreditobligationer 32
Udenlandske Obligationer 38
Danske Aktier 44
Globale Aktier 51
Højt Udbytte Aktier 58
Europa Value Aktier 65
USA Stabile Aktier 71
Balance A 77
Balance B 84
Balance C 91

Fælles noter

Bestyrelses- og revisionshonorar 99
Anvendt regnskabspraksis 100
Nøgletalsdefinitioner 102
Foreningsoplysninger 104

Forsidefoto:

Akosua Aalykke Smidth arbejder som Porteføljemanager i PFA Invest.

PÅTEGNINGER

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2016 for 11 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. 9. februar 2017

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

Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen PFA Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016, 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 mv.

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

Grundlag for konklusion

Vi har udført vores revision i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark. Vores ansvar ifølge disse standarder og krav er nærmere beskrevet i revisionspåtegningens afsnit "Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet". Vi er uafhængige af foreningen i overensstemmelse med internationale etiske regler for revisorer (IESBA's Etiske regler) og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, ligesom vi har opfyldt vores etiske forpligtelser i henhold til disse regler og krav. Det er vores opfattelse, at det opnåede revisionsbevis er tilstrækkeligt og egnet som grundlag for vores konklusion.

Centrale forhold ved revisionen

Centrale forhold ved revisionen er de forhold, der efter vores faglige vurdering var mest betydelige ved vores revision af årsregnskabet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2016. Disse forhold blev behandlet som led i vores revision af årsregnskabet som helhed og udformningen af vores konklusion herom. Vi afgiver ikke nogen særskilt konklusion om disse forhold.

Værdiansættelse og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter

Foreningens og afdelingernes investeringer i børsnoterede aktier, obligationer og investeringsforeningsandele til dagsværdi udgør en væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast.

- Vi anser ikke, at disse investeringer er forbundet med betydelig risiko for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet eller er forbundet med væsentlige skøn, fordi foreningens og afdelingernes finansielle instrumenter er sammensat af likvide, noterede finansielle instrumenter på et aktivt marked.

- Det er dog vores opfattelse, at de børsnoterede finansielle instrumenter udgør en så væsentlig del af foreningens og afdelingernes formuer og afkast, at en betydelig del af vores revision koncentrerer sig om værdiansættelsen og tilstedeværelsen af de børsnoterede finansielle instrumenter.

- Kriterierne for indregning og værdiansættelse af de børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af foreningens anvendte regnskabspraksis under årsregnskabets fælles noter.

- Sammensætningen af de enkelte afdelingers børsnoterede finansielle instrumenter fremgår af noterne til de enkelte afdelingers balancer.

Forholdet er behandlet således i revisionen

Vores revisionshandlinger rettet mod værdiansættelsen og tilstedeværelse af børsnoterede finansielle instrumenter har blandt andet omfattet, men har ikke været begrænset til:

- Vi har opnået en forståelse for og evalueret de interne kontroller i de centrale processer, herunder relevante it-systemer, som vedrører afstemning med depotbank, automatisk registrering af børs- og valutakurser, automatisk registrering af daglige handelstransaktioner samt andre afledte registreringer heraf. Vores revision har omfattet stikprøvevis kontrol af, at de interne kontroller har været udført og dokumenteret i løbet af regnskabsåret.

- Vi har herudover stikprøvevist kontrolleret, at afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2016 er værdiansat i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv. samt foreningens regnskabspraksis ved sammenholdelse med uafhængig priskilde.

- Vi har endvidere stikprøvevist sammenholdt afdelingernes beholdninger af børsnoterede finansielle instrumenter pr. 31. december 2016 med ekstern dokumentation fra foreningens depotbank.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningerne for de enkelte afdelinger, efterfølgende benævnt ledelsesberetningerne.

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

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

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

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

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 for nødvendig for at udarbejde et årsregnskab uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

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

Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som

følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskabet.

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

- Identificerer og vurderer vi risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, udformer og udfører revisionshandlinger som reaktion på disse risici samt opnår revisionsbevis, der er tilstrækkeligt og egnet til at danne grundlag for vores konklusion. Risikoen for ikke at opdage væsentlig fejlinformation forårsaget af besvigelser er højere end ved væsentlig fejlinformation forårsaget af fejl, idet besvigelser kan omfatte sammensværgelser, dokumentfalsk, bevidste udeladelser, vildledning eller tilsidesættelse af intern kontrol.

- Opnår vi forståelse af den interne kontrol med relevans for revisionen for at kunne udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke for at kunne udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol.

- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.

- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om foreningens evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at foreningen ikke længere kan fortsætte driften.

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

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

Vi afgiver også en udtalelse til den øverste ledelse om, at vi har opfyldt relevante etiske krav vedrørende uafhængighed, og oplyser den om alle relationer og andre forhold, der med rimelighed kan tænkes at påvirke vores uafhængighed og, hvor dette er relevant, tilhørende sikkerhedsforanstaltninger.

Med udgangspunkt i de forhold, der er kommunikeret til den øverste ledelse, fastslår vi, hvilke forhold der var mest betydelige ved revisionen af årsregnskabet for den aktuelle periode og dermed er centrale forhold ved revisionen. Vi beskriver disse forhold i vores revisionspåtegning, medmindre lov eller øvrig regulering udelukker, at forholdet of-

fentliggøres, eller i de yderst sjældne tilfælde, hvor vi fastslår, at forholdet ikke skal kommunikeres i vores revisionspåtegning, fordi de negative konsekvenser heraf med rimelighed ville kunne forventes at veje tungere end de fordele den offentlige interesse har af sådan kommunikation.

København d. 9. februar 2017

Deloitte
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab
CVR-nr. 33 96 35 56

Anders O. Gjelstrup
Statsautoriseret revisor

Kasper Bruhn Udam
Statsautoriseret revisor

LEDELSES BERETNING

Generelt for afdelingerne

Velkommen til Investeringsforeningen PFA Invest

Foreningen har i 2016 fortsat den stabile vækst fra sidste år. Således blev formuen forøget med 3,0 mia. kr. til 7,3 mia. kr., svarende til en stigning på 69 %. Formuetilgangen skyldes en stor interesse fra investorerne, hvor det især skal bemærkes, at Mellemlange obligationer, der blev introduceret i 2016, indenfor kort tid har opnået at blive foreningens 2. største afdeling med en formue på 1,4 mia. kr.

For at kunne tilbyde investeringsmuligheder, der matcher efterspørgslen fra markedet må foreningen løbende tilpasse udbuddet af afdelinger. Året blev imidlertid foreningens hidtil mest aktive siden etableringen i 2012, idet to afdelinger med obligationer blev lukket og erstattet af Mellemlange obligationer. Endvidere blev der oprettet afdelinger med henholdsvis USA Stabile Aktier og Udenlandske Statsobligationer. Yderligere besluttede bestyrelsen at gøre brug af valutaafdækning og således blev dele af valutaeksponeringen i afdelingerne Kreditobligationer og Udenlandske Obligationer afdækket med virkning fra 12. oktober 2016.

Det samlede resultat for foreningen blev et overskud på 261,7 mio. kr. Bestyrelsen foreslår til godkendelse på generalforsamlingen, at der udloddes udbytte i 9 af foreningens 11 afdelinger. De foreslåede udbyttesatser fremgår på side 11.

Året var præget af mange geopolitiske udfordringer med bl.a. Brexit og et amerikansk præsidentvalg som de mest fremtrædende. Det har afstedkommet en forholdsvis stor forskel i afdelingernes afkast for året ligesom afkastprocenterne ligger i et noget mere moderate niveau sammenlignet med sidste år.

Foreningens afdelinger med obligationer leverede meget forskellige afkast i 2016. Afdelingen med kreditobligationer gav et højt afkast på 8,1 pct., som var 1,0 pct. point højere end benchmark, mens afdelingen med udenlandske obligationer gav et afkast på -3,0 pct., hvilket er 0,3 pct. point under benchmark. Mellemlange obligationer, som er den største obligationsafdeling i PFA Invest, gav et afkast på 1,4 pct., hvilket er lidt højere end benchmark.

I 2016 var der store afvigelser fra marked til marked på afkastene i foreningens afdelinger med børsnoterede aktier. De højeste afkast kom fra aktier i afdelingen USA Stabile Aktier (5,9 pct.) og Globale Aktier (5,4 pct.), hvilket dog var under afdelingernes respektive benchmark. Danske aktier leverede et afkast på 4,0 pct., hvilket er over benchmark. Afdelingen med højt udbytte aktier gav et afkast på -0,6 pct.

De blandede afdelinger Balance A, Balance B og Balance C leverede et afkast på henholdsvis 5,2 pct., 5,4 pct. og 4,9 pct, hvilket var lavere end referenceafkastet. Det skyldes primært, at beholdningen af globale aktier klarede sig noget dårligere end referenceindekset samt en overvægt i europæiske og danske aktier.

Direktionen

PFA Asset Management A/S

Christian Lindstrøm Lage, Henrik Nøhr Poulsen og Rasmus Bessing

Resultat, formue og andele

Foreningen realiserede i 2016 et samlet resultat på 261,7 mio. kr. og havde ved årets udgang en formue inklusiv udlodning på 7,3 mia. kr. fordelt på i alt 63,4 mio. andele.

Udlodning

Bestyrelsen indstiller til generalforsamlingen, at foreningen udlodder følgende udbytter for 2016:

Afdeling	Udbytte (kr. pr. andel)
Mellemlange Obligationer	0,70
Kreditobligationer	0,80
Udenlandske Obligationer	-
Danske Aktier	12,90
Globale Aktier	3,40
Højt Udbytte Aktier	1,30
Europa Value Aktier	-
USA Stabile Aktier	0,60
Balance A	6,30
Balance B	7,70
Balance C	5,80

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 2016 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 5 afdelinger: 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, 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 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 samarbejdspartnerne.

Foreningens bestyrelse lægger afgørende vægt på at sikre, at den viden og de kompetencer, der er forankret hos samarbejdspartnerne, 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 33 % af bestyrelsen. Måltallet var ved udgangen af 2016 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 medlemmer 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 Investeringsfondsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om fund governance politikken på foreningens hjemmeside 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 formålsparagraf, efterfulgt af foreningens efterlevelse af brancheanbefalingerne om drift og opfølgning på de enkelte elementer i forretningsmodellen. Politikken følger Investeringsfondsbranchens anbefalinger på området.

Læs mere om politikken for best practice på foreningens hjemmeside pfainvest.dk.

Øvrige forhold

Investeringsforeningen er stiftet på initiativ af PFA Pension.

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 (PAM). PAM's bestyrelse har besluttet, at PAM's politik og retningslinjer for arbejdet med ansvarlige investeringer følger PFA Pensions politik for ansvarlige investeringer. PAM's ledelse er en del af PFA koncernens Responsible Investment Board (RI Board), der overvåger og prioriterer implementeringen af politik for ansvarlige investeringer.

Den opbyggede viden og ekspertise om ansvarlige investeringer anvendes også i forvaltningen af PFA Invests midler. Midler, som forvaltes af PAM, er omfattet af PFAs procedurer for screening og engagementsdialog, der udføres af screenings- og engagementsselskabet, GES. Politik, retningslinjer og eksklusionsliste er alle tilgængelige på pfa.dk. Tal og henvisninger relaterer sig til forvalterens samlede observationer af selskabsbeholdninger.

Politik for ansvarlige investeringer

I 2016 er politikken for ansvarlige investeringer blevet opdateret. Den politik er stadig baseret på efterlevelse af internationale FN-konventioner og principper, herunder de seks FN-understøttede principper for ansvarlige investeringer, PRI, og FN Global Compact's 10 principper. Som noget nyt, er der indskrevet en forpligtelse til ikke at investere i selskaber, der modarbejder COP21-aftalens mål om global reduktion af drivhusgasser, samt efterlevelse af systematikken i FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv (UNGPs). Formålet med de nye mål er, at styrke risikovurderingen i hele investeringsprocessen. Når de nye mål skal gennemføres, vil de værktøjer forvalteren udvikler være med til at sætte fokus på, at ledelsessystemer for miljø og menneskerettigheder er en integreret del af hele investeringsprocessen. Implementeringen af politikken og retningslinjerne handler om at omsætte de internationale konventioner, tilegne sig det nødvendige data og integrere det i de investerings- og screeningsprocesser, der er på investeringsområdet.

I slutningen af 2016 genindtrådte forvalteren via PFA i den internationale organisation PRI, der overvåger implementeringen med de FN-understøttede principper for ansvarlige investeringer. Det sker efter PRI har ændret nogle af de vedtægter og ledelsesstrukturer, som var årsagen til, at PFA for tre år siden valgte at udtræde. I perioden, hvor PFA ikke har været medlem af PRI, har PFA bakket op om og efterlevet de seks FN-støttede principper for ansvarlige investeringer.

Resultater fra implementering af politikken

Via investeringsforvaltere har foreningen en målsætning om at være en aktiv ejer, der påvirker selskaberne i retning af en ansvarlig værdiskabelse og dermed sikrer højest muligt langsigtet investeringsafkast. Screening og dialog er vigtige elementer i at bedrive aktivt ejerskab.

Screening af selskaber

For at afdække om de selskaber der investeres i efterlever PFA's politik for ansvarlige investeringer, og dermed de internationale principper og konventioner som politikken er baseret på, får PFA screenet sine aktie- og obligationsinvesteringer fire gange om året. Når GES opdager, at et selskabs handlinger og adfærd potentielt strider mod de internationale konventioner, starter GES, på vegne af PFA, en kritisk dialog med selskabet, for at få det til at ændre praksis og forebygge at et evt. lignende tilfælde ikke gentager sig. GES arbejder ligesom PFA med at indføre FN's retningslinjer, det sker primært i forhold til de temaer, hvor de også laver en samlet risikovurdering af selskabet. Når GES konstaterer at et selskab overtræder en international konvention og aktivt ejerskabsdialog igangsættes, lægger GES også vægt på, at selskabet fremadrettet etablerer due diligence og management-systemer, der reducerer muligheden for, at nye hændelser sker på samme område.

Både GES og PFA er i dialog med en række selskaber for at få afklaret forhold omkring selskabets praksis, inden det kan konstateres, om selskabet overtræder PFA's politik. PFA har bl.a. været i dia-

log med Cement Roadstone Holding for at afklare selskabets tilknytning til konventionsstridige aktiviteter på den besatte Vestbred. I 2016 afsluttede PFA dialogen, da selskabet frasolgte sin del af det israelske selskab og dermed ophørte tilknytningen til det israelske selskab. Der har igen i 2016 været en stigning i antallet af sager, hvor GES har evalueret, om et selskab i PFA's portefølje har begået konventionsbrud. I 2016 har GES evalueret 235 sager mod 181 sager i 2015. Dertil kommer den dialog, som PFA har haft med selskaber.

Landescreening

PFA screener og analyserer selv landene i henhold til PFA's retningslinjer for ansvarlige investeringer i statsobligationer og model for landescreening. Der foretages ikke engagementsdialog med lande, idet det anses for at være et udenrigspolitisk anliggende. I 2016 blev politikken på området præciseret således at det er sanktioner mod opkøb i statsgæld, der medfører en systematisk eksklusion af landet. Derudover har RI Boardet fortsat fulgt situationen i Ukraine og Rusland særligt i forhold til de internationale sanktioner der er på området. Ved udgangen af 2016 investerede foreningen i statsobligationer i 82 lande.

Landelisten over ekskluderede lande samt listen over lande som PFA har investeret i er tilgængelig på pfa.dk

Aktiv ejerskabsdialog med selskaber

Aktiv ejerskabsdialog med selskaber igangsættes som udgangspunktet når der er konstateret et brud på PFA's politik eller i situationer, hvor det formodes at selskabet har handlet i uoverensstemmelse med internationale konventioner, der er omfattet af PFA's politik. Formålet er at sætte ind med en dialog for, sammen med selskabet, at se, hvordan det kan ændre praksis og indføre politikker og handlinger, der forebygger at en lignende handling sker igen. GES har i 2016 været i dialog med 91 selskaber i PFA's portefølje. 7 sager er blevet løst i løbet af 2016, da selskaberne har ændret praksis for at overholde de internationale konventioner.

PFA har også selv været i aktivt ejerskabsdialog med 13 selskaber, som PFA's Responsible Investment Board har prioriteret, hvor GES også er i dialog med tre af selskaberne. I dialogen har der været fokus på at få konkrete tilbagemeldinger for at kunne vurdere selskabet i forhold til PFA's politik. I 2016 har PFA endvidere fortsat dialogen med eksterne forvaltere for at sikre, at de også er bekendte med PFA's arbejde og prioriteter på området.

Oversigt over temaer for PFA's engagementsdialog med selskaber i 2016*

Menneskerettigheder	4
Miljø	7
Arbejdstagerrettigheder	3

Oversigt over temaer for GES engagementsdialog med selskaber i PFA's portefølje i 2016*

Miljø	12	13 %
Menneskerettigheder	40	43 %
Arbejdstagerrettigheder	31	33 %
Korruption	8	9 %
Kontroversielle våben	3	3 %

* Bemærk at der er flere selskaber, hvor PFA og GES har været i dialog om flere forskellige temaer med et enkelt selskab, og derfor er der ikke overensstemmelse mellem antallet af sager per tema og samlet antal sager.

Eksklusion af selskaber

II slutningen af 2016 blev opdaterede retningslinjer for eksklusion af selskaber og lande vedtaget af PFA's RI Board. Retningslinjerne vil fremover sikre en stringent proces for både eksklusion og inklusion af selskaber.

PFA's eksklusionsliste er offentlig tilgængelig og omfatter de selskaber og lande, som PFA har vurderet ikke handler i overensstemmelse med PFA's politik for ansvarlige investeringer.

Eksklusion er ikke et mål i sig selv. PFA ønsker at være en aktiv ejer, der gennem dialog forsøger at få et selskab til at ændre praksis. Eksklusionslisten revideres minimum hvert halve år for at sikre, at det stadig er relevant at selskabet er ekskluderet. I 2016 har PFA ikke ekskluderet nogen nye selskaber. PFA har ophævet eksklusionen af Singapore Technologies. Selskabet har oplyst at det ikke længere er involveret i produktion af anti-personel landminer og GES bekræftet informationen.

Stemmeafgivelse på selskabers generalforsamlinger

Ifølge PFA's retningslinjer for stemmeafgivelse på selskabers generalforsamlinger prioriterer PFA at stemme på danske selskabers generalforsamlinger. PFA samarbejder med en ekstern leverandør, Manifest, som leverer analyse og stemmeanbefalinger, når det gælder udenlandske selskabers generalforsamlinger. I 2016 har PFA stemt på 57 danske selskabers generalforsamling, hvor PFA har givet fuldmagt til at støtte ledelsens anbefalinger ved generalforsamlingen.

Ved generalforsamling hos udenlandske selskaber stemmer PFA kun, hvis der er punkter, som vedrører den aktive ejerskabs dialog PFA har med selskabet, og kun i de tilfælde at der er konstateret et brud med PFA's politik for ansvarlige investeringer. For de selskaber vurderer Manifest og PFA's dagsorden om der er punkter vedrørende PFA's dialog med selskabet. Herefter er det PFA's Responsible Investment Board der beslutter om PFA stemmer. I 2016 gav det anledning til, at PFA vurderede dagsorden og materiale på dagsordenen hos 34 udenlandske selskaber og stemte på tre generalforsamlinger.

Fokus på klima og menneskerettigheder

En central del af indsatsen i 2016 har været omkring implementeringen af de nye fokusområder i politikken: Paris-aftalens fokus på CO_2-udledning og respekt for menneskerettigheder via systematikken i UNGPs, hvor due diligence er et centralt emne.

Et af målene for 2016 var at udarbejde en mere robust metode til at definere og opgøre henholdsvis et grønt og et fossilt selskab i selskabsporteføljen. Arbejdet er påbegyndt, ligesom PFA også har samarbejdet med CDP om at få kortlagt CO_2-udledningen i aktieporteføljen. Formålet har været at skabe et overblik over PFA's CO_2-aftryk samt at identificere hvilke data, der er brug for i den fremtidige prioritering. Mange af aktiviteterne fra 2016 har bidraget til at udvikle en samlet metode for at efterleve målsætningen fra politikken om ikke at investere i selskaber, der modarbejder COP21 og Paris-aftalen. I 2017 forventes det at PFA kan fremlægge en samlet strategi for, hvordan der sættes fokus på de mest drivhusgasintensive sektorer samt hvordan data fra selskabsspecifikke CO_2-analyser kan integreres i processerne

Arbejdet med FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv er en fortsættelse af indsatsen fra 2015, hvor der via en log på pfa.dk blev beskrevet udviklingen af den aktive ejerskabsdialog, som PFA havde med udvalgte selskaber. I 2016 har PFA udvidet dialogen til flere selskaber og fortsat log'en. Derudover har der været fokus på, hvordan retningslinjerne kan integreres bedre i investeringsprocessen i PAM samt i screeningen af selskaber, der udføres af en ekstern samarbejdspartner og følges op med spørgsmål i en aktiv ejerskabsdialog. Formålet har været at styrke arbejdet med at integrere due diligence som en del af risikostyringen. Det er en løbende proces at sikre efterlevelsen af systematikken fra retningslinjerne. De indsatser og den erfaring som PFA har gjort sig i 2016 samt den feedback der har været fra relevante stakeholders, vil indgå i arbejdet med en samlet handlingsplan for området, som kan fremlægges i 2017.

Indsatsområder for 2017

Arbejdet med at screene selskaber, aktivt ejerskab og engagementsdialog fortsætter i 2017 og vil resultere i, at der løbende sættes fokus på forskellige temaer.

I arbejdet med at implementere politik for ansvarlige investeringer forventes det at PFA kan fremlægge en strategi for, hvordan der sættes fokus på de mest drivhusgasintensive sektorer samt hvordan data fra selskabsspecifikke CO_2-analyser kan integreres i processerne. Det forventes endvidere at PFA kan fremlægge en handlingsplan og en metode for, hvordan arbejdet prioriteres i henhold til de seks trin, som er omfattet af systematikken i FN's retningslinjer for menneskerettigheder og erhverv.

I slutningen af 2016 har RI Boardet gennemgået de nye anbefalinger for aktivt ejerskab fra Komitéen for God Selskabsledelse. Formålet har været at få overblik over om de giver anledning til tilføjelser i PFA's politik. Anbefalingerne gælder fra 2017, og RI Boardet vil næste år færdiggøre en samlet analyse for at sikre, at PFA efterlever anbefalingerne.

Læs mere om ansvarlige investeringer, screening af investeringer og aktivt ejerskab i PFA's CR-rapport, som findes på pfa.dk/om-pfa.

Bestyrelse og direktion

Bestyrelsen

Bestyrelsens medlemmer vælges af generalforsamlingen. Bestyrelsen skal bestå af mindst 3 og højest 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 afgangen ved lodtrækning. Genvalg kan finde sted.
Bestyrelsen har i 2016 afholdt møder på følgende datoer: 11. februar, 1. marts (ekstraordinært bestyrelsesmøde), 31. maj, 24. august, 24. november og 1. december (ekstraordinært bestyrelsesmøde).

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: Finansiel Stabilitet og Ordrup Gymnasium. Bestyrelsesmedlem: CAF Invest A/S, Chr. Augustinus Fabrikker Aktieselskab, Den Sociale Kapitalfond, Lønmodtagernes Dyrtidsfond, PensionDanmark Holding A/S og PensionDanmark – pensionsforsikringsaktieselskab.
Repræsentantskab: Business Lolland Falster, peterengberg.dk (fuldt ansvarlig deltager)

Rina Asmussen · Født 1959
Partner Stanton Chase Copenhagen,
Strandgade 4, 1401 København K.
Indtrådte i bestyrelsen 22. april 2014 og genvalgt i 2016.
Andre ledelseshverv:
Bestyrelsesmedlem: BRF Fonden (næstformand), 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 og genvalgt i 2015.
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.
Andre ledelseserhverv:
Bestyrelsesformand: Kapitalforeningen BankPension Aktier, Kapitalforeningen BankPension Obligationer og Kapitalforeningen BankPension Emerging Markets Aktier

Henrik Nøhr Poulsen · Født 1967
Direktør, PFA Asset Management A/S,
Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø.
Andre ledelseserhverv:
Direktør: PFA Infrastruktur Holding ApS, SE Blue Renewables GP ApS og SE Blue Renewables GP DK ApS
Bestyrelsesmedlem: Kapitalforeningen BankPension Aktier, Kapitalforeningen BankPension Obligationer, Kapitalforeningen BankPension Emerging Markets Aktier, SE Blue Renewables DK P/S, SE Blue Renewables K/S og Via Equity Fond III K/S

Rasmus Bessing · Født 1974
Direktør, PFA Asset Management A/S,
Sundkrogsgade 4, 2100 København Ø
Andre ledelseserhverv:
Bestyrelsesformand: Savery Academy ApS
Bestyrelsesmedlem: Investeringsfondsbranchen, Kapitalforeningen BankPension Aktier (næstformand), Kapitalforeningen BankPension Obligationer (næstformand), Kapitalforeningen BankPension Emerging Markets Aktier (næstformand).

FINANSKALENDER 2017

9. februar 2017	Offentliggørelse af årsrapport for 2016
1. marts 2017	Ordinær generalforsamling
25. august 2017	Offentliggørelse af halvårsrapport for første halvår 2017

Udviklingen i 2016 og forventninger til 2017

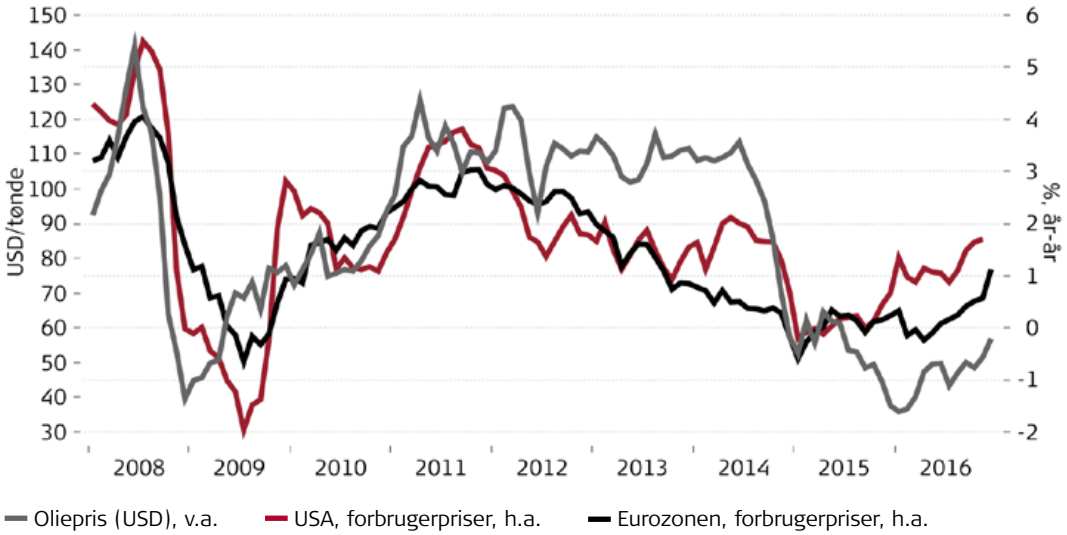
De finansielle markeder

Udviklingen på de finansielle markeder var i 2016 præget af en række politiske begivenheder. Specielt Storbritanniens beslutning om at forlade EU-samarbejdet førte til uro på markederne, men også præsidentvalget i USA, Italiens forfatningsafstemning og en stigende folkelig modvilje mod de etablerede politiske partier i flere lande påvirkede markederne.

Svage økonomiske nøgletal fra bl.a. USA og Kina skabte ved årets begyndelse frygt for en ny global recession. Frygten førte til store kursfald på aktiemarkederne, og olieprisen faldt i februar til det laveste niveau siden 2003, hvilket øgede frygten for deflation. Mere lempelige toner fra de store centralbanker og finanspolitiske stimulanser i Kina bremsede dog udviklingen, og konjunkturindikatorer og oliepriser begyndte i foråret at pege opad. Det var med til at understøtte en vending på de globale aktiemarkeder, og den positive trend fortsatte gennem andet halvår.

Henimod slutningen af 2016 begyndte inflationsforventningerne at stige, da stemningen i flere lande skiftede til fordel for en mere ekspansiv finanspolitik i 2017 som kan supplere den meget lempelige globale pengepolitik og øge den økonomiske vækst. Det var med til at trække renterne op efter sensommerens meget lave niveauer.

Inflation og oliepris



Kilde: PFA og Macrobond

Udviklingen i globale aktier og 10-årige eurorenter



Kilde: PFA og Macrobond

Politiske begivenheder øger usikkerheden

I Europa steg usikkerheden om den politiske situation, efter at briterne i juni overraskende valgte at stemme sig ud af EU-samarbejdet. Beslutningen medførte store fald i europæiske aktiekurser og renter, mens kursen på britiske pund blev svækket og vækstprognoserne for Storbritannien kraftigt nedjusteret for de kommende år. Storbritannien er en betydelig samhandelspartner for flere af de andre EU-lande, og briternes udtræden risikerer derfor også at få negative økonomiske konsekvenser for det øvrige EU. Forhandlingerne om de fremtidige samarbejdsvilkår mellem Storbritannien og EU ventes at begynde i 2017, men de politiske fronter er allerede trukket skarpt op og bidrager til at skabe et usikkert miljø for investeringer i regionen.

De senere års udfordringer i EU med lav vækst, gældskrise og flygtningestrømme har medvirket til en stigende EU-skepsis blandt vælgerne og en bevægelse væk fra de etablerede partier og over mod mere nationalt orienterede partier på tværs af Europa. Den forhøjede politiske usikkerhed har isoleret set mindsket efterspørgslen efter mere risikofyldte europæiske aktiver og haft en negativ påvirkning af aktiekurserne. Mod slutningen af 2016 viste europæiske aktier dog mere positive takter på baggrund af stærke vækstindikatorer og forventning om tilførsel af kapital til den problemramte italienske banksektor.

Opbruddet med de etablerede politikere slog også igennem i USA, hvor den politiske outsider, Donald Trump, vandt præsidentvalget. Trumps foreløbige fokus på skattelettelser og infrastrukturinvesteringer overskygger de mere vækst-negative udmeldinger fra valgkampen mod frihandel og immigration, og det har givet et løft til specielt amerikanske aktier og dollarkursen og ført til stigende renter henimod slutningen af året.

Moderat opsving i Europa

I Eurozonen voksede økonomien i et moderat men stabilt tempo. I årets første tre kvartaler voksede BNP med ca. 1,7 pct. set i forhold til samme periode året før. Tyskland udgør stadig et solidt fundament for den europæiske vækst, mens andre store lande som Frankrig og Italien ligger under gennemsnittet. Fremgangen i Eurozonen var i højere grad end året før båret af den indenlandske efterspørgsel, mens eksporten bidrog med en mindre andel. En mere lempelig finanspolitik i flere lande, herunder Tyskland, en bredt baseret fremgang på arbejdsmarkederne samt historisk lave renter og stigende udlån var med til at understøtte privatforbruget. Opsvinget har dog kun i begrænset omfang ført til stigende investeringer blandt de europæiske virksomheder, som stadig er forsigtige i deres syn på fremtiden.

Inflationsforventningerne var stadig noget lavere end målsætningen for den Europæiske Centralbank

(ECB). For at stimulere økonomien lempede ECB i marts pengepolitikken yderligere gennem lavere renter og øgede opkøb af obligationer. I december annoncerede ECB, at de lave renter og obligationsopkøbene ville fortsætte mindst frem til slutningen af 2017, mens de månedlige opkøb fra april 2017 ville i blive reduceret til niveauet før mødet marts 2016. Programmet med obligationsopkøb har medvirket til at sænke renterne på obligationer og lån i bankerne, hvilket er til gavn for såvel statsfinanser som låntagning i virksomheder og husholdninger.

Spæde tegn på stigende inflation i USA

I USA var væksten forholdsvis svag i første halvår af 2016 og i årets første tre kvartaler voksede BNP med ca. 1,5 pct. set i forhold til samme periode året før. Aktivitetsniveauet tog dog til i andet halvår.. Væksten var i høj grad drevet af privatforbruget, mens investeringerne voksede i et mere afdæmpet tempo. På arbejdsmarkedet fortsatte den robuste fremgang i beskæftigelsen, omend antallet af nye stillinger aftog lidt i forhold til 2015, og arbejdsløsheden faldt til 4,7 pct. i december. Arbejdsmarkedet kom således tættere på kapacitetsgrænsen, hvilket begyndte at vise sig i et lidt mere udbredt lønpres. Lønstigningstakterne var dog stadig moderate og i overensstemmelse med inflationsmålet for den amerikanske centralbank, som ventede indtil slutningen af året med at hæve renten med 0,25 procentpoint til 0,75 pct.

Tiltagende vækst i dansk økonomi

Aktiviteten i dansk økonomi steg i et moderat tempo gennem 2016. De væsentligste drivkræfter var privatforbrug og boliginvesteringer, som blev understøttet af stigende beskæftigelse, stigende boligpriser i de største byer, lave renter og en reallønsfremgang som følge af den stadig meget lave inflation. Danskerne holder dog stadig igen med forbruget, hvilket førte til en faldende forbrugskvote og stigende formuekvote i løbet af året. Bidraget fra eksporten var mere afdæmpet, da stigende vareeksport delvist blev opvejet af faldende energieksport og tilbagegang i søfragt, som følge af en svag udvikling i verdenshandlen.

Medvind til Emerging Markets

Efter flere år med faldende vækst, svækkede valutaer og stigende inflation vendte udviklingen i 2016 for flere af de store råvareeksporterende lande, herunder Brasilien og Rusland. Underskuddene på betalingsbalancerne var stort set afviklet, centralbankerne kunne gradvist sænke renterne og landene fremstod mere konkurrencedygtige end tidligere. Samtidig lykkedes det Kina at stabilisere væksten på et forholdsvist højt niveau efter en længere periode med solide lempelser af finans-, penge- og kreditpolitikken.

På trods af stabiliseringen er der fortsat risici knyttet til investeringer i Emerging Markets. En hård vækstopbremsning i Kina vil kunne ramme de øvrige vækstøkonomier hårdt. Det samme vil være tilfældet, hvis den nye amerikanske præsident, Donald Trump, gør alvor af de tidligere varslede restriktioner på samhandlen med resten af verden. Aktiver på Emerging Markets er dog relativt attraktivt prissat og understøttet af en positiv strukturel vækshistorie.

Investeringsklima i 2017

Vi forventer en lidt højere global vækst i 2017, understøttet af mere ekspansiv finanspolitik i en række lande samt en stigende vækst på Emerging Markets. Det ventes, at den amerikanske centralbank gradvist vil hæve renten, mens de fleste andre lande ønsker at fastholde en meget lempelig pengepolitisk kurs. Tendensen til gradvist højere obligationsrenter kan understøttes af, at den Europæiske Centralbank senere på året reducerer sine opkøb af obligationer. Aktiemarkederne ventes på den ene side at blive understøttet af udsigten til lidt højere vækst, men på den anden siden mærke modvind fra tendensen til højere renter. For året som helhed forventer vi et positivt investeringsafkast, hvor risikofyldte aktiver vil give højere afkast end obligationer.

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.

Eksponering 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 eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, 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 ustabilt politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, 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 renteudviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

Renterisiko

Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renteniveauet spiller en stor rolle for, hvor attraktivt det er at investere i blandt andet obligationer, samtidig med at ændringer i renteniveauet kan give kursfald/-stigninger. Når renteniveauet stiger, kan det betyde kursfald. Begrebet varighed udtrykker blandt andet kursrisikoen på de obligationer, 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 modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder samt visse lande kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/ eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

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 markedsmæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en 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 risikoindikatoren).

Af den enkelte afdelings årsrapport fremgår dens risikoklassifikation målt med risikoindikatoren fra dokumentet Central Investorinformation. Risikoen 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 Lavt afkast						Høj risiko Højt afkast

Afdelingens placering på risikoindikatoren 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 indikatoren (6 – 7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis 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 investeringsforvaltningssaftaler 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).

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. 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.

Mellemlange Obligationer

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i 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. Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 30.03.16.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 25 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Combined, 40 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable › 1Y, 10 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på -1,39 %, mens benchmark gav et afkast på 1,25 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	1,39 %	1,25 %	0,14 %
siden start	**1,39 %**	**1,25 %**	**0,14 %**

* Perioden 30.03-31.12

Markedsudvikling i 2016

Årets sidste måned var, i lighed med hele 2016, præget af centralbank-aktivitet og endnu en europæisk folkeafstemning. ECB besluttede ved årets sidste møde at trimme QE programmet fra EUR 80 mia. til EUR 60 mia. per måned gældende fra marts 2017, men samtidig blev programmet forlænget til slutningen 2017 – eller længere om nødvendigt. Fed hævede renten med 25 bps og foretog – lidt overraskende – den første opjustering af deres forventede median rente siden september 2014. De italienske vælgere stemte nej til en forfatningsændring, hvilket førte til premierminister Renzi' tilbagetræden og forøget usikkerhed om løsningen på den fornødne rekapitalisering af den italienske banksektor.

December måned endte med et mindre rentefald og reverserede dermed lidt af de foregående måneders rentestigninger, der kom i kølvandet på det amerikanske valg, forventningerne til en mere ekspansiv finanspolitik og generelle forventninger til højere inflation.

Overordnet set blev 2016 et år med yderligere rentefald, der var drevet af første halvårs markante rentefald i forbindelse med det massive opkøb fra ECB, der bragte renterne i negativt territorie selv for længere løbetider.

Både de korte danske realkreditobligationer og de konverterbare obligationer oplevede i årets sidste måned stor efterspørgsel fra både indland og udland, og de sluttede dermed med årets laveste kreditspænd.

Afdelingens udvikling i 2016

Forventningerne til afkastet var meget begrænsede ved indgangen til året. Afdelingen endte med et positivt afkast på 1,4 %, hvilket er en anelse over benchmarkafkastet. Afdelingen har over året været overvægtet i realkreditobligationer, hvorimod afdelingens renterisiko har skiftet mellem såvel overvægt som undervægt over året.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,70 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer, at det løbende afkast i 2017 vil blive meget begrænset. 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 2017.

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 2017

De største risici for danske mellemlange 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.

Mellemlange Obligationer

Note	**Resultatopgørelse (1000 kr.)**	**30.03-31.12.16**
1	Renteindtægter	7.492
2	Renteudgifter	-65
	I alt renter	**7.427**
3	Kursgevinster, og -tab, Obligationer	-6.284
	I alt kursgevinster og -tab	**-6.284**
	I alt indtægter	**1.143**
4	Administrationsomkostninger	1.532
	Årets nettoresultat	**-389**
	Udlodningsregulering	6.410
	Overført fra sidste år	0
	I alt formuebevægelser	**6.410**
	Til disposition	**6.021**
5	**Til rådighed for udlodning**	**10.994**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	10.005
	Overført til udlodning næste år	989
	Overført til formuen	**-4.972**

Note	**Balance (1000 kr.)**	**2016**
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	15.104
6	**I alt likvide midler**	**15.104**
	Noterede obligationer fra danske udstedere	1.393.045
6	**I alt obligationer**	**1.393.045**
6	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	8.893
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	32.539
	I alt andre aktiver	**41.432**
	Aktiver i alt	**1.449.582**
	PASSIVER	
7	Investorernes formue	1.449.210
	Skyldige omkostninger	369
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	3
	I alt anden gæld	**372**
	Passiver i alt	**1.449.582**
8	**Noter, hvortil der ikke henvises**	

Mellemlange Obligationer

NOTER		30.03-31.12.16
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**	
	Noterede obligationer fra danske udstedere	7.492
	I alt renteindtægter	**7.492**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**	
	Renter depotselskab	-65
	I alt renteudgifter	**-65**
3	**Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)**	
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-6.284
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	**-6.284**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-1.376
4	**Administrationsomkostninger**	
	Afdelingsdirekte	
	Administrationsvederlag	373
	Markedsføringsomkostninger	744
	Gebyrer til depotselskab	102
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	226
	Øvrige omkostninger	65
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**1.510**
	Andel af fællesomkostninger	
	Honorer til bestyrelse	12
	Revisionshonorar til revisorer	4
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	2
	Øvrige omkostninger	5
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**23**
	I alt administrationsomkostninger	**1.533**
5	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**	
	Renter	7.492
	Kursgevinst til udlodning*	-1.376
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-1.532
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	6.410
	Udlodning fra sidste år	0
	I alt til rådighed til udlodning	**10.994**
	*I 2016: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på obligationer 1.376 tkr.	
6	Finansielle instrumenter(%)	
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,96
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,04
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**
	Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk	
	*Indeholder Obligationer, tilgodehavende rente, udbytte mm	
	**Indeholder Likvide midler	

Mellemlange Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

		2016	
7	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Andele**	**værdi**
	Investorernes formue (primo)	0	0
	Emissioner i året	14.313	1.451.624
	Indløsninger i året	-20	-2.024
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		0
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		0
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-6.410
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		
	Overført til udlodning sidste år		0
	Overført til udlodning næste år		989
	Foreslået udlodning		10.005
	Overført fra resultatopgørelse		-4.974
	I alt Investorernes formue	**14.293**	**1.449.210**

8 **Noter, hvortil der ikke henvises**

5 års oversigt	**2016 ***
Netto resultat (1000 kr)	-390
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.449.210
Cirkulerende andele (stk.)	14.293.158
Indre værdi pr. andel	101,39
Udlodning pr. andel	0,70
Årets afkast i %	1,39
Årets benchmarkafkast i %	1,25
Omkostnings %	0,35
Omsætningshastighed	0,02
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	0,38

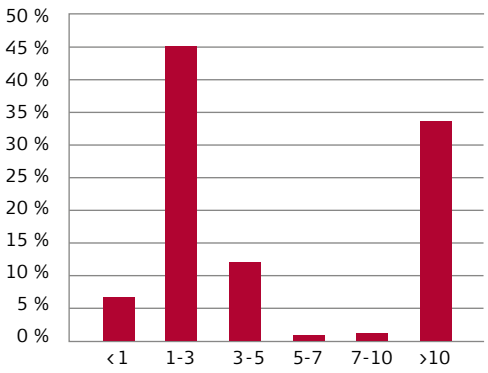
* Perioden 30.03 - 31.12.16

Afdelingens ti største beholdninger

4 % Denmark - Bullet 15/11/2019	12,87 %
1 % Realkredit Dnmrk 01/04/2020	10,28 %
2 % Nordea Kredit 01/10/2047	7,88 %
0.25 % Denmark - Bullet 15/11/2018	7,61 %
2 % Brfkredit A/S 01/04/2019	6,97 %
2.5 % Realkredit Dnmrk 01/10/2047	6,39 %
2 % Dlr Kredit A/S 01/10/2018	5,87 %
2 % Nykredit 01/04/2017	5,17 %
2 % Dlr Kredit A/S 01/10/2018	4,97 %
1.5 % Nykredit 01/10/2037	2,94 %

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 EUR+USD (Hedged to DKK), 25 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 25 % Barclays US High Yield Corp 2 % Issuer capped (Hedged to DKK).

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 8,10 %, mens benchmark gav et afkast på 7,13 %.

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 %
2016	8,10 %	7,13 %	0,97 %
siden start	**37,23 %**	**34,98 %**	**2,75 %**

* Perioden 1.10.-31.12.12.

Markedsudvikling i 2016

Kreditmarkedet var meget gunstigt i 2016 med en signifikant reduktion i kredit-risikopræmier. De lave underliggende renter betød stor efterspørgsel efter kreditobligationer med højere rente og afkastpotentiale. Herudover blev markedet også understøttet af ECBs beslutning om at opkøbe EUR virksomhedsobligationer (ex. banker) i juli samt BOEs beslutning om at følge trop med opkøb af GBP virksomhedsobligationer fra selskaber med betydning for den engelske økonomi. Selvom året bød på en række uventede negative nyheder som f.eks. Storbritanniens beslutning om at forlade den Europæiske union, en rentestigning fra den amerikanske centralbank og Donald Trumps sejr ved det amerikanske præsidentvalg, ændrede det ikke væsentligt på investorernes risikoappetit, og der sås kun en kortvarig forhøjelse af risikopræmierne. I High Yield segmentet var det især olieprisen, som var udslagsgivende for energisektoren, og OPEC's aftale om at reducere olieproduktionen var meget positivt for afkastet. Markedsafkastet for Investment Grade, High Yield og Emerging Markets udgjorde i 2016 henholdsvis 10,8 %, 12,9 % og 18,4 %. Valutaafdækningen af dollaren trak afkastet den anden vej, og samlet set resulterede det i et afkast på 8,1 % efter omkostninger for afdelingen.

Afdelingens udvikling i 2016

Afdelingen leverede i 2016 et solidt afkast på 8,1 % efter omkostninger sammenlignet med et benchmarkafkast på 7,1 %. Afkastet var i overensstemmelse med den forventede udvikling ved årets start, omend i den høje ende af spektret. På trods af generel positiv stemning i markedet, var der en del negative overraskelse, som øgede volatiliteten i løbet af året blandt andet Brexit og præsidentvalget i USA.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,80 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Den Europæiske Centralbanks beslutning om at forlænge sit obligationsopkøb til slutningen af 2017 forventes at supportere markedet. Vi forventer et positivt étcifret afkast, som primært stammer fra kuponrenter.

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 vil dog være 85-100% afdækket i forhold til danske kroner eller Euro.

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 2017

De største risici for kreditobligationer forventes at være en generel afmatning af global økonomisk vækst, som kan udløse en række kreditbegivenheder og fastfrysning af kapitalmarkedet. Herudover kan der være negative konsekvenser af aftrapningen af centralbankernes kvantitative lempelser.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Kreditobligationer

Note	**Resultatopgørelse (1000 kr.)**	**2016**	**2015**
1	Renteindtægter	24.333	20.093
2	Renteudgifter	-25	-13
	I alt renter	**24.308**	**20.080**
3	Kursgevinster, og -tab, Obligationer	37.406	9.946
4	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	58	0
5	Kursgevinster, og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-19.746	0
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	-2.670	705
	I alt kursgevinster og -tab	**15.048**	**10.651**
	Andre indtægter	**32**	0
	I alt indtægter	**39.388**	**30.730**
6	Administrationsomkostninger	3.446	3.135
	Resultat før skat	**35.942**	**27.596**
7	Skat	0	-8
	Årets nettoresultat	**35.942**	**27.603**
	Udlodningsregulering	5.756	819
	Overført fra sidste år	80	294
	I alt formuebevægelser	**5.836**	**1.113**
	Til disposition	**41.778**	**28.716**
8	**Til rådighed for udlodning**	**4.887**	**26.003**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	4.350	25.923
	Overført til udlodning næste år	537	80
	Overført til formuen	**36.891**	**2.713**

Note	**Balance (1000 kr.)**	**2016**	**2015**
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	21.238	16.880
9	**I alt likvide midler**	**21.238**	**16.880**
	Noterede obligationer fra danske udstedere	11.124	17.052
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	581.559	333.822
	Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere	291	0
9	**I alt obligationer**	**592.974**	**350.874**
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	4.836	0
	I alt afledte finansielle instrumenter	**4.836**	0
9	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	7.941	5.036
	Andre tilgodehavender	0	0
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2.219	0
	Aktuelle skatteaktiver	4	0
	I alt andre aktiver	**10.164**	**5.036**
	Aktiver i alt	**629.212**	**372.791**
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	628.773	372.260
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	6	0
	I alt afledte finansielle instrumenter	**6**	0
	Skyldige omkostninger	430	530
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4	0
	I alt anden gæld	**434**	**530**
	Passiver i alt	**629.212**	**372.791**

11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

Kreditobligationer

NOTER

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	14	0
	Noterede obligationer fra danske udstedere	529	758
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	23.791	19.335
	I alt renteindtægter	**24.334**	**20.093**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renter depotselskab	-25	-13
	I alt renteudgifter	**-25**	-13
3	**Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)**		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	471	-103
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	36.682	10.048
	Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere	253	
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	**37.406**	**9.946**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	5.293	7.181
4	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	58	0
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**58**	0
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	90	
5	**Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter (1000 kr.)**		
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	-19.746	0
	I alt kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	**-19.746**	0
6	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	431	328
	Markedsføringsomkostninger	1.500	1.350
	Gebyrer til depotselskab	89	100
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	1.335	1.263
	Øvrige omkostninger	56	-10
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**3.411**	**3.031**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	35	50
	Revisionshonorar til revisorer	5	20
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	7	8
	Øvrige omkostninger	-12	26
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**35**	**104**
	I alt administrationsomkostninger	**3.446**	**3.135**
7	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	0	-8
	I alt skat	0	-8
8	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter	24.333	19.787
	Kursgevinst til udlodning*	-21.836	8.286
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-3.446	-3.183
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	5.756	819
	Udlodning fra sidste år	80	294
	I alt til rådighed til udlodning	**4.887**	**26.003**

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

*I 2016: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 27.218 tkr., oblgationsgevinst på 5.293 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 90 tkr.

Kreditobligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

9	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	96,60	95,47
	Øvrige finansielle instrumenter**	3,40	4,53
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Obligationer, tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016		2015	
10	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	3.240	372.260	3.179	354.091
	Emissioner i året	2.197	247.287	565	66.539
	Indløsninger i året	0	0	-504	-57.880
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		108		-237
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		0		0
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-5.756		-819
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-26.823		-17.856
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		0		0
	Overført til udlodning sidste år		-80		-294
	Overført til udlodning næste år		537		80
	Foreslået udlodning		4.350		25.923
	Overført fra resultatopgørelse		36.890		2.713
	I alt Investorernes formue	**5.437**	**628.773**	**3.240**	**372.260**

11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014**	**2013**	**2012***
Netto resultat (1000 kr)	35.941	27.603	49.749	-6.381	2.111
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	628.773	372.260	354.091	221.691	225.176
Cirkulerende andele (stk.)	5.437.158	3.240.321	3.179.236	2.275.034	2.219.552
Indre værdi pr. andel	115,64	114,88	111,38	97,45	101,45
Udlodning pr. andel	0,80	8,00	5,50	4,30	1,25
Årets afkast i %	8,10	7,84	19,35	-2,78	1,45
Årets benchmarkafkast i %	7,13	8,96	18,53	-3,30	0,50
Omkostnings %	0,73	0,86	0,88	0,92	0,27
Omsætningshastighed	0,28	0,19	0,12	0,22	0,03
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,35	0,44	-	-	-
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,90	0,94	-	-	-
ÅOP (helårsperiodiseret 2012)	0,89	1,14	1,16	1,21	1,36

*Perioden 01.10.-31.12.12

Kreditobligationer

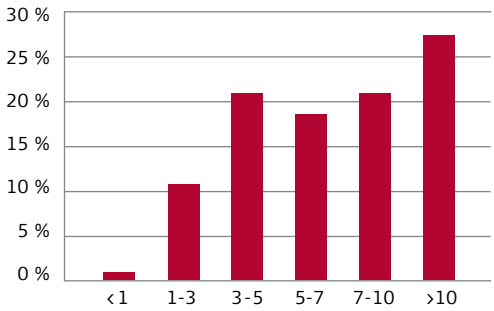
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

9.4 % Dow Chemical Co 15/05/2039	2,02 %
3.65 % Anheuser-Busch 01/02/2026	1,81 %
8.35 % Diamond 1 Fin/Di 15/07/2046	1,51 %
6.45 % Lucent Tech 15/03/2029	1,49 %
8.1 % Diamond 1 Fin/Di 15/07/2036	1,46 %
6.484 % Charter Comm Opt 23/10/2045	1,37 %
6.625 % Nokia Oyj 15/05/2039	1,25 %
2.625 % Teollisuuden Voi 13/01/2023	1,25 %
1.625 % Arion Banki Hf 01/12/2021	1,24 %
1.5 % Citigroup Inc 26/10/2028	1,20 %

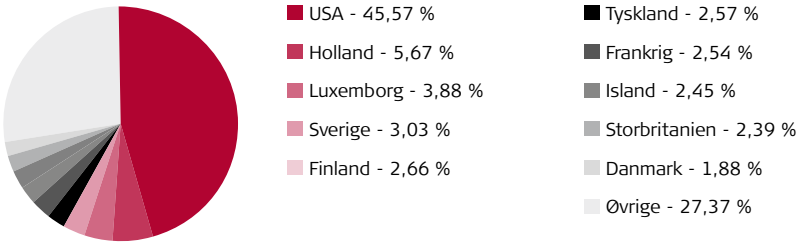
Formuefordeling (%)

Løbetid



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Udenlandske Obligationer

Afdelingen investerer minimum 80 % af formuen i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer. Afdelingen investerer endvidere i udenlandske covered bonds og mortgage backed securities. Investeringsfilosofien bag afdelingen bygger på aktiv forvaltning med fokus på allokeringen dels imellem statsobligationer i de tre store vestlige valutaer og dels indenfor Eurozonen imellem de enkelte udstedende lande, inden for en samlet varighedsramme på op til 2 år fra det angivne benchmark. Afdelingen afdækker 85 – 100 % af sin samlede valutaeksponering mod andre valutaer end danske kroner og/eller euro, men kan i perioder kun være delvist afdækket.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 26.10.16.

Benchmark

Afdelingens benchmark er 46 % Barclays Capital Euro Treasury Index (Hedged to DKK), 46 % Barclays Capital US Treasury Index (Hedged to DKK), 8 % Barclays Capital Sterling Gilt Index (Hedged to DKK).

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på -2,99 %, mens benchmark gav et afkast på -2,73 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016	-2,99 %	-2,73 %	-0,26 %
siden start	**-2,99 %**	**-2,73 %**	**-0,26 %**

* Perioden 26.10.-31.12.

Markedsudvikling i 2016

2016 var i høj grad præget af centralbankernes pengepolitik og store politiske begivenheder. ECB besluttede ved årets sidste møde at trimme QE programmet fra EUR 80 mia. til EUR 60 mia. per måned gældende fra marts 2017, men samtidig forlænge programmet til slutningen af 2017 – eller længere hvis nødvendigt. Fed endte i december med endelig at levere den længe ventede renteforhøjelse nummer to, siden de i december 2015 hævede renten første gang. Samtidig med den seneste renteforhøjelse foretog Fed – lidt overraskende – den første opjustering af deres forventede median rente siden september 2014.

December måned endte med et mindre rentefald og reverserede dermed lidt af de foregående måneders rentestigninger, der kom i kølvandet på det amerikanske valg, forventningerne til en mere ekspansiv finanspolitik og generelle forventninger til højere inflation. Den 10-årige amerikanske statsrente endte dog året med en samlet stigning på ca. 20 basispunkter.

Også i december stemte de italienske vælgere nej til en forfatningsændring, hvilket førte til premierminister Renzis tilbagetrædelse og forøget usikkerhed om løsningen på den nødvendige rekapitalisering af den italienske banksektor.

Foruden amerikanernes valg af Trump kom også Brexit bag på de finansielle markeder, og politisk risiko syntes generelt undervurderet i 2016. Rentemarkedet i euro-landene reverserede overraskende hurtigt de spændudvidelser, der kom på ryggen af Brexit. Som resultat af et svagere pund og højere inflationsforventninger, er de britiske renter dog steget markant siden Brexit. I Eurozonen blev 2016 et år med yderligere rentefald, som var drevet af første halvårs massive opkøb fra ECB, der bragte renterne i negativt territorie selv for længere løbetider.

Afdelingens udvikling i 2016

Afdelingen har siden lanceringen 21. oktober 2016 generelt ligget neutralt i forhold til renterisiko.
En overvægt til periferi-landene i Eurozonen har bidraget positivt til performance, imens den seneste overvægt til korte amerikanske obligationer har trukket relativ performance ned. Afdelingen fik overordnet en svær start med kraftige rentestigninger

i både november og december, og afdelingen har således leveret et afkast på -3,0 % efter omkostninger siden lanceringen, hvilket er lavere end forventet og lavere end benchmarkafkastet på -2,7 %.

Udbytte

Afdelingen udlodder ikke udbytte for 2016.

Forventninger til 2017

Ligesom det forgange år bliver 2017 i høj grad et år præget af politik og centralbanker. I Europa skal både Holland, Frankrig og Tyskland til stemmeurnerne og vælge en ny regering. I USA indsættes Trump som præsident, hvor det bliver interessant at følge hans proklamerede infrastrukturinvesteringer, skattereformer og ikke mindst hans udenrigspolitik. Alt i alt forventes det, at 2017 bliver endnu et udfordrende år for europæiske og amerikanske statsobligationer.

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

Rentemarkederne, inklusiv 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.
Det skal bemærkes, at kursudsvingene på obligationsmarkederne typisk er mindre end på aktiemarkedet og ikke nødvendigvis er samtidige.

Kreditrisiko

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

Hertil kommer specifikke forhold hos udstederne, herunder evnen til at indfri forpligtelserne.

Landerisiko

Afdelingen investerer blandt andet i udenlandske obligationer. Kursudviklingen på det internationale obligationsmarked har dermed en betydning for afdelingens værdiudvikling. Såvel nationale som internationale 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.

Valutakursrisiko

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

Afdelingen søger som udgangspunkt at afdække valutarisikoen helt i forhold til DKK og/eller EUR, men kan i perioder kun være delvist afdækket.

Særlige Risici for 2017

Den største risiko for statsobligationer i Eurozonen og USA forventes at være en aftrapning af den nuværende lempelige pengepolitik forårsaget af bedre end ventet inflation.

I USA udgør større finanspolitiske tiltag ligeledes en risiko for amerikanske statsobligationer, da disse vil resultere i et større udbud af statsobligationer.

Risici er også nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

Udenlandske Obligationer

Note	**Resultatopgørelse (1000 kr.)**	**26.10-31.12.16**
1	Renteindtægter	380
2	Renteudgifter	-5
	I alt renter	**375**
3	Kursgevinster, og -tab, Obligationer	-1.455
4	Kursgevinster, og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-1.918
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	57
	I alt kursgevinster og -tab	**-3.316**
	I alt indtægter	**-2.941**
5	Administrationsomkostninger	163
	Årets nettoresultat	**-3.104**
	Udlodningsregulering	0
	Overført fra sidste år	0
	I alt formuebevægelser	0
	Til disposition	**-3.104**
6	**Til rådighed for udlodning**	**-1.416**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0
	Overført til udlodning næste år	-1.416
	Overført til formuen	**-1.688**

Udenlandske Obligationer

Note	Balance (1000 kr.)	2016
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	408
7	**I alt likvide midler**	**408**
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	96.823
7	**I alt obligationer**	**96.823**
7	Tilgodehavende renter, udbytte mm.	778
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	24
	I alt andre aktiver	**802**
	Aktiver i alt	**98.033**
	PASSIVER	
8	Investorernes formue	97.522
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	478
	I alt afledte finansielle instrumenter	**478**
	Skyldige omkostninger	32
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1
	I alt anden gæld	**33**
	Passiver i alt	**98.033**
9	**Noter, hvortil der ikke henvises**	

NOTER

		26.10-31.12.16
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**	
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	380
	I alt renteindtægter	**380**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**	
	Renter depotselskab	-5
	I alt renteudgifter	**-5**
3	**Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)**	
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	-1.455
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	**-1.455**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	-404
4	**Kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter (1000 kr.)**	
	Unoterede afledte finansielle instrumenter	-1.918
	I alt kursgevinster og -tab, Afledte finansielle instrumenter	**-1.918**
5	**Administrationsomkostninger**	
	Afdelingsdirekte	
	Administrationsvederlag	17
	Markedsføringsomkostninger	58
	Gebyrer til depotselskab	5
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	45
	Øvrige omkostninger	35
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**160**
	Andel af fællesomkostninger	
	Honorer til bestyrelse	2
	Revisionshonorar til revisorer	1
	Andre omk. i forbindelse med formuepleje	0
	Øvrige omkostninger	1
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**4**
	I alt administrationsomkostninger	**164**

Udenlandske Obligationer

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**	
	Renter	380
	Kursgevinst til udlodning*	-1.796
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	0
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	0
	Udlodning fra sidste år	0
	I alt til rådighed til udlodning	**-1.416**

*I 2016: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 1.392 tkr., og et oblgationstab på 404 tkr.

7	**Finansielle instrumenter(%)**	
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,58
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,42
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Obligationer, tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016	
8	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	0	0
	Emissioner i året	1.005	100.877
	Indløsninger i året	0	0
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-251
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		0
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		0
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0
	Ændring i udbetalt udlodning pga. emis./indl.		
	Overført til udlodning sidste år		0
	Overført til udlodning næste år		-1416
	Foreslået udlodning		0
	Overført fra resultatopgørelse		-1.525
	Administrationsomkostninger ej fremførbare		-163
	I alt Investorernes formue	**1.005**	**97.522**

9	**Noter, hvortil der ikke henvises**	
	5 års oversigt	**2016 ***
	Netto resultat (1000 kr)	-3.104
	Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	97.522
	Cirkulerende andele (stk.)	1.005.300
	Indre værdi pr. andel	97,01
	Udlodning pr. andel	-
	Årets afkast i %	-2,99
	Årets benchmarkafkast i %	-2,73
	Omkostnings %	0,77
	Omsætningshastighed	0,08
	Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-
	Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	
	ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	0,79

*Perioden 26.10.-31.12.16

Udenlandske Obligationer

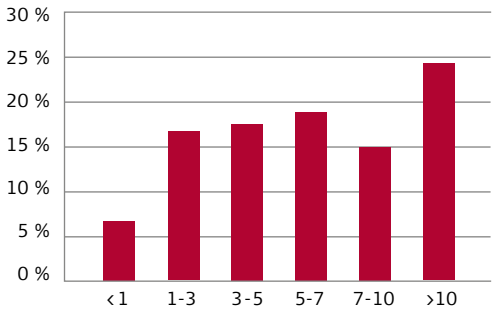
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

1.375 % Us Treasury N/B 30/09/2018	8,73 %
1.625 % Us Treasury N/B 31/07/2020	6,54 %
0.75 % Us Treasury N/B 31/12/2017	6,51 %
1.25 % Us Treasury N/B 31/10/2021	5,61 %
2.25 % France O.A.T. 25/10/2022	4,78 %
2.375 % Us Treasury N/B 15/08/2024	4,76 %
4.25 % Uk Tsy Gilt 07/09/2039	4,44 %
1.875 % Us Treasury N/B 31/08/2022	4,31 %
6.25 % Us Treasury N/B 15/08/2023	4,14 %
1.5 % Deutschland Rep 15/02/2023	3,86 %

Formuefordeling (%)

Løbetid



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 Lavt afkast						Høj risiko Højt afkast

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 3,95 %, mens benchmark gav et afkast på 3,22 %.

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 %
2016	3,95 %	3,22 %	0,73 %
siden start	**129,95 %**	**118,29 %**	**11,66 %**

* Perioden 1.10.-31.12.12.

Markedsudvikling i 2016

Afkastet på det danske aktiemarked var væsentligt lavere end de foregående år efter finanskrisen, og de globale aktiemarkeder gav i 2016 således et bedre afkast end danske aktier. Afkastet på det danske aktiemarked var meget påvirket af kursfald på enkelte større aktier. Blandt de større aktier faldt Novo Nordisk og Novozymes med henholdsvis 35 % og 25 %. Blandt de større aktier med positivt afkast finder vi Mærsk med 30 % og Genmab med 28 %.

Afdelingens udvikling i 2016

Afdelingen leverede et afkast på 4,0 % og afkastet er inden for rammen af det afkast der var forventet ved indgangen til 2016

Afkastet for 2016 var 0,7 %-point bedre end det opstillede benchmark. Merafkastet blev blandt andet positivt påvirket af Jyske Bank, hvor afdelingen var undervægtet i starten af året og overvægtet senere i 2016. Øvrige positive bidragsydere var Schouw & Co, hvor afdelingen var overvægtet, samt Novozymes hvor afdelingen var undervægtet. På den anden side blev merafkastet negativt påvirket af en undervægt i Københavns Lufthavne og Lundbeck, samt en undervægt i Danske Bank.

Jyske Bank aktien var presset af de faldende renter i 1. halvår af 2016. De meget lave renter gør det sværere for bankerne at tjene penge, men det vendte over sommeren 2016, hvor renterne begyndte at stige igen, og aktien steg derfor fra bunden i sommeren.

Udviklingen i Schouw & Co. aktien var flad i 1. halvår, men en opjustering ved halvårsregnskabet fik aktien til at stige, så den endte 2016 med et afkast på 40 %. Tre ud af seks divisioner klarede sig bedre end ventet bl.a. Biomar, der er verdens tredjestørste producent af kvalitetsfoder til industrialiseret fiskeopdræt.

Novozymes aktien var undervægtet i årets løb. De fleste af Novozymes divisioner har været i modvind, hvilket har givet nogle dårligere end ventet kvartalsregnskaber.

Rammer for afdelingens udøvelse af aktiv forvaltning

Afdelingen slutter året med en active share på under 30 % og en tracking error på 2,4 %, hvilket

er forholdsvis lavt for en afdeling, der følger en aktiv investeringsstrategi med vægt på valg af enkeltaktier. 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 positivt merafkast i forhold til benchmark.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 12,90 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer, at det danske aktiemarked vil stige 0–10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav, men positiv, vækst i den globale økonomi. Hvis de stigende renter fortsætter, kan det give lidt modvind på aktiemarkedet. 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, 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 aktie, kan nettoværdien af afdelingens

formue variere kraftigt som følge af specifikke forhold i de selskaber, som afdelingen har investeret i.

Særlige risici i 2017

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.)	2016	2015
1	Renteindtægter	0	0
2	Renteudgifter	-16	-10
3	Udbytter	5.186	5.527
	I alt udbytter og renter	**5.170**	**5.516**
4	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	5.767	57.306
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	-2	7
	Kursgevinster, og -tab, Øvrige	0	0
5	Handelsomkostninger	187	216
	I alt kursgevinster og -tab	**5.578**	**57.098**
	I alt indtægter	**10.748**	**62.614**
6	Administrationsomkostninger	2.347	1.697
	Resultat før skat	**8.401**	**60.917**
7	Skat	58	41
	Årets nettoresultat	**8.343**	**60.876**
	Udlodningsregulering	-942	6.225
	Overført fra sidste år	107	61
	I alt formuebevægelser	**-835**	**6.285**
	Til disposition	**7.508**	**67.161**
8	**Til rådighed for udlodning**	**20.393**	**46.274**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	20.334	46.167
	Overført til udlodning næste år	59	107
	Overført til formuen	**-12.885**	**20.888**

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	3.259	366
9	**I alt likvide midler**	**3.259**	**366**
	Noterede aktier fra danske selskaber	222.313	229.780
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	8.432	8.834
9	**I alt kapitalandele**	**230.745**	**238.613**
	Andre tilgodehavender	0	0
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	0	2
	Aktuelle skatteaktiver	14	13
	I alt andre aktiver	**14**	**15**
	Aktiver i alt	**234.018**	**238.995**
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	233.783	238.777
	Skyldige omkostninger	233	218
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2	-
	I alt anden gæld	**235**	**218**
	Passiver i alt	**234.018**	**238.995**

11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

Danske Aktier

Note **NOTER**

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	0	0
	I alt renteindtægter	0	**0**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renterudgifter depotselskab	-16	-10
	I alt renteudgifter	**-16**	**-10**
3	**Udbytter (1000 kr)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	4.805	5.260
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	382	267
	I alt udbytter	**5.186**	**5.527**
4	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	5.017	55.989
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	750	1.317
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**5.767**	**57.306**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	18.447	36.201
5	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	242	275
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-55	-59
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**187**	**216**
6	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	205	178
	Markedsføringsomkostninger	1.195	693
	Gebyrer til depotselskab	80	69
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	774	653
	Øvrige omkostninger	75	53
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**2.329**	**1.646**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	19	25
	Revisionshonorar til revisorer	1	10
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	4	4
	Øvrige omkostninger	-6	13
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**18**	**52**
	I alt administrationsomkostninger	**2.347**	**1.697**
7	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	58	41
	I alt skat	**58**	**41**

Danske Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

8	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	5.186	5.527
	Ikke refunderbar udbytteskat	-58	-41
	Kursgevinst til udlodning*	18.447	36.200
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-2.347	-1.697
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-942	6.225
	Anvendt fremført aktietab	0	0
	Udlodning overført fra sidste år	107	61
	I alt til rådighed til udlodning	**20.393**	**46.274**

*I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 1 tkr. Og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 36.201 tkr.

*I 2016: Udgør en skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 0 tkr. Og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 18.447 tkr.

9	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,61	99,85
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,39	0,15
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016		2015	
10	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	1.338	238.777	1.144	167.936
	Emissioner i året	346	49.425	295	50.862
	Indløsninger i året	-108	-15.242	-101	-16.885
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-50		-105
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-55		-59
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		942		-6.225
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-47.415		-23.848
	Overført til udlodning sidste år		-107		-61
	Overført til udlodning næste år		59		107
	Foreslået udlodning		20.334		46.167
	Overført fra resultatopgørelse		-12.885		20.888
	I alt Investorernes formue	**1.576**	**233.783**	**1.338**	**238.777**

11	**Noter, hvortil der ikke henvises**					
	5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014**	**2013**	**2012***
	Netto resultat (1000 kr)	8.343	60.876	27.715	42.796	303
	Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	233.783	238.777	167.936	159.189	116.392
	Cirkulerende andele (stk.)	1.576.256	1.338.179	1.144.091	1.157.361	1.157.361
	Indre værdi pr. andel	148,32	178,43	146,79	137,54	100,57
	Udlodning pr. andel	12,90	34,50	20,70	14,70	-
	Årets afkast i %	3,95	36,37	17,94	36,76	0,57
	Årets benchmarkafkast i %	3,22	30,83	17,21	38,30	-0,29
	Omkostnings %	1,12	0,85	0,87	0,90	0,28
	Omsætningshastighed	0,45	0,62	0,66	1,10	0,26
	Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,59	1,34	-	-	-
	Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,41	2,47	-	-	-
	Active Share %	27,84	23,30	18,25	22,28	-
	ÅOP (helårsperiodiseret 2012)	1,25	1,20	1,22	1,28	1,39
	*Perioden 01.10.-31.12.12					
	Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)	-	-	-	-	382

Danske Aktier

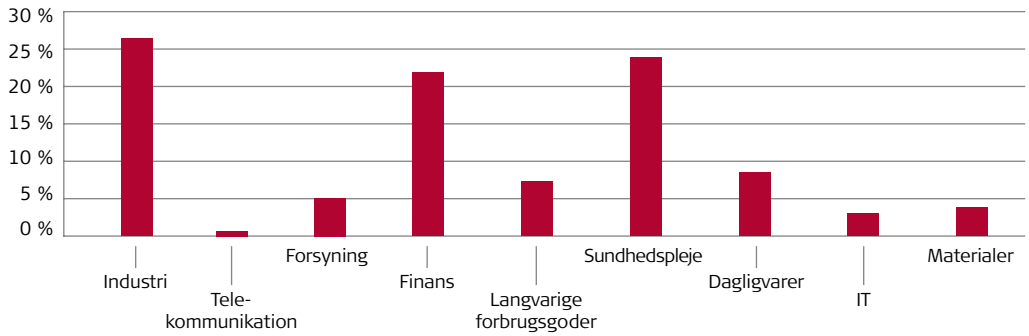
Note **NOTER (Fortsat)**

Afdelingens ti største beholdninger

Pandora A/S	8,78 %
Novo Nordisk A/S-B	8,59 %
Vestas Wind Systems A/S	8,15 %
Danske Bank A/S	7,77 %
AP Møller-Mærsk A/S-A	5,23 %
Dong Energy A/S	4,87 %
Coloplast-B	4,86 %
DSV A/S	4,81 %
Genmab A/S	4,40 %
Carlsberg As-B	3,82 %

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 balanceret 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 Lavt afkast						Høj risiko Højt afkast

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 5,39 %, mens benchmark gav et afkast på 10,32 %.

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 %
2016	5,39 %	10,32 %	-4,93 %
siden start	**84,98 %**	**76,17 %**	**8,81 %**

* Perioden 1.10.-31.12.12.

Markedsudvikling i 2016

Historien om det globale aktiemarked i 2016, er historien om to halvår med vidt forskellige trends. Gennem første halvår af 2016 og frem til Brexit-afstemningen søgte investorerne mod de defensive, men også dyre højkvalitetsaktier, mens de cykliske aktier herunder bankaktier blev solgt fra. Med Brexit-afstemningen i ryggen vendte aktiemarkedet 180 grader i andet halvår, og interessen vendte sig mod de cykliske aktier, mens de defensive og dyre aktier blev solgt fra.

For året betød det, at sektorerne Energi, Råvarer og Industri klarede sig bedst, mens Sundhed og Stabile Forbrugsvare klarede sig dårligst. Samlet set endte det globale aktiemarked et volatilt 2016 med en stigning på 10,3 % repræsenteret ved afdelingens benchmark MSCI World, DKK.

Afdelingens udvikling i 2016

Afdelingen opnåede i 2016 et afkast på 5,4 %, hvilket ligger på linje med det forventede afkast på 5-10 % over længere sigt. Det er dog lavere end afkastet på dets sammenlignelige benchmark, MSCI World, der steg med 10,3 % i 2016.

Porteføljens underperformance for året i forhold til dets benchmark skyldes særligt den regionale eksponering med overvægt i Europa. Trods en god afslutning har de europæiske aktier klaret sig markant ringere end de amerikanske aktier, og også noget ringere end japanske aktier.

Også manglende eksponering til de meget cykliske industri-, energi- og råvareselskaber, der alle drog nytte af forbedrede makroøkonomiske nøgletal og den følgende rotation væk fra de defensive selskaber, har bidraget negativt. Overordnet set har porteføljen været positioneret til at drage nytte af sektorrotationen med en overvægt i bankaktier og en undervægt indenfor de stabile, men dyre forbrugsaktier samt forsyning og ejendomme. Positioneringen har dog ikke været tilstrækkelig til at opveje stigningerne i de føromtalte højbeta-aktier.

Porteføljens eksponering til den farmaceutiske sektor, der traditionelt værdsættes for sine defensive kvaliteter, har været en skuffelse gennem 2016. Novo Nordisk faldt med 35 % grundet intensiveret

konkurrence og dermed prispres i USA, og Allergan faldt med 32 % grundet faldende forventninger til selskabets indtjening gennem året. Faldene skal dog ses i lyset af, at sundhedssektoren var den ringeste sektor målt på afkast gennem 2016. Udfordrende er særligt det amerikanske marked, der gennem årtier har været særdeles gunstig for industrien. Prisniveauet her har dog nået et niveau, hvor det dårligt nok kan blive højere, og med knappe ressourcer hos betalerne vil presset for lavere priser være markant stigende fremadrettet. Det er ikke vores forventning, at presset på den pharmaceutiske sektor, herunder Novo Nordisk, vil aftage væsentligt i 2017.

Største positive bidragsydere i 2016 var bioteknselskabet Medivation, industriselskabet Ingersoll-Rand samt JP Morgan, mens medicinalselskaberne Allergan og Novo Nordisk samt Norwegian Cruise Line bidrog mest negativt.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 3,40 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav 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 aktiemarkederne 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 2017

Afdelingen vil være følsom overfor en markant ændring af det nuværende renteniveau i opad-

gående 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.)**	**2016**	**2015**
1	Renteindtægter	4	12
2	Renteudgifter	-57	-32
3	Udbytter	11.934	8.272
	I alt udbytter og renter	**11.881**	**8.252**
4	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	39.832	63.806
	Kursgevinster, og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-17	0
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	672	3.080
	Kursgevinster, og -tab, Øvrige	0	0
5	Handelsomkostninger	378	397
	I alt kursgevinster og -tab	**40.109**	**66.489**
	I alt indtægter	**51.990**	**74.741**
6	Administrationsomkostninger	7.150	4.747
	Resultat før skat	**44.840**	**69.993**
7	Skat	1.234	775
	Årets nettoresultat	**43.606**	**69.218**
	Udlodningsregulering	605	25.161
	Overført fra sidste år	129	15
	I alt formuebevægelser	**734**	**25.176**
	Til disposition	**44.340**	**94.394**
8	**Til rådighed for udlodning**	**18.406**	**76.130**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	17.958	76.001
	Overført til udlodning næste år	448	129
	Overført til formuen	**25.934**	**18.264**

Globale Aktier

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	14.239	206
9	**I alt likvide midler**	**14.239**	**206**
	Noterede aktier fra danske selskaber	34.608	23.766
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	681.808	624.451
9	**I alt kapitalandele**	**716.416**	**648.217**
	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	0	0
	Andre tilgodehavender	0	0
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.993	524
	Aktuelle skatteaktiver	535	223
	I alt andre aktiver	**2.528**	**746**
	Aktiver i alt	**733.184**	**649.169**
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	732.318	648.207
	Skyldige omkostninger	862	963
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4	-1
	I alt anden gæld	**866**	**962**
	Passiver i alt	**733.184**	**649.169**
11	**Noter, hvortil der ikke henvises**		

NOTER

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	4	12
	I alt renteindtægter	**4**	**12**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renterudgifter depotselskab	-57	-32
	I alt renteudgifter	**-57**	**-32**
3	**Udbytter (1000 kr)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	667	209
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.267	8.063
	I alt udbytter	**11.934**	**8.272**
4	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-1.360	10.632
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	41.192	53.174
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**39.832**	**63.806**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	13.436	45.078
5	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	786	791
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-409	-394
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**377**	**397**

Globale Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	595	432
	Markedsføringsomkostninger	3.568	2.114
	Gebyrer til depotselskab	324	230
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	2.473	1.789
	Øvrige omkostninger	106	69
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**7.066**	**4.635**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	55	54
	Revisionshonorar til revisorer	20	22
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	9	9
	Øvrige omkostninger	0	28
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**84**	**113**
	I alt administrationsomkostninger	**7.150**	**4.747**

7	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	1.234	775
	I alt skat	**1.234**	**775**

8	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	11.938	8.273
	Ikke refunderbar udbytteskat	-1.234	-922
	Kursgevinst til udlodning*	14.118	48.197
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-7.150	-4.594
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	605	25.161
	Anvendt fremført aktietab	0	0
	Udlodning overført fra sidste år	129	15
	I alt til rådighed til udlodning	**18.406**	**76.130**

*I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 3.120 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 45.078 tk

*I 2016: Udgør en skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 682 tkr. Og en realiseret kursgevinst på kapitalandele, 13.436 tkr

9	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	98,06	99,97
	Øvrige finansielle instrumenter**	1,94	0,03
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016		2015	
10	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	4.318	648.207	2.276	323.014
	Emissioner i året	2.168	278.416	2.702	403.491
	Indløsninger i året	-1.205	-153.480	-659	-99.568
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		214		-1.978
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-409		-394
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-605		-25.161
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-84.236		-45.576
	Overført til udlodning sidste år		-129		-15
	Overført til udlodning næste år		448		129
	Foreslået udlodning		17.958		76.001
	Overført fra resultatopgørelse		25.935		18.264
	I alt Investorernes formue	**5.282**	**732.318**	**4.318**	**648.207**

Globale Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

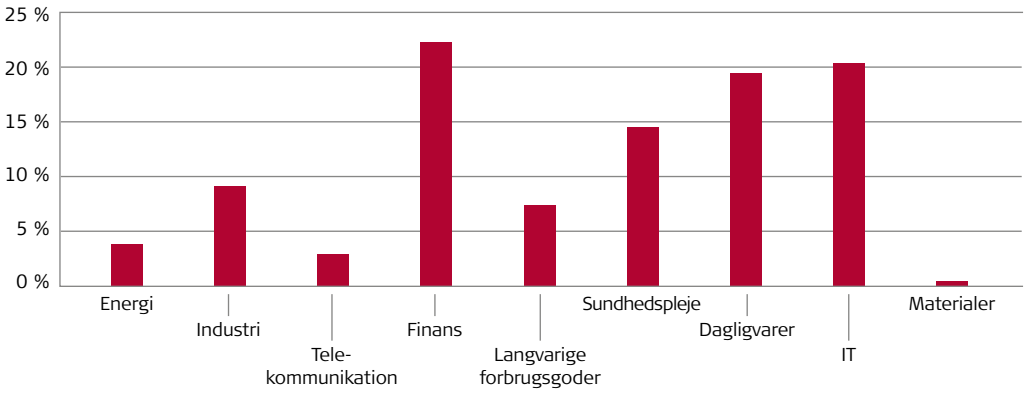
5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014**	**2013**	**2012***
Netto resultat (1000 kr)	43.607	69.218	39.019	31.322	84
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	732.318	648.207	323.014	155.768	121.697
Cirkulerende andele (stk.)	5.281.907	4.318.226	2.275.647	1.238.233	1.213.233
Indre værdi pr. andel	138,65	150,11	141,94	125,80	100,31
Udlodning pr. andel	3,40	17,60	17,40	6,10	-
Årets afkast i %	5,39	17,74	18,50	25,41	0,31
Årets benchmarkafkast i %	10,32	10,66	19,27	21,19	-0,17
Omkostnings %	1,14	0,97	0,99	1,07	0,32
Omsætningshastighed	0,29	0,52	0,85	0,55	0,09
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,55	0,92	-	-	-
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	4,20	3,33	-	-	-
Active Share %	86,16	83,14	82,97	66,47	-
ÅOP (helårsperiodiseret 2012)	1,25	1,30	1,40	1,42	1,53
*Perioden 01.10.-31.12.12					
Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)	-	-	-	-	704

Afdelingens ti største beholdninger

Alphabet Inc-Cl C	4,10 %
Ally Financial Inc	4,05 %
Allergan Plc	3,85 %
Synchrony Financial	3,63 %
Sabre Corp	3,50 %
Koninklijke Philips Nv	3,48 %
Pandora A/S	3,44 %
Conocophillips	3,24 %
Apple Inc	3,04 %
S&P Global Inc	3,03 %

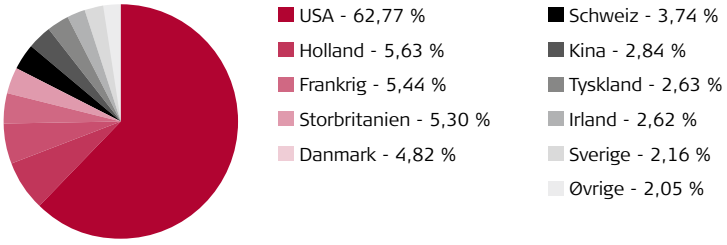
Formuefordeling (%)

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 Lavt afkast						Høj risiko Højt afkast

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på - 0,62 %, mens benchmark gav et afkast på 2,20 %.

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 %
2016	-0,62 %	2,20 %	-2,83 %
siden start	**43,50 %**	**40,58 %**	**2,91 %**

* Perioden 20.12.-31.12.12.

Markedsudvikling i 2016

De europæiske aktiemarkeder sluttede året i et lille plus, med et afkast på 2,2 % for hele 2016.

Aktiemarkederne i Europa havde modvind det meste af 2016, hvor fokus var på den meget lave økonomiske vækst, selskabernes manglende indtjeningsvækst og politiske begivenheder. Afkastmæssigt var Europa således det dårligste marked blandt de store markeder målt i danske kroner i 2016, hvor amerikanske aktier steg med 14,5 %, japanske aktier 5,1 % og globale aktier under et med 10,3 %.

I første halvår gav de europæiske aktiemarkeder et negativt afkast, hvor det især var bankaktierne der var presset af den lave rente og deraf følgende pres på rentemarginalen. Desuden gav resultatet fra den britiske EU afstemning, der endte med et Brexit, yderligere usikkerhed og kursfald på markedet initialt.

Andet halvår bød på stigende aktiemarkeder drevet af stigende renter i takt med, at de økonomiske nøgletal i USA viste forbedringer, og valget af Trump forstærkede denne effekt. Konsekvensen af dette var en markant sektor rotation fra juli og frem, hvor de konjunkturfølsomme sektorer outperformede de defensive sektorer, og aktiemarkederne steg generelt mere end 10 % i perioden.

Afdelingens udvikling i 2016

Afdelingens afkast var -0,6 %, hvilket skal ses i forhold til et forventet niveau på 5-10 % ved årets start. Afkastet lå 2,8 %-point under benchmarkafkastet.

Højt Udbytte aktierne var generelt en smule under pres i andet halvår, hvor der var en søgning væk fra stabilitet og kvalitet over mod mere konjunkturfølsomme selskaber, hvilket også påvirkede afdelingens relative afkast.

På sektorniveau kom de største positive bidrag til årets merafkast fra afdelingens eksponering til

Finans- og IT aktier, hvorimod afdelingens eksponering til Telekommunikation og især den manglende eksponering til råvareselskaber trak ned i det samlede merafkast.

De største positive bidragsydere til det relative afkast var afdelingens positioner i Danske Bank, Microsoft og DNB. Danske Bank har fortsat den positive udvikling fra de foregående år, og banken er nu blandt de mest solide i Europa med en stærk balance og et attraktivt yield. Microsoft fortsætter med at performe hos erhvervskunderne og er blandt de førende indenfor cloud services.

På den negative side var det primært afdelingens eksponering til telekommunikation og især de engelske selskaber British Telecom og Vodafone, der trak ned i afkastet. British Telecom er dels ramt af Brexit, men også øget usikkerhed omkring øget regulering af den underliggende forretning.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 1,30 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer, at de europæiske aktiemarkeder vil stige med 0-10 % i 2017.

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.

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

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 2017

Der ligger forventninger om begrænsede rentestigninger i de nuværende afkastforventninger. 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.)**	**2016**	**2015**
1	Renteindtægter	1	28
2	Renteudgifter	-13	-9
3	Udbytter	21.295	12.847
	I alt renter og udbytter	**21.283**	**12.866**
4	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	-3.556	21.849
	Kursgevinster, og -tab, Afledte finansielle instrumenter	-32	
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	-138	541
	Kursgevinster, og -tab, Øvrige	0	0
5	Handelsomkostninger	265	205
	I alt kursgevinster og -tab	**-3.991**	**22.186**
	Andre indtægter	**2**	**-**
	I alt indtægter	**17.294**	**35.051**
6	Administrationsomkostninger	5.589	3.163
	Resultat før skat	**11.705**	**31.888**
7	Skat	1.312	516
	Årets nettoresultat	**10.393**	**31.372**
	Udlodningsregulering	-251	-4.709
	Overført fra sidste år	60	7
	I alt formuebevægelser	**-192**	**-4.702**
	Til disposition	**10.201**	**26.671**
8	**Til rådighed for udlodning**	**6.234**	**26.464**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	5.885	26.404
	Overført til udlodning næste år	349	60
	Overført til formuen	**3.968**	**207**

Højt Udbytte Aktier

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	472	2.538
9	**I alt likvide midler**	**472**	**2.538**
	Noterede aktier fra danske selskaber	39.312	27.194
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	507.931	288.398
9	**I alt kapitalandele**	**547.243**	**315.593**
	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	0	0
	Andre tilgodehavender	0	0
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1.094	519
	Aktuelle skatteaktiver	1.477	567
	I alt andre aktiver	**2.571**	**1.086**
	Aktiver i alt	**550.287**	**319.217**
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	549.652	318.886
	Skyldige omkostninger	631	331
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	4	0
	I alt anden gæld	**635**	**331**
	Passiver i alt	**550.287**	**319.217**
11	**Noter, hvortil der ikke henvises**		

NOTER

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	1	28
	I alt renteindtægter	**1**	**28**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renterudgifter depotselskab	-13	-9
	I alt renteudgifter	**-13**	**-9**
3	**Udbytter (1000 kr)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	1.398	742
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.897	12.105
	I alt udbytter	**21.295**	**12.847**
4	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-4.290	4.085
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	733	17.765
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**-3.557**	**21.849**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-7.780	21.323
5	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	746	718
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-482	-513
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**264**	**205**

Højt Udbytte Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	465	340
	Markedsføringsomkostninger	2.920	1.324
	Gebyrer til depotselskab	229	164
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	1.859	1.194
	Øvrige omkostninger	54	40
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**5.527**	**3.063**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	42	48
	Revisionshonorar til revisorer	15	19
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	8	8
	Øvrige omkostninger	-3	25
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**62**	**100**
	I alt administrationsomkostninger	**5.589**	**3.163**

7	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	1.312	516
	I alt skat	**1.312**	**516**

8	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	21.296	12.848
	Ikke refunderbar udbytteskat	-1.312	-899
	Kursgevinst til udlodning*	-7.970	21.985
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-5.589	-2.768
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-251	-4.709
	Anvendt fremført aktietab	0	0
	Udlodning overført fra sidste år	60	7
	I alt til rådighed til udlodning	**6.234**	**26.464**

*I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 662 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 21.323 tkr.

*I 2016: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 189 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 7.780 tkr.

9	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,91	99,20
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,09	0,80
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016		2015	
10	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	2.379	318.886	2.636	335.042
	Emissioner i året	2.390	297.562	1.301	191.107
	Indløsninger i året	-242	-27.738	-1.558	-211.568
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-39		-1.646
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-482		-513
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		251		4.709
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-48.929		-24.908
	Overført til udlodning sidste år		-60		-7
	Overført til udlodning næste år		349		60
	Foreslået udlodning		5.885		26.404
	Overført fra resultatopgørelse		3.968		207
	I alt Investorernes formue	**4.527**	**549.652**	**2.379**	**318.886**

Højt udbytte aktier

Note **NOTER (fortsat)**

11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

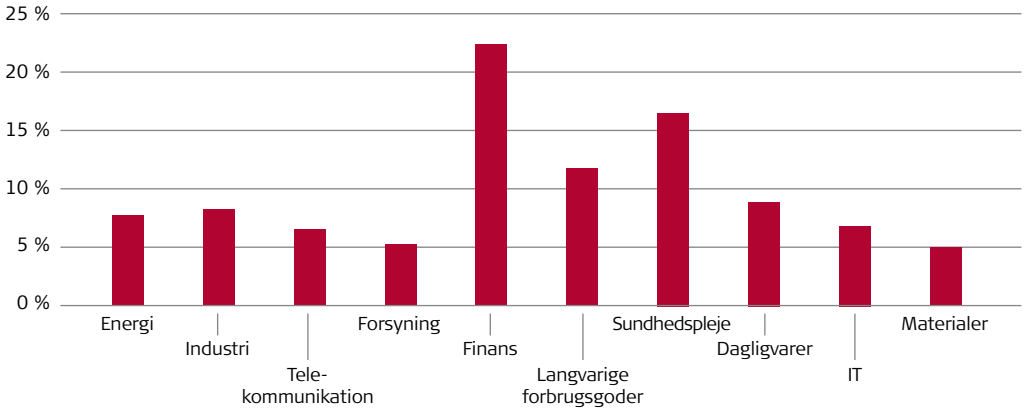
5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014**	**2013**	**2012***
Netto resultat (1000 kr)	10.393	31.372	15.385	22.688	-1.000
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	549.652	318.886	335.042	132.413	100.379
Cirkulerende andele (stk.)	4.526.731	2.378.764	2.635.701	1.104.653	1.013.653
Indre værdi pr. andel	121,42	134,06	127,12	119,87	99,03
Udlodning pr. andel	1,30	11,10	8,10	2,40	-
Årets afkast i %	-0,62	11,36	8,17	21,04	-0,97
Årets benchmarkafkast i %	2,20	8,46	6,64	19,81	-0,74
Omkostnings %	1,15	0,84	0,82	1,10	0,00
Omsætningshastighed	0,13	0,23	0,19	0,14	-
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,42	0,86	-	-	-
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,85	2,96	-	-	-
Active Share %	65,40	65,00	68,65	64,70	-
ÅOP (helårsperiodiseret 2012)	1,22	1,14	1,12	1,39	1,45
*Perioden 01.10.-31.12.12					
Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)	-	-	-	-	41

Afdelingens ti største beholdninger

Royal Dutch Shell Plc-A Shs	3,78 %
Nestle Sa-Reg	3,68 %
Total Sa	3,38 %
Roche Holding Ag-Genusschein	3,16 %
Unilever Nv-Cva	3,05 %
Novartis Ag-Reg	2,99 %
Vodafone Group Plc	2,90 %
Danske Bank A/S	2,82 %
Relx Nv	2,78 %
Wpp Plc	2,72 %

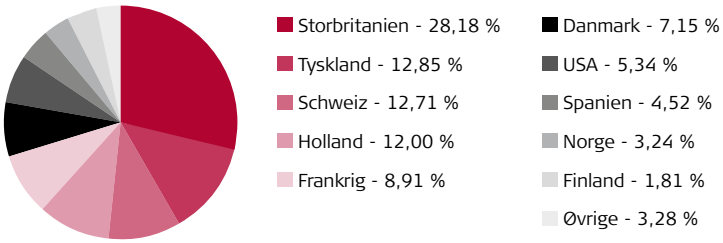
Formuefordeling (%)

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 Lavt afkast						Høj risiko Højt afkast

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 3,03 %, mens benchmark gav et afkast på 2,20 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	-0,87 %	2,03 %	-2,90 %
2015	14,08 %	8,46 %	5,62 %
2016	3,03 %	2,20 %	0,83 %
siden start	**16,52 %**	**13,10 %**	**3,42 %**

* Perioden 7.10.-31.12.14.

Markedsudvikling i 2016

De europæiske aktiemarkeder gav et lavt etcifret afkast på 2,2 % i 2016. Året vil nok mest blive husket for de politiske begivenheder med Brexit og valget af Trump som de store temaer. Aktiemarkederne var meget bekymrede op til disse begivenheder, der dog faktisk endte med at hjælpe aktiemarkedet.

Helt overordnet var der meget forskel på det første og andet halvår, hvor forskellige temaer prægede aktiemarkederne. Første halvår var karakteriseret af faldende renter og inflationsforventninger. Det gav lidt medvind til defensive strategier på trods af, at defensive aktier var særdele dyrt prisfastsat. Man kan sige, at defensive aktier minder lidt om obligationer, idet de typisk har stabil indtjening, og derfor vil de som regel gøre det godt ved faldende renter. Omvendt var der ikke den store interesse for billige aktier i første halvår.

Over sommeren vendte udviklingen og renterne steg. Det medførte, at de defensive strategier mistede terræn, og der kom mere fokus på såkaldte value aktier, som denne afdeling investerer i. Således er hele merafkastet skabt i andet halvår af 2016.

Afdelingens udvikling i 2016

Afdelingen klarede sig med et afkast på 3,0 % en smule dårligere end ventet ved indgangen til 2016.

Afkastet for 2016 var 0,8 %-point bedre end benchmarkafkastet. Porteføljen gav et negativt merafkast i starten af året, men mere end indhentede dette i andet halvår på grund af de førnævnte effekter. I juni måned blev porteføljen påvirket negativt af den britiske EU afstemning, men omvendt oplevede porteføljen merafkast i perioden efter valget af Trump, hvor investorerne i særdeleshed gik efter value aktier.

På selskabsniveau kom de største bidrag fra ST-Microelectronics, Ashtead og OMV, mens Easyjet påvirkede merafkastet negativt.

STMicroelectronics producerer halvledere (semiconductors). Lidt over 30 % af deres omsætning kommer fra deres bildivision, hvor de leverer elektriske komponenter til biler. Flere og flere investorer fokuserer på temaet om elektrificering af biler og aktien er steget over 100 % siden sommeren 2016.

Ashtead er udlejer af udstyr til forskellige formål bl.a. infrastruktur. Aktien er steget over 40 % siden starten af 2016, men specielt efter valget af Trump er aktien steget med baggrund i Trumps udtalelser om øgede investeringer i infrastruktur.

OMV er et olieselskab, der producerer olie og driver flere raffinaderier og over 4.000 tankstationer i Central- og Østeuropa. Produktionen er over 300.000 tønder pr. dag. OMV er steget i takt med oliesektoren i Europa, men aktien har givet lidt højere afkast end sektoren.

Udbytte

Afdelingen udlodder ikke udbytte for 2016.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer, at det europæiske aktiemarked vil stige 0–10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav men positiv vækst i den globale økonomi. Hvis de stigende renter fortsætter, kan det give lidt modvind på aktiemarkedet. 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 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 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 2017

Største risici for de europæiske aktiemarkeder er deflation eller deflationære tendenser i Europa eller en stor stigning i renterne. I 2017 kan valgene i Frankrig og Tyskland formentlig skabt lidt ekstra usikkerhed på aktiemarkederne.

Risici er også omtalt under Generelle risikofaktorer.

Europa Value Aktier

Note	**Resultatopgørelse (1000 kr.)**	**2016**	**2015**
1	Renteindtægter	0	2
2	Renteudgifter	-12	-7
3	Udbytter	5.251	3.898
	I alt udbytter og renter	**5.239**	**3.893**
4	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	623	13.468
	Kursgevinster, og -tab, Afledte finansielle instrumenter	27	0
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	-19	-218
	Kursgevinster, og -tab, Øvrige	0	0
5	Handelsomkostninger	324	719
	I alt kursgevinster og -tab	**307**	**12.531**
	I alt indtægter	**5.546**	**16.424**
6	Administrationsomkostninger	1.781	1.234
	Resultat før skat	**3.765**	**15.190**
7	Skat	182	201
	Årets nettoresultat	**3.583**	**14.989**
	Udlodningsregulering	-493	7.126
	Overført fra sidste år	118	0
	I alt formuebevægelser	**-375**	**7.126**
	Til disposition	**3.208**	**22.115**
8	**Til rådighed for udlodning**	**-1.888**	**22.536**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	0	22.418
	Overført til udlodning næste år	-1.888	118
	Overført til formuen	**5.096**	**-421**

Europa Value Aktier

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	526	505
9	**I alt likvide midler**	**526**	**505**
	Noterede aktier fra danske selskaber	6.664	9.703
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	160.036	164.494
9	**I alt kapitalandele**	**166.700**	**174.196**
	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	0	0
	Andre tilgodehavender	0	0
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	170	108
	Aktuelle skatteaktiver	284	107
	I alt andre aktiver	**454**	**215**
	Aktiver i alt	**167.680**	**174.917**
	PASSIVER		
10	Investorernes formue	167.519	174.850
	Skyldige omkostninger	160	66
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1	0
	I alt anden gæld	**161**	**66**
	Passiver i alt	**167.680**	**174.917**
11	**Noter, hvortil der ikke henvises**		

NOTER

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	0	2
	I alt renteindtægter	0	**2**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renterudgifter depotselskab	-12	-7
	I alt renteudgifter	**-12**	**-7**
3	**Udbytter (1000 kr)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	238	283
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	5.013	3.616
	I alt udbytter	**5.251**	**3.898**
4	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-311	3.115
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	934	10.353
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**623**	**13.468**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-6.587	13.410
5	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	398	810
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-75	-91
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**323**	**719**

Europa Value Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	140	125
	Markedsføringsomkostninger	814	488
	Gebyrer til depotselskab	196	64
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	558	477
	Øvrige omkostninger	51	45
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**1.759**	**1.200**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	14	16
	Revisionshonorar til revisorer	4	7
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	2	3
	Øvrige omkostninger	1	8
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**21**	**34**
	I alt administrationsomkostninger	**1.780**	**1.234**

7	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	182	201
	I alt skat	**182**	**201**

8	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	5.251	3.769
	Ikke refunderbar udbytteskat	-182	-212
	Kursgevinst til udlodning*	-6.582	13.209
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	0	-1.536
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-493	7.441
	Anvendt fremført aktietab	0	-134
	Udlodning overført fra sidste år	118	0
	I alt til rådighed til udlodning	**-1.888**	**22.536**

*I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 201 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 13.410 tkr.

*I 2016: Udgør en skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 5 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 6.587 tkr.

9	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,69	99,71
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,31	0,29
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016		**2015**	
10	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	1.546	174.850	1.095	108.506
	Emissioner i året	451	42.972	646	74.594
	Indløsninger i året	-330	-30.696	-195	-22941
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		18		-208
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-75		-91
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		493		-7.126
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-23.136		0
	Overført til udlodning sidste år		-118		0
	Overført til udlodning næste år		-1.888		118
	Foreslået udlodning		0		22418
	Overført fra resultatopgørelse		6.879		-421
	Administrationsomkostninger ej fremførbare		-1.780		
	I alt Investorernes formue	**1.667**	**167.519**	**1.546**	**174.850**

Europa Value Aktier

Note **NOTER (fortsat)**

11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

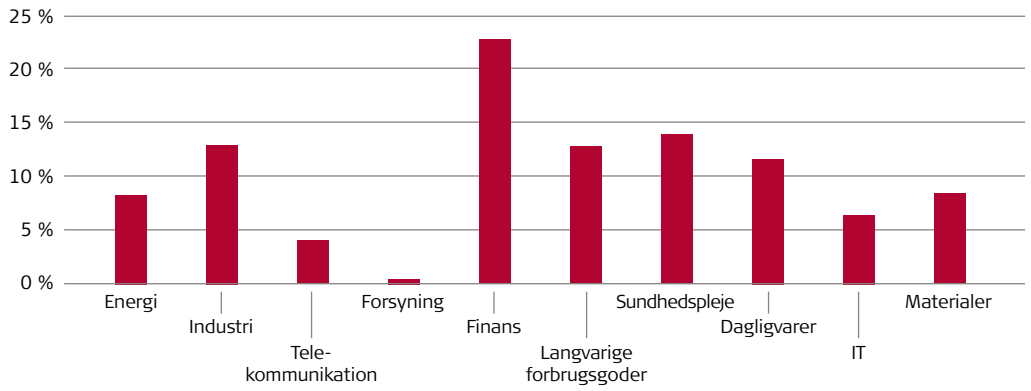
5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014***
Netto resultat (1000 kr)	3.583	14.989	-705
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	167.519	174.850	108.506
Cirkulerende andele (stk.)	1.666.944	1.546.086	1.094.591
Indre værdi pr. andel	100,49	113,09	99,13
Udlodning pr. andel	-	14,50	-
Årets afkast i %	3,03	14,08	-0,87
Årets benchmarkafkast i %	2,20	8,46	2,03
Omkostnings %	1,15	0,86	0,23
Omsætningshastighed	1,01	2,72	0,65
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-	-	-
Active Share %	73,34	76,66	78,14
ÅOP (helårsperiodiseret 2014)	1,39	1,61	1,41
*Perioden 07.10.-31.12.14			
Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)	-	-	-

Afdelingens ti største beholdninger

Total Sa	3,03 %
Stmicroelectronics Nv	2,80 %
Bnp Paribas	2,41 %
Omv Ag	2,37 %
Nn Group Nv	2,35 %
Ashtead Group Plc	2,32 %
Rio Tinto Plc	2,31 %
Societe Generale Sa	2,29 %
Ing Groep Nv	2,24 %
Banco Bilbao Vizcaya Argenta	2,20 %

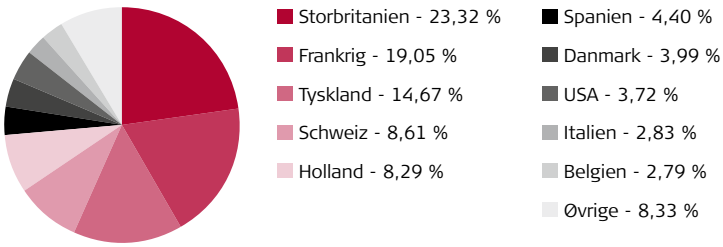
Formuefordeling (%)

Branche



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

Lande



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

USA Stabile Aktier

Afdelingen investerer primært i aktier i selskaber beliggende i USA, men op til 20 % af midlerne kan investeres i aktier i selskaber beliggende udenfor USA. Afdelingen fokuserer på værdiskabende kvalitetsselskaber, der forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Minimum 50 % af formuen vil blive placeret i aktier, der indgår i afdelingens benchmark. Det tilstræbes, at afdelingen har en veldiversificeret portefølje på 25-75 aktier. Endvidere kan afdelingen investere op til 10 % af formuen i andre investeringsforeninger. Målsætningen for afdelingen er på længere sigt at levere et stabilt merafkast i forhold til benchmarkudviklingen.

Instrumentprofil

Udloddende, børsnoteret.

Startdato

Afdelingen havde opstart den 26.10.16.

Benchmark

Afdelingens benchmark er MSCI US, inklusive udbytte.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 5,87 %, mens benchmark gav et afkast på 7,87 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2016*	5,87 %	7,87 %	-2,00 %
siden start	**5,87 %**	**7,87 %**	**-2,00 %**

* Perioden 26.10.-31.12.

Afdelingens udvikling i 2016

Siden etableringen d. 21. oktober har afdelingen givet et afkast på 5,9 % målt i danske kroner, hvilket er 2,0 % lavere end benchmark, der har givet et afkast på 7,9 %.

Afdelingens underperformance siden etablering kan primært tilskrives afdelingens fokus på defensive og stabile kvalitetsselskaber, der historisk har udvist en kontinuerlig værdiskabelse, og som fremadrettet vurderes at have en høj visibilitet på indtjeningen. Specielt i november var der en voldsom rotation i aktiemarkedet, hvor mere cykliske og råvarerelaterede selskaber markant outperformede mere defensive selskaber, hvilket påvirkede afdelingens performance negativt.

Efter det amerikanske valg i november var fokus i markedet på skiftet fra pengepolitiske til finanspolitiske tiltag, og den heraf følgende udsigt til stigende inflation, stigende renter samt øgede infrastruktur investeringer. Dette betød, at cykliske og råvarerelaterede selskaber outperformede mere defensive selskaber, der ikke i samme grad er gearet til øget økonomisk momentum.

På selskabsniveau kom de største positive bidrag til afkastet for året fra undervægten i selskaberne Facebook og Amazon samt overvægtene i Automatic Data Processing, AT&T og Wells Fargo. De største negative bidrag kom fra overvægten i selskaberne Zimmer Holding, Medtronic og CVS Caremark.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 0,60 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer, at det amerikanske aktiemarked vil stige med 5-10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien 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 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

De finansielle markeder, inklusive aktiemarkederne, påvirkes af de generelle økonomiske vilkår i samfundet, herunder især forventningerne til udviklingen i de makroøkonomiske forhold, branchespecifikke forhold og selskabernes evne til at generere indtjening. Det skal bemærkes, at kursudsvingene på aktiemarkederne typisk er større end på obligationsmarkedet og ikke nødvendigvis er samtidige.

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 USA. Kursudviklingen på USA's aktiemarkeder er derfor væsentlige for afdelingens værdiudvikling. Såvel specifikke 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

Kursudviklingen for hver enkelt aktie i afdelingens portefølje kan være mere ujævn end markedets gennemsnitlige kursudvikling. Selskabsspecifikke forhold, herunder selskabets generelle forretningsudvikling, forretningsudviklingen på vigtige områder, finansieringsforhold, følsomheden over for udviklingen i Amerikanske 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 2017

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 vækst potentiale til at påvirke afdelingens afkast.

Risici er nærmere omtalt under Generelle Risikofaktorer.

USA Stabile Aktier

Note	**Resultatopgørelse (1000 kr.)**	**26.10-31.12.16**
1	Renteindtægter	0
2	Renteudgifter	-8
3	Udbytter	956
	I alt udbytter og renter	**948**
4	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	11.801
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	815
5	Handelsomkostninger	3
	I alt kursgevinster og -tab	**12.613**
	I alt indtægter	**13.561**
6	Administrationsomkostninger	439
	Resultat før skat	**13.122**
7	Skat	136
	Årets nettoresultat	**12.986**
	Udlodningsregulering	-39
	Overført fra sidste år	0
	I alt formuebevægelser	**-39**
	Til disposition	**12.947**
8	**Til rådighed for udlodning**	**1.339**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	1.306
	Overført til udlodning næste år	33
	Overført til formuen	**11.608**

USA Stabile Aktier

Note	Balance (1000 kr.)	2016
	AKTIVER	
	Indestående i depotselskab	922
9	**I alt likvide midler**	**922**
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	229.399
9	**I alt kapitalandele**	**229.399**
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	319
	I alt andre aktiver	**319**
	Aktiver i alt	**230.640**
	PASSIVER	
10	Investorernes formue	230.455
	Skyldige omkostninger	184
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	1
	I alt anden gæld	**185**
	Passiver i alt	**230.640**
11	**Noter, hvortil der ikke henvises**	

NOTER

		26.10-31.12.16
1	**Renteindtægter (1000 kr.)**	
	Renteindtægter depotselskab	0
	I alt renteindtægter	0
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**	
	Renterudgifter depotselskab	-8
	I alt renteudgifter	**-8**
3	**Udbytter (1000 kr)**	
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	956
	I alt udbytter	**956**
4	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**	
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	11.801
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**11.801**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	163
5	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**	
	Bruttohandelsomkostninger	65
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-63
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**2**

USA Stabile Aktier

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Administrationsomkostninger**	
	Afdelingsdirekte	
	Administrationsvederlag	35
	Markedsføringsomkostninger	226
	Gebyrer til depotselskab	9
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	128
	Øvrige omkostninger	36
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**434**
	Andel af fællesomkostninger	
	Honorer til bestyrelse	2
	Revisionshonorar til revisorer	1
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	-
	Øvrige omkostninger	1
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**4**
	I alt administrationsomkostninger	**438**

7	**Skat (1000 kr.)**	
	Ikke refunderbar udbytteskat	136
	I alt skat	**136**

8	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**	
	Renter og udbytter	956
	Ikke refunderbar udbytteskat	-136
	Kursgevinst til udlodning*	997
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-439
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	-39
	Anvendt fremført aktietab	0
	Udlodning overført fra sidste år	0
	I alt til rådighed til udlodning	**1.339**

*I 2016: Udgør en skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti 809 tkr., obligationsgevinst på 25 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 163 tkr.

9	**Finansielle instrumenter(%)**	
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	99,60
	Øvrige finansielle instrumenter**	0,40
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

		2016	
10	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	0	0
	Emissioner i året	2.177	218.033
	Indløsninger i året	0	0
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-501
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-63
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		39
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		0
	Overført til udlodning sidste år		0
	Overført til udlodning næste år		33
	Foreslået udlodning		1.306
	Overført fra resultatopgørelse		11.607
	I alt Investorernes formue	**2.177**	**230.455**

USA Stabile Aktier

Note **NOTER (fortsat)**

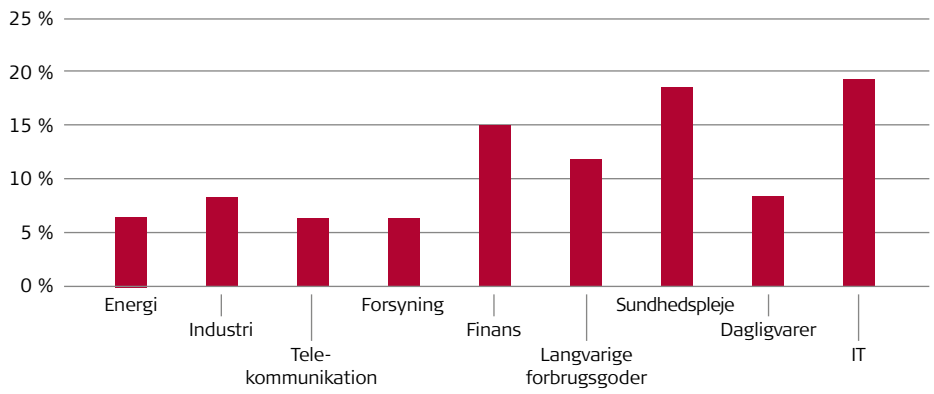
11 **Noter, hvortil der ikke henvises**

5 års oversigt	**2016 ***
Netto resultat (1000 kr)	12.986
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	230.455
Cirkulerende andele (stk.)	2.176.800
Indre værdi pr. andel	105,87
Udlodning pr. andel	0,60
Årets afkast i %	5,87
Årets benchmarkafkast i %	7,87
Omkostnings %	1,22
Omsætningshastighed	0,02
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	
Active Share %	72,46
ÅOP (helårsperiodiseret 2016)	1,27
*Perioden 26.10.-31.12.16	
Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)	-

Afdelingens ti største beholdninger	
Microsoft Corp	4,66 %
Johnson & Johnson	3,48 %
At&T Inc	3,48 %
Apple Inc	3,45 %
Exxon Mobil Corp	3,36 %
Pfizer Inc	3,28 %
Verizon Communications Inc	3,20 %
Home Depot Inc	2,94 %
Procter & Gamble Co/The	2,92 %
Alphabet Inc-Cl A	2,85 %

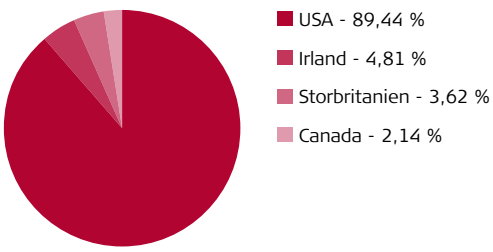
Formuefordeling (%)

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 Aggr Corp. excl. AAA EUR+USD (Hedged to DKK), 5 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 5 % Barclays US High Yield Corp 2% Issuer Capped (Hedged to DKK), 10 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Combined, 16 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable > 1Y, 4 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 10 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 5,2 %, mens benchmark gav et afkast på 6,6 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2014*	12,43 %	13,38 %	-0,95 %
2015	7,06 %	5,60 %	1,46 %
2016	5,17 %	6,57 %	-1,40 %
siden start	**26,59 %**	**27,59 %**	**-1,00 %**

* Perioden 28.01.-31.12.14.

Markedsudvikling i 2016

2016 blev endnu et positivt år for risikofyldte aktiver – om end volatiliteten var særdeles høj undervejs. De økonomiske svaghedstegn i Kina og USA i starten af året foranledigede et markant frasalg af aktier i januar og februar, og vi skulle frem til november før aktier overordnet set slog obligationer målt på afkastet.

Året startede med økonomiske svaghedstegn i Kina og USA, mens situationen i Europa så relativt pæn ud. Januar/februar indledte et markant frasalg af aktier med faldende kurser til følge. Værst så det ud i Europa, hvor aktierne var nede med 17 %, mens USA kun var nede med 10 %. Medio februar vendte markedet, dog stadig med store udsving, og umiddelbart før Brexit afstemningen var aktierne i USA oppe med 5 %, mens Europa havde reduceret kursfaldet til -5 %. Brexit var det første politiske tema i året, og efter briterne stemte for at melde sig ud af EU, faldt markedet markant igen. I USA faldt aktierne 5 %, mens de i Europa faldt yderligere 10 % på få dage.

Herefter vendte udviklingen og markedet steg resten af året, så aktierne sluttede året med en samlet stigning på 12 % i USA og 2 % i Europa (begge målt i lokal valuta). I andet halvår rystede præsidentvalget i USA kortvarigt markedet, mens markedet havde taget forskud på resultatet ved den italienske folkeafstemning kort tid efter. I begge tilfælde endte aktiemarkedet med at stige, efter valgresultaterne blev kendt.

På obligationsmarkederne var året på tilsvarende vis delt i et første halvår med faldende renter og et andet halvår med stigende renter, startende i september. Det samme billede viste sig for dollaren, hvor USD faldt 6 % mod danske kroner frem til primo maj for efterfølgende at stige 9 %. Kreditobligationer bundede medio februar, og steg efterfølgende i takt med, at olieprisen steg.

Konjunkturindikatorerne for økonomien steg gennem året, men med store udsving undervejs. I USA havde fremstillingssektoren 3 måneder i kritisk territorium (januar, februar og august), mens der var mere solide tal for de øvrige måneder. August var en svag måned generelt. Industriproduktionen lå generelt i den svage ende, hvilket gav anledning til bekymring. Væksten i beskæftigelsen var pæn hen over året, dog med et svagt tal for maj måned. I gennemsnit blev der nyansat 190.000 hver måned i USA, hvilket sammen med en relativt svag lønvækst er foreneligt med en moderat vækst i økonomien. Boligmarkedet var generelt solidt i 2016.

Afdelingens udvikling i 2016

For året som helhed blev afkastet 5,2 % svarende til en underperformance på -1,4 % mod benchmarket, som gav 6,6 % for året. Det lave afkast relativt til benchmarket kan tilskrives underperformance på aktieporteføljen med overvægt i Europa og underperformance på globale aktier, hvor sidstnævnte dog performede relativt bedre end Europa i 2016. Absolut set har afkastet været fornuftigt.

Balance A udviste markante fald frem til februar på op mod -5,5 %. Frem til maj kom Balance A i positivt territorie og performede på niveau med benchmark. Balance A klarede sig fornuftigt igennem Brexit med kun et mindre tab grundet den lave aktieandel og høje obligationsandel. Dog tabtes der terræn i forhold til benchmark i perioden. I de stille måneder fra august til oktober lå afkastet stabilt omkring 3 %. Markedet accelererede efter valget i USA primo november, og afkastet endte året pænt på 5,2 %.

For 2016 gav de danske obligationer et afkast på 4,5 %, som er 0,2 %-point efter benchmark.

Aktieporteføljen endte året oppe med 4,3 %, hvilket er 6,1 % efter benchmark. Underperformance på den globale aktieportefølje og overvægt på aktier i Europa påvirkede afkastet negativt.

For 2016 gav kreditobligationer et afkast på 7,9 %, hvilket er 2,3 % mere end benchmark.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 6,30 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver.

Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien, og ligesom det forgange år bliver 2017 i høj grad et år præget af politik og centralbanker. I Europa er der valg i flere store Eurolande, Trump indsættes som præsident i USA, og den amerikanske centralbank forventes at gennemføre flere renteforhøjelser i løbet af året. Alle disse begivenheder kan potentielt medføre en del volatilitet i løbet af året.

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer.

Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2017.

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 por-

tefølje 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 porteføljе.

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 2017

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.)**	**2016**	**2015**
1	Renteindtægter	9.633	6.918
2	Renteudgifter	-259	-82
3	Udbytter	44.399	19.877
	I alt udbytter og renter	**53.773**	**26.713**
4	Kursgevinster, og -tab, Obligationer	10.290	-781
5	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	2.917	6.468
	Kursgevinster, og -tab, Afledte finansielle instrumenter	70	-
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	46	576
6	Handelsomkostninger	17	6
	I alt kursgevinster og -tab	**13.306**	**6.257**
	I alt indtægter	**67.079**	**32.970**
7	Administrationsomkostninger	8.554	1.387
	Resultat før skat	**58.525**	**31.584**
8	Skat	46	405
	Årets nettoresultat	**58.479**	**31.179**
	Udlodningsregulering	23.574	25.162
	Overført fra sidste år	95	237
	I alt formuebevægelser	**23.669**	**25.400**
	Til disposition	**82.148**	**56.579**
9	**Til rådighed for udlodning**	**77.023**	**64.121**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	75.861	64.026
	Overført til udlodning næste år	1.162	95
	Overført til formuen	**5.125**	**-7.542**

Balance A

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	Aktiver		
	Indestående i depotselskab	46.777	20.543
10	**I alt likvide midler**	**46.777**	**20.543**
	Noterede aktier fra obligationer fra danske udstedere	282.001	205.750
	Noterede aktier fra obligationer fra udenlandske udstedere	185.503	109.052
	I alt obligationer	**467.504**	**314.803**
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	0
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	17.589	17.265
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	821.805	545.624
10	**I alt kapitalandele**	**839.394**	**562.890**
10	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	3.646	3.003
	Aandre tilgodehavender	0	0
10	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	17.004	38
	Aktuelle skatteaktiver	0	0
	I alt andre aktiver	**20.650**	**3.041**
	Aktiver i alt	**1.374.325**	**901.277**
	Passiver		
12	Investorernes formue	1.373.677	900.803
	Skyldige omkostninger	640	473
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	8	0
	I alt anden gæld	**648**	**473**
	Passiver i alt	**1.374.325**	**901.277**
13	**Noter, hvortil der ikke henvises**		

NOTER

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr)**		
	Indestående i depotselskab	3	2
	Noterede obligationer fra danske udstedere	4.793	3.310
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.838	3.606
	I alt renteindtægter	**9.634**	**6.918**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renteudgifter depotselskab	-259	-82
	I alt renteudgifter	**-259**	**-82**
3	**Udbytter (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	19.550
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	310	328
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	44.089	
	I alt udbytter	**44.399**	**19.877**
4	**Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)**		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	4.410	-3.783
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.880	3.002
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	**10.290**	**-781**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	4.131	701
5	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	0	-4.072
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	324	4.083
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	2.375	6.457
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsbeviser	218	
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**2.917**	**6.468**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-620	11.886

Balance A

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	17	20
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	0	-14
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**17**	**6**
7	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	959	233
	Markedsføringsomkostninger	4.650	327
	Gebyrer til depotselskab	262	189
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	2.330	387
	Øvrige omkostninger	207	104
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**8.408**	**1.240**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	82	71
	Revisionshonorar til revisorer	40	28
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	13	11
	Øvrige omkostninger	11	37
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**146**	**147**
	I alt administrationsomkostninger	**8.554**	**1.387**
8	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	46	405
	I alt skat	**46**	**405**
9	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	54.031	26.796
	Ikke refunderbar udbytteskat	-46	-48
	Kursgevinst til udlodning*	3.518	13.360
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-4.150	-1.387
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	23.574	25.162
	Anvendt fremført aktietab	0	0
	Udlodning overført fra sidste år	95	237
	I alt til rådighed til udlodning	**77.023**	**64.121**

*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.

*I 2016: Udgør en skattemæssig realiseret kursgevinst på valutakonti, 7 tkr., en realiseret oblgationsgevinst på 4.131 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 620 tkr.

10	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	96,60	97,72
	Øvrige finansielle instrumenter**	3,40	2,28
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

11	**Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)**	**2016**	**2015**
	PFA Invest, Lange obligationer, DK0060446540	0	162.577
	PFA Invest Danske Aktier, DK0060446623	19.910	19.200
	PFA Invest Globale aktier, DK0060446706	217.858	163.088
	PFA Invest Kreditobligationer, DK0060446896	258.142	160.536
	PFA Invest Højt Udbytte Aktier, DK0060457901	25.536	19.928
	PFA Invest Europa Value aktier, DK0060579183	20.902	20.294
	PFA Invest Mellemlange obligationer, DK0060700433	206.687	0
	PFA Invest Udenlandske Obligationer, DK0060750966	43.655	0
	PFA Invest US Stabile Aktier, DK0060750883	29.114	0
	I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	**821.805**	**545.624**

Balance A

Note **NOTER (fortsat)**

		2016		2015	
12	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Andele**	**værdi**	**Andele**	**værdi**
	Investorernes formue (primo)	7.714	900.803	3.744	420.867
	Emissioner i året	4.562	509.038	5.128	602.771
	Indløsninger i året	-235	-26.021	-1.158	-132.772
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-918		-3.880
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-		-14
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-23.574		-25.162
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-67.701		-17.347
	Overført til udlodning sidste år		-95		-237
	Overført til udlodning næste år		1.162		95
	Foreslået udlodning		75.861		64.026
	Overført fra resultatopgørelse		5.122		-7.542
	I alt Investorernes formue	**12.041**	**1.373.677**	**7.714**	**900.803**

13 **Noter, hvortil der ikke henvises**

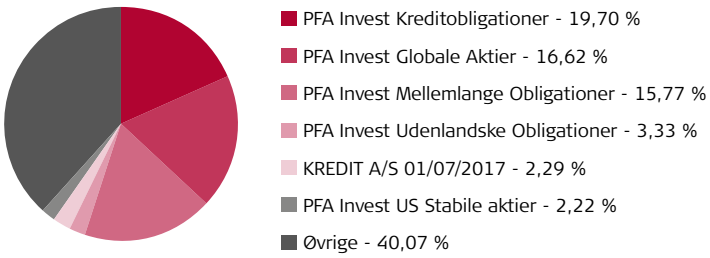
5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014***
Netto resultat (1000 kr)	58.479	31.179	25.870
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.373.677	900.803	420.867
Cirkulerende andele (stk.)	12.041.414	7.713.966	3.743.511
Indre værdi pr. andel	114,08	116,78	112,43
Udlodning pr. andel	6,30	8,30	3,70
Årets afkast i %	5,17	7,06	12,43
Årets benchmarkafkast i %	6,57	5,60	13,38
Omkostnings %	0,84	0,21	0,21
Omsætningshastighed	0,16	0,22	0,31
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-	-	-
ÅOP (helårsperiodiseret 2014)	0,94	0,97	1,07

*Perioden 28.01.-31.12.14

Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)

Afdelingens største beholdninger	
PFA Invest Kreditobligationer	19,70 %
PFA Invest Globale Aktier	16,62 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	15,77 %
PFA Invest Udenlandske Obligationer	3,33 %
KREDIT A/S 01/07/2017	2,29 %
PFA Invest US Stabile Aktier	2,22 %
Øvrige	40,07 %

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 Aggr Corp. excl. AAA EUR, USD (Hedged to DKK), 5 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 5 % Barclays US High Yield Corp 2% Issuer Capped (Hedged to DKK), 6,25 % Nordea Markets Mortgage Bond Index, 10 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable › 1Y, 2,5 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 6,25 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 5,4 %, mens benchmark gav et afkast på 8,5 %.

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 %
2016	5,38 %	8,46 %	-3,08 %
siden start	**52,29 %**	**48,44 %**	**3,85 %**

* Perioden 1.10.-31.12.12.

Markedsudvikling i 2016

2016 blev endnu et positivt år for risikofyldte aktiver – om end volatiliteten var særdeles høj undervejs. De økonomiske svaghedstegn i Kina og USA i starten af året foranledigede et markant frasalg af aktier i januar og februar, og vi skulle frem til november før aktier overordnet set slog obligationer målt på afkastet.

Året startede med økonomiske svaghedstegn i Kina og USA, mens situationen i Europa så relativt pæn ud. Januar/februar indledte et markant frasalg af aktier med faldende kurser til følge. Værst så det ud i Europa, hvor aktierne var nede med 17 %, mens USA kun var nede med 10 %. Medio februar vendte markedet, dog stadig med store udsving, og umiddelbart før Brexit afstemningen var aktierne i USA oppe med 5 %, mens Europa havde reduceret kursfaldet til -5 %. Brexit var det første politiske tema i året, og efter briterne stemte for at melde sig ud af EU, faldt markedet markant igen. I USA faldt aktierne 5 %, mens de i Europa faldt yderligere 10 % på få dage.

Herefter vendte udviklingen og markedet steg resten af året, så aktierne sluttede året med en samlet stigning på 12 % i USA og 2 % i Europa (begge målt i lokal valuta). I andet halvår rystede præsidentvalget i USA kortvarigt markedet, mens markedet havde taget forskud på resultatet ved

den italienske folkeafstemning kort tid efter. I begge tilfælde endte aktiemarkedet med at stige, efter valgresultaterne blev kendt.

På obligationsmarkederne var året på tilsvarende vis delt i et første halvår med faldende renter og et andet halvår med stigende renter, startende i september. Det samme billede viste sig for dollaren, hvor USD faldt 6 % mod danske kroner frem til primo maj for efterfølgende at stige 9 %. Kreditobligationer bundede medio februar, og steg efterfølgende i takt med, at olieprisen steg.

Konjunkturindikatorerne for økonomien steg gennem året, men med store udsving undervejs. I USA havde fremstillingssektoren 3 måneder i kritisk territorium (januar, februar og august), mens der var mere solide tal for de øvrige måneder. August var en svag måned generelt. Industriproduktionen lå generelt i den svage ende, hvilket gav anledning til bekymring. Væksten i beskæftigelsen var pæn hen over året, dog med et svagt tal for maj måned. I gennemsnit blev der nyansat 190.000 hver måned i USA, hvilket sammen med en relativt svag lønvækst er foreneligt med en moderat vækst i økonomien. Boligmarkedet var generelt solidt i 2016.

Afdelingens udvikling i 2016

For året som helhed blev afkastet 5,4 % svarende til en underperformance på -3,1 % mod benchmarket. Det lave afkast relativt til benchmarket kan tilskrives underperformance på aktieporteføljen med overvægt i Europa og underperformance på globale aktier, hvor sidstnævnte dog performede relativt bedre end Europa for året. Absolut set var afkastet fornuftigt i 2016.

Balance B udviste markante fald frem til februar, på op mod -10 %. Frem til maj kom Balance B i positivt territorie og performede på niveau med benchmark. Balance B tabte igen igennem Brexit grundet den høje aktieandel og lave obligationsandel. I de stille måneder fra august til oktober lå afkastet stabilt omkring 2 %. Markedet accelererede efter valget i USA primo november, og afkastet endte året pænt på 5,3 %.

I 2016 gav de danske obligationer et afkast på 4,5 %, hvilket er 0,2 %-point efter benchmark.

Aktieporteføljen endte året oppe med 5,3 % sammenlignet med 10,3 % for benchmarket. Underperformance på den globale aktieportefølje og overvægt på aktier i Europa har påvirket afkastet negativt.

For 2016 gav kreditobligationer et afkast på 8,9 %, hvilket er 1,8 % mere end benchmarket.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 7,70 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien, og ligesom det forgange år bliver 2017 i høj grad et år præget af politik og centralbanker. I Europa er der valg i flere store Eurolande, Trump indsættes som præsident i USA, og den amerikanske centralbank forventes at gennemføre flere renteforhøjelser i løbet af året. Alle disse begivenheder kan potentielt medføre en del volatilitet i løbet af året.

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer.

Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2017.

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 2017

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.)**	**2016**	**2015**
1	Renteindtægter	2.244	1.285
2	Renteudgifter	-269	-74
3	Udbytter	57.854	20.803
	I alt udbytter og renter	**59.829**	**22.014**
4	Kursgevinster, og -tab, Obligationer	2.717	294
5	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	20.961	18.502
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	-45	-241
6	Handelsomkostninger	91	85
	I alt kursgevinster og -tab	**23.542**	**18.469**
	Andre indtægter	**4**	0
	I alt indtægter	**83.375**	**40.484**
7	Administrationsomkostninger	9.470	1.408
	Resultat før skat	**73.905**	**39.076**
8	Skat	432	707
	Årets nettoresultat	**73.473**	**38.369**
	Udlodningsregulering	35.131	41.852
	Overført fra sidste år	406	137
	I alt formuebevægelser	**35.537**	**41.989**
	Til disposition	**109.010**	**80.359**
9	**Til rådighed for udlodning**	**94.272**	**85.021**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	93.493	84.616
	Overført til udlodning næste år	779	406
	Overført til formuen	**14.738**	**-4.663**

Balance B

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	58.242	19.314
10	**I alt likvide midler**	**58.242**	**19.314**
	Noterede aktier fra obligationer fra danske udstedere	120.534	58.070
	Noterede aktier fra obligationer fra udenlandske udstedere	24.659	12.092
	I alt obligationer	**145.193**	**70.162**
	Noterede aktier fra danske selskaber	11.124	9.589
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	268.148	209.215
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	1.032.973	637.453
10	**I alt kapitalandele**	**1.312.245**	**856.257**
10	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	840	458
	Andre tilgodehavender	0	0
10	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	7.794	80
	Aktuelle skatteaktiver	181	2.223
	I alt andre aktiver	**8.815**	**2.760**
	Aktiver i alt	**1.524.496**	**948.492**
	PASSIVER		
12	Investorernes formue	1.523.889	947.697
	Skyldige omkostninger	598	795
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	9	0
	I alt anden gæld	**607**	**795**
	Passiver i alt	**1.524.496**	**948.492**
13	**Noter, hvortil der ikke henvises**		

NOTER

		2016	2015
1	**Renteindtægter (1000 kr)**		
	Indestående i depotselskab	3	4
	Noterede obligationer fra danske udstedere	1.343	776
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	899	505
	I alt renteindtægter	**2.245**	**1.285**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	-269	-74
	I alt renteudgifter	**-269**	**-74**
3	**Udbytter (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	160	17.556
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.004	3.247
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	53.690	-
	I alt udbytter	**57.854**	**20.803**
4	**Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)**		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	544	-323
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	2.172	617
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	**2.716**	**294**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	4.399	49
5	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-1.143	125
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	19.465	8.831
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	2.322	9.546
	Investeringsbeviser i andre udenlandske investeringsforeninger	317	
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**20.961**	**18.502**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-1.389	22.964

Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	167	222
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-76	-136
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**91**	**85**
7	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	1.020	215
	Markedsføringsomkostninger	5.141	332
	Gebyrer til depotselskab	353	216
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	2.595	391
	Øvrige omkostninger	213	111
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**9.322**	**1.265**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	85	69
	Revisionshonorar til revisorer	38	27
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	13	11
	Øvrige omkostninger	12	36
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**148**	**143**
	I alt administrationsomkostninger	**9.470**	**1.408**
8	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	432	707
	I alt skat	**432**	**707**
9	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	60.098	22.087
	Ikke refunderbar udbytteskat	-432	-375
	Kursgevinst til udlodning*	2.885	22.709
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-3.816	-1.390
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	35.131	41.852
	Anvendt fremført aktietab	0	0
	Udlodning overført fra sidste år	406	137
	I alt til rådighed til udlodning	**94.272**	**85.021**

*I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 305 tkr., en realiseret oblgationsgevinst på 49 tkr. og en realiseret kursgevinst på kapitalandele 22.964 tkr.

*I 2016: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti, 125 tkr., en realiseret obligationsgevinst på 4.399 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 1.389 tkr.

10	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	96,18	97,96
	Øvrige finansielle instrumenter**	3,82	2,04
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

11	**Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)**	**2016**	**2015**
	PFA Invest, Lange obligationer, DK0060446540	0	165.419
	PFA Invest Danske Aktier, DK0060446623	42.145	40.640
	PFA Invest Globale aktier, DK0060446706	285.060	178.724
	PFA Invest Kreditobligationer, DK0060446896	269.140	159.706
	PFA Invest Højt Udbytte Aktier, DK0060457901	72.537	47.699
	PFA Invest Europa Value aktier, DK0060579183	61.694	45.263
	PFA Invest Mellemlange obligationer, DK0060700433	219.472	0
	PFA Invest Udenlandske Obligationer, DK0060750966	19.402	0
	PFA Invest US Stabile Aktier, DK0060750883	63.522	0
	I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	**1.032.973**	**637.453**

Balance B

Note **NOTER (Fortsat)**

		2016		2015	
12	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	7.232	947.697	3.016	387.342
	Emissioner i året	4.970	599.748	4.541	612.241
	Indløsninger i året	-60	-7.202	-325	-41.713
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-1.762		-6.594
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-76		-136
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-35.131		-41.852
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-87.989		-41.811
	Overført til udlodning sidste år		-406		-137
	Overført til udlodning næste år		779		406
	Foreslået udlodning		93.493		84.616
	Overført fra resultatopgørelse		14.738		-4.663
	I alt Investorernes formue	**12.142**	**1.523.889**	**7.232**	**947.697**

13 **Noter, hvortil der ikke henvises**

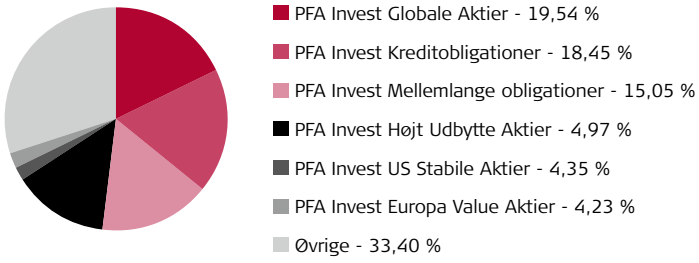
5 års oversigt	**2016**	**2015**	**2014**	**2013**	**2012***
Netto resultat (1000 kr)	73.473	38.369	28.366	15.772	879
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	1.523.889	947.697	387.342	146.423	106.818
Cirkulerende andele (stk.)	12.141.898	7.232.102	3.015.970	1.288.940	1.056.940
Indre værdi pr. andel	125,51	131,04	128,43	113,60	101,06
Udlodning pr. andel	7,70	11,70	11,00	2,40	-
Årets afkast i %	5,38	10,26	15,38	12,41	1,06
Årets benchmarkafkast i %	8,46	7,70	16,07	8,72	0,69
Omkostnings %	0,91	0,21	0,25	0,34	0,23
Omsætningshastighed	0,22	0,30	0,77	0,58	0,20
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	0,58	0,92	-	-	-
Tracking error (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	2,55	1,97	-	-	-
ÅOP (helårsperiodiseret 2012)	1,04	1,17	1,44	1,36	1,78

*Perioden 01.10.31.12.12

Afdelingens største beholdninger

PFA Invest Globale Aktier	19,54 %
PFA Invest Kreditobligationer	18,45 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	15,05 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	4,97 %
PFA Invest US Stabile Aktier	4,35 %
PFA Invest Europa Value Aktier	4,23 %
Øvrige	33,40 %

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 75% MSCI World, 5% Barclays Global Aggr Corp. excl. AAA EUR +USD (Hedged to DKK), 2,5 % JP Morgan EMBI Global Diversified (Hedged to DKK), 2,5 % Barclays US High Yield Corp 2% Issuer Capped (Hedged to DKK), 3,75 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Combined, 6 % Nordea Markets Mortgage Bond Index Non-callable › 1Y, 1,5 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index, 3,75 % Nordea Markets Government Bond Denmark Index CM 2Y.

Risikoprofil

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

Årets afkast og performance

Afdelingen realiserede i 2016 et afkast på 4,9 %, mens benchmark gav et afkast på 9,3 %.

År	Afkast	Benchmark	Afkast ift. benchmark
2015*	-0,91 %	-2,78 %	1,87 %
2016	4,88 %	9,29 %	-4,41 %
siden start	**3,93 %**	**6,25 %**	**-2,32 %**

* Perioden 05.05.-31.12.15.

Markedsudvikling i 2016

2016 blev endnu et positivt år for risikofyldte aktiver – om end volatiliteten var særdeles høj undervejs. De økonomiske svaghedstegn i Kina og USA i starten af året foranledigede et markant frasalg af aktier i januar og februar, og vi skulle frem til november før aktier overordnet set slog obligationer målt på afkastet.

Året startede med økonomiske svaghedstegn i Kina og USA, mens situationen i Europa så relativt pæn ud. Januar/februar indledte et markant frasalg af aktier med faldende kurser til følge. Værst så det ud i Europa, hvor aktierne var nede med 17 %, mens USA kun var nede med 10 %. Medio februar vendte markedet, dog stadig med store udsving, og umiddelbart før Brexit afstemningen var aktierne i USA oppe med 5 %, mens Europa havde reduceret kursfaldet til -5 %. Brexit var det første politiske tema i året, og efter briterne stemte for at melde sig ud af EU, faldt markedet markant igen. I USA faldt aktierne 5 %, mens de i Europa faldt yderligere 10 % på få dage.

Herefter vendte udviklingen og markedet steg resten af året, så aktierne sluttede året med en samlet stigning på 12 % i USA og 2 % i Europa (begge målt i lokal valuta). I andet halvår rystede præsidentvalget i USA kortvarigt markedet, mens markedet havde taget forskud på resultatet ved den italienske folkeafstemning kort tid efter. I begge tilfælde endte aktiemarkedet med at stige, efter valgresultaterne blev kendt.

På obligationsmarkederne var året på tilsvarende vis delt i et første halvår med faldende renter og et andet halvår med stigende renter, startende i september. Det samme billede viste sig for dollaren, hvor USD faldt 6 % mod danske kroner frem til primo maj for efterfølgende at stige 9 %. Kreditobligationer bundede medio februar, og steg efterfølgende i takt med, at olieprisen steg.

Konjunkturindikatorerne for økonomien steg gennem året, men med store udsving undervejs. I USA havde fremstillingssektoren 3 måneder i kritisk territorium (januar, februar og august), mens der var mere solide tal for de øvrige måneder. August var en svag måned generelt. Industriproduktionen lå generelt i den svage ende, hvilket gav anledning til bekymring. Væksten i beskæftigelsen var pæn hen over året, dog med et svagt tal for maj måned. I gennemsnit blev der nyansat 190.000 hver måned i USA, hvilket sammen med en relativt svag lønvækst er foreneligt med en moderat vækst i økonomien. Boligmarkedet var generelt solidt i 2016.

Afdelingens udvikling i 2016

For året som helhed blev afkastet 4,9 % svarende til en underperformance på -4,4 % i forhold til benchmarket. Det lave afkast relativt til benchmarket kan tilskrives underperformance på aktieporteføljen med overvægt i Europa og underperformance på globale aktier, hvor sidstnævnte dog har performet relativt bedre end Europa i 2016. Absolut set har afkastet været fornuftigt.

Balance C udviste markante fald frem til februar på mere end -10 %. Frem til maj kom Balance C i positivt territorie og performede på niveau med benchmark. Balance C tabte igen igennem Brexit grundet den høje aktieandel og lave obligationsandel. I de stille måneder fra august til oktober lå afkastet stabilt omkring 2 %. Markedet accelererede efter valget i USA primo november, og afkastet endte året på 4,9 %.

For 2016 gav danske obligationer et afkast på 4,2 %, hvilket er 0,5 %-point lavere end benchmarket.

Aktieporteføljen endte året oppe med 5 % sammenliget med et benchmarkafkast på 10,3 %. Underperformance på den globale aktieportefølje og overvægt på aktier i Europa påvirkede afkastet negativt.

I 2016 gav kreditobligationer et afkast på 8,1 %, hvilket er 1 % mere end benchmark.

Udbytte

Afdelingen udlodder et udbytte på 5,80 kr. pr. andel.

Forventninger til 2017

Afdelingen forventer endnu et positivt år for risikofyldte aktiver. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomien, og ligesom det forgange år bliver 2017 i høj grad et år præget af politik og centralbanker. I Europa er der valg i flere store Eurolande, Trump indsættes som præsident i USA, og den amerikanske centralbank forventes at gennemføre flere renteforhøjelser i løbet af året. Alle disse begivenheder kan potentielt medføre en del volatilitet i løbet af året.

Afdelingen forventer, at de globale aktiemarkeder vil stige med 5-10 % i 2017. Hovedscenariet er en lav, men positiv vækst i økonomierne samt fortsat indtjeningsvækst hos selskaberne.

Kreditobligationer forventes at give et højere afkast end statsobligationer.

Danske obligationer forventes at levere et beskedent afkast i 2017.

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 por-

tefølje 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 porteføljе.

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 porteføljе 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 2017

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 C

Note	**Resultatopgørelse (1000 kr.)**	**2016**	**05.05-31.12.15**
1	Renteindtægter	85	15
2	Renteudgifter	-44	-14
3	Udbytter	17.829	667
	I alt udbytter og renter	**17.870**	**668**
4	Kursgevinster, og -tab, Obligationer	-81	1
5	Kursgevinster, og -tab, Kapitalandele	3.393	-872
	Kursgevinster, og -tab, Valutakonti	-16	-279
6	Handelsomkostninger	35	4
	I alt kursgevinster og -tab	**3.261**	**-1.154**
	I alt indtægter	**21.131**	**-486**
7	Administrationsomkostninger	2.606	375
	Resultat før skat	**18.525**	**-861**
8	Skat	149	76
	Årets nettoresultat	**18.376**	**-936**
	Udlodningsregulering	4.530	-490
	Overført fra sidste år	0	0
	I alt formuebevægelser	**4.530**	**-490**
	Til disposition	**22.906**	**-1.426**
9	**Til rådighed for udlodning**	**18.970**	**-1**
	Udlodning vedrørende cirkulerende beviser	18.922	0
	Overført til udlodning næste år	49	0
	Overført til formuen	**3.935**	**-1.425**

Balance C

Note	Balance (1000 kr.)	2016	2015
	AKTIVER		
	Indestående i depotselskab	8.464	4.940
10	**I alt likvide midler**	**8.464**	**4.940**
	Noterede aktier fra obligationer fra danske udstedere	9.194	5.050
	Noterede aktier fra obligationer fra udenlandske udstedere	0	0
	I alt obligationer	**9.194**	**5.050**
	Noterede aktier fra danske selskaber	3.948	3.504
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	88.442	70.969
11	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	228.633	135.611
10	**I alt kapitalandele**	**321.023**	**210.084**
10	Tilgodehavende renter, udbytter mm.	40	33
	Aandre tilgodehavender	0	0
10	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	405	64
	Aktuelle skatteaktiver	47	12
	I alt andre aktiver	**492**	**109**
	Aktiver i alt	**339.173**	**220.183**
	PASSIVER		
12	Investorernes formue	339.063	220.025
	Skyldige omkostninger	107	159
	Mellemværende vedrørende handelsafvikling	2	0
	I alt anden gæld	**109**	**159**
	Passiver i alt	**339.173**	**220.183**
13	**Noter, hvortil der ikke henvises**		

NOTER

		2016	05.05-31.12.15
1	**Renteindtægter (1000 kr)**		
	Indestående i depotselskab	0	0
	Noterede aktier fra danske selskaber	85	15
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	0	0
	I alt renteindtægter	**85**	**15**
2	**Renteudgifter (1000 kr.)**		
	Renteindtægter depotselskab	-44	-14
	I alt renteudgifter	**-44**	**-14**
3	**Udbytter (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	67	0
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.371	667
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	16.391	0
	I alt udbytter	**17.829**	**667**
4	**Kursgevinster og -tab, Obligationer (1000 kr.)**		
	Noterede obligationer fra danske udstedere	-81	1
	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	0	0
	I alt kursgevinster og -tab, Obligationer	**-81**	**1**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, obligationer	878	-1
5	**Kursgevinster og -tab, Kapitalandele (1000 kr.)**		
	Noterede aktier fra danske selskaber	-429	62
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.557	-1.230
	Investeringsbeviser i andre danske UCITS	-2.835	296
	Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	99	0
	I alt kursgevinster og -tab, Kapitalandele	**3.392**	**-872**
	Heraf udgør realiseret kursgevinst til udlodning, kapitalandele	-3.030	-33

Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

6	**Handelsomkostninger (1000 kr.)**		
	Bruttohandelsomkostninger	53	60
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-18	-56
	I alt handelsomkostninger ved løbende drift	**35**	**4**
7	**Administrationsomkostninger**		
	Afdelingsdirekte		
	Administrationsvederlag	246	40
	Markedsføringsomkostninger	1.350	101
	Gebyrer til depotselskab	94	38
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	812	129
	Øvrige omkostninger	67	45
	I alt afd. Direkte adm.omkostninger	**2.569**	**353**
	Andel af fællesomkostninger		
	Honorer til bestyrelse	21	10
	Revisionshonorar til revisorer	9	4
	Andre omk. i forbindelse med formueplejen	2	2
	Øvrige omkostninger	6	6
	I alt andel af fælles adm.omkostninger	**38**	**21**
	I alt administrationsomkostninger	**2.607**	**375**
8	**Skat (1000 kr.)**		
	Ikke refunderbar udbytteskat	149	76
	I alt skat	**149**	**76**
9	**Til rådighed for udlodning (1000 kr.)**		
	Renter og udbytter	17.914	682
	Ikke refunderbar udbytteskat	-149	-76
	Kursgevinst til udlodning*	-2.189	-291
	Adm. Omkostninger til modregning i udlodning	-1.135	0
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger	4.530	-317
	Anvendt fremført aktietab	-1	0
	Udlodning overført fra sidste år	0	0
	I alt til rådighed til udlodning	**18.970**	**-1**

*I 2015: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti 257 tkr., obligationstab på 1 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 33 tkr.

*I 2016: Udgør et skattemæssig realiseret kurstab på valutakonti 37 tkr., obligationsgevinst på 878 tkr. og et realiseret kurstab på kapitalandele 3.030 tkr.

10	**Finansielle instrumenter(%)**		
	Børsnoterede finansielle instrumenter*	97,50	97,76
	Øvrige finansielle instrumenter**	2,50	2,24
	I alt finansielle instrumenter	**100,00**	**100,00**

Værdipapirspecifikation findes på foreningens hjemmeside www.pfainvest.dk

*Indeholder Kapitalandele og tilgodehavende rente, udbytte mm

**Indeholder Likvide midler

11	**Investeringsbeviser i andre danske UCITS (1000 kr.)**	**2016**	**2015**
	PFA Invest, Lange obligationer, DK0060446540	0	24.872
	PFA Invest Danske Aktier, DK0060446623	21.745	16.656
	PFA Invest Globale aktier, DK0060446706	62.340	40.855
	PFA Invest Kreditobligationer, DK0060446896	39.030	18.258
	PFA Invest Højt Udbytte Aktier, DK0060457901	27.921	16.112
	PFA Invest Europa Value aktier, DK0060579183	19.207	18.858
	PFA Invest Mellemlange obligationer, DK0060700433	33.158	0
	PFA Invest Udenlandske Obligationer, DK0060750966	1.940	0
	PFA Invest US Stabile Aktier, DK0060750883	23.291	0
	I alt Investeringsbeviser i danske investeringsforeninger	**228.633**	**135.611**

Balance C

Note **NOTER (Fortsat)**

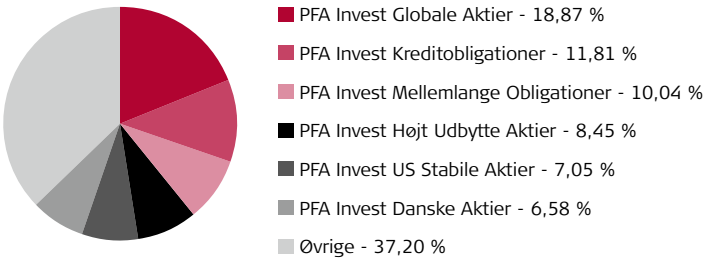
		2016		2015	
12	**Investorernes formue (1000 kr)**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**	**Cirk. Andele**	**Formue værdi**
	Investorernes formue (primo)	2.221	220.025	-	-
	Emissioner i året	1.077	104.559	2.221	223.368
	Indløsninger i året	-35	-3.288	-	-
	Nettoemissionstillæg og nettoindløsningsfradrag		-590		-2.351
	Handelsomkostninger omkl. fra driften		-18		-56
	Regulering af udlodning ved emissioner og indløsninger		-4.530		490
	Udlodning vedr. sidste år incl. Regulering ved emissioner og indløsninger		-		-
	Overført til udlodning sidste år		-		-
	Overført til udlodning næste år		49		-1
	Foreslået udlodning		18.922		-
	Overført fra resultatopgørelse		3.936		-1.425
	I alt Investorernes formue	**3.263**	**339.063**	**2.221**	**220.025**

13 **Noter, hvortil der ikke henvises**

5 års oversigt	**2016**	**2015***
Netto resultat (1000 kr)	18.376	-936
Formue inkl. udlodning (1000 kr.)	339.063	220.025
Cirkulerende andele (stk.)	3.262.338	2.220.567
Indre værdi pr. andel	103,93	99,08
Udlodning pr. andel	5,80	-
Årets afkast i %	4,88	-0,91
Årets benchmarkafkast i %	9,29	-2,78
Omkostnings %	1,04	0,23
Omsætningshastighed	0,29	0,05
Sharpe ratio (forudsætter observationer i mindst 36 måneder)	-	-
ÅOP (helårsperiodiseret 2015)	1,20	1,29
*Perioden 05.05.15-31.12.15		
Tab på aktier til fremførsel (1000 kr.)	-	-

Afdelingens største beholdninger	
PFA Invest Globale Aktier	18,87 %
PFA Invest Kreditobligationer	11,81 %
PFA Invest Mellemlange Obligationer	10,04 %
PFA Invest Højt Udbytte Aktier	8,45 %
PFA Invest US Stabile Aktier	7,05 %
PFA Invest Danske aktier	6,58 %
Øvrige	37,20 %

Aktivfordelingen i afdelingen (%)



Beholdningens fordeling er eksklusiv likvider.

FÆLLES NOTER

Bestyrelses- og revisionshonorar

	2016	2015
Bestyrelsen aflønnes alene med faste honorarer og er således ikke omfattet af incitamentsprogrammer. Der påhviler ikke foreningen nogen pensionsforpligtelser overfor bestyrelsen.		
Bestyrelseshonorar (1000 kr.)		
Aktive afdelinger i nærværende regnskab	369	343
Afviklede afdelinger	31	57
Samlet bestyrelseshonorar	400	400
Honoraret er fastsat således:		
Formanden	200	200
To øvrige bestyrelsesmedlemmer	200	200
Revisionshonorar (1000 kr.)		
Revisionshonorar	138	136
Honorar for andre ydelser end revision	-	-
Samlet honorar	**138**	**136**

Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2015.

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 præsentationsvaluta 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.

Fra 2016 er praksis ændret vedrørende en afdelings investering i andre afdelinger i foreningen. Når en afdeling (moder) investerer i andre af foreningens afdelinger (datter), vil en forholdsmæssig andel af datterafdelingens omkostninger f.s.v.a. administrations- og rådgivningsvederlag samt markedsføringshonorar, blive refunderet til moderafdelingen af det selskab, der har udført ydelsen for datterafdelingen. Derved undgås, at der sker dobbeltbetaling for samme ydelse.

I moderafdelingen indregnes den modtagne refusion på "Kursregulering danske investeringsforeninger". i 2015 og tidligere skete ingen refusion. Derimod blev administrationsomkostningerne i moderafdelingen reduceret, så der ikke skete dobbeltbetaling for den samme ydelse.

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 korrigeret 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 § 16C 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.

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 %

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

hvor geninvesteret udlodning opgøres således:

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

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

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

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 %)

ÅOP = Seneste årlige administrationsomkostninger i % +
Seneste direkte handelsomkostninger ved løbende drift i % +
1/7 x (Maksimalt emissionstillæg i % + Maksimalt indløsningsfradrag i procent)

For at sikre konsistens med ÅOP i Central Investorinformation anvendes fra og med 2016 de aktuelle satser, i stedet for satser baseret på realiserede omkostninger, i de afdelinger, hvor der er foretaget ændringer af satser i det forløbne regnskabsår. Sammenligningstal er ikke tilrettet.

Active share

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

Tracking error

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

Sharpe ratio

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

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 standardafgivelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/ volatilitet for afdelinger, som eksisteret i minimum 36 måneder.

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.

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:

- Mellemlange Obligationer
- Kreditobligationer
- Udenlandske Obligationer
- Danske Aktier
- Globale Aktier
- Højt Udbytte Aktier
- Europa Value Aktier
- USA Stabile Aktier
- 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

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