

# Investeringselskabet Artha Max A/S

Søllerødvej 64, 2840 Holte  
CVR-nr. 34 69 70 78

## Årsrapport for 2016

Årsrapporten er godkendt på den  
ordinære generalforsamling, d. 29.05.17

Klaus T. W. Lund  
Dirigent

---

Selskabsoplysninger m.v.	3
Ledespåtegning	4
Den uafhængige revisors revisionspåtegning	5 - 7
Ledelsesberetning	8 - 14
Resultatopgørelse	15
Balance	16
Egenkapitalopgørelse	17
Noter	18 - 22

---

---

**Selskabet**

---

Investeringsselskabet Artha Max A/S  
Søllerødvej 64  
2840 Holte  
Danmark'  
Hjemsted: Rudersdal  
CVR-nr.: 34 69 70 78  
Regnskabsår: 01.01 - 31.12

---

**Direktion**

---

Direktør Kristian Væver Myrup

---

**Bestyrelse**

---

Formand Michael Kjær  
Advokat Klaus T. W. Lund  
Mads Pilgren

---

**Revision**

---

Beierholm  
Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Vi har dags dato aflagt årsrapporten for regnskabsåret 01.01.16 - 31.12.16 for Investeringsselskabet Artha Max A/S.

Årsrapporten aflægges i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.16 og resultatet af selskabets aktiviteter for regnskabsåret 01.01.16 - 31.12.16.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

Holte, den 8. maj 2017

### **Direktionen**

Kristian Væver Myrup  
Direktør

### **Bestyrelsen**

Michael Kjær  
Formand

Klaus T. W. Lund  
Advokat

Mads Pilgren

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

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

#### Konklusion

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsselskabet Artha Max A/S for regnskabsåret 01.01.16 - 31.12.16, der omfatter resultatopgørelse, balance, egenkapitalopgørelse og noter, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter årsregnskabsloven.

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af selskabets aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31.12.16 samt af resultatet af selskabets aktiviteter for regnskabsåret 01.01.16 - 31.12.16 i overensstemmelse med årsregnskabsloven.

#### Grundlag for konklusion

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

#### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

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

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

### Revisors ansvar for revisionen af årsregnskabet

Vores mål er at opnå høj grad af sikkerhed for, om årsregnskabet som helhed er uden væsentlig fejlinformation, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl, og at afgive en revisionspåtegning med en konklusion. Høj grad af sikkerhed er et højt niveau af sikkerhed, men er ikke en garanti for, at en revision, der udføres i overensstemmelse med internationale standarder om revision og de yderligere krav, der er gældende i Danmark, altid vil afdække væsentlig fejlinformation, når sådan findes. Fejlinformationer kan opstå som følge af besvigelser eller fejl og kan betragtes som væsentlige, hvis det med rimelighed kan forventes, at de enkeltvis eller samlet har indflydelse på de økonomiske beslutninger, som regnskabsbrugerne træffer på grundlag af årsregnskabet.

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

- 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 selskabets interne kontrol.
- Tager vi stilling til, om den regnskabspraksis, som er anvendt af ledelsen, er passende, samt om de regnskabsmæssige skøn og tilknyttede oplysninger, som ledelsen har udarbejdet, er rimelige.
- Konkluderer vi, om ledelsens udarbejdelse af årsregnskabet på grundlag af regnskabsprincippet om fortsat drift er passende, samt om der på grundlag af det opnåede revisionsbevis er væsentlig usikkerhed forbundet med begivenheder eller forhold, der kan skabe betydelig tvivl om selskabets evne til at fortsætte driften. Hvis vi konkluderer, at der er en væsentlig usikkerhed, skal vi i vores revisionspåtegning gøre opmærksom på oplysninger herom i årsregnskabet eller, hvis sådanne oplysninger ikke er tilstrækkelige, modificere vores konklusion. Vores konklusioner er baseret på det revisionsbevis, der er opnået frem til datoen for vores revisionspåtegning. Fremtidige begivenheder eller forhold kan dog medføre, at selskabet ikke længere kan fortsætte driften.

## Den uafhængige revisors revisionspåtegning

- 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 blandt andet det planlagte omfang og den tidsmæssige placering af revisionen samt betydelige revisionsmæssige observationer, herunder eventuelle betydelige mangler i intern kontrol, som vi identificerer under revisionen.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

Ledelsen er ansvarlig for ledelsesberetningen.

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

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

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

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

Hobro, den 8. maj 2017

### Beierholm

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR-nr. 32 89 54 68

Thomas Andersen  
Statsaut. revisor

## Hovedaktivitet

Investeringsselskabet Artha Max' målsætning er at maksimere afkastet, under hensyntagen til at risikoen i selskabet i gennemsnit ligger på en standardafvigelse svarende til en portefølje bestående af 100% aktier. Selskabet anvender dog gearing og investerer i en væsentlig bredere vifte af primært børsnoterede værdipapirer, fonde og finansielle instrumenter for at udnytte dette risikobudget bedst muligt til at opnå et højere langsigtet afkast.

I gennemsnit forventer selskabet at investere 40% af egenkapitalen i aktier, 40% af egenkapitalen i højrenteobligationer, 40% af egenkapitalen i særlige investeringer samt 200% i realkreditobligationer via repoforretninger. De særlige investeringer vil være i Hedge Fonde, Private Equity, alternativ energi, ejendomme eller bridgefinansiering. Selskabet forventer i gennemsnit en aktivmasse, som er godt tre gange egenkapitalen.

Selskabets investeringsstrategi har, målt på markedsudviklingen fra primo 1993 til ultimo 2016, givet et afkast på 17% p.a. For de kommende år forventes et noget lavere markedsafkast end i perioden fra 1993-2016 som følge af et lavere rente- og inflationsniveau. Omvendt forventes selskabets dynamiske allokering på aktivklasser, samt udvælgelse af de operationelle investeringer, at bidrage positivt til selskabets afkast.

I perioden fra 1993-2016 har investeringsstrategien i gennemsnit haft en standardafvigelse på 15% p.a. målt på månedsdata. Standardafvigelsen har i perioden svinget mellem en bund på 7% i 2007 til en top på 20% i år 1997 og 2009. Selskabet forventer samme risiko de kommende år, som der har været i perioden fra 1993-2016, som dækker flere konjunkturcykler samt både it-aktiekrak, finanskriser samt diverse valuta- og kreditkriser relateret til blandt andet Asien, Rusland og krakket i hedge-fonden Long-Term Capital Management.

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

1. Standardafvigelse på maksimalt 25%
2. Gearing af egenkapital på maksimalt 300%
3. Aktieandel på maksimalt 75% af egenkapitalen
4. Obligationsandel udover stats- og realkreditobligationer på maksimalt 75% af egenkapitalen
5. Særlige/unoterede investeringer på maksimalt 50% af egenkapitalen
6. Ingen udsteder i ovenstående aktivklasser har mere end 15% af egenkapitalen.

Derudover kan selskabets bestyrelse fastlægge investeringsrammer, som er mere snævre end de overordnede rammer. Dette har dog ikke været tilfældet hverken i 2016 eller de foregående år.



## Udvikling i aktiviteter og økonomiske forhold

### Periodens resultat

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

Siden etableringen i oktober 2012 er det gennemsnitlige afkast på 12,8% p.a. Sharpe ratio er beregnet til 2,0. Sharpe ratio viser hvor stort merafkastet er i forhold til merrisikoen. Begge dele i forhold til en kort pengemarkedsplacering. Sharpe ratio skal være positiv for at der skabes et merafkast og en Sharpe ratio på over 1,0 er meget flot, hvis der er tale om en periode dækkende en hel konjunkturcyklus.

Periodens resultat før omkostninger på 31,1 mio.kr. svarer til et afkast på 13,8% af den gennemsnitlige egenkapital. Resultatet er meget tilfredsstillende og højere end en risikomæssig tilsvarende placering i 100% globale aktier som gav 10,9% i afkast i 2016 før omkostninger. Efter omkostninger er resultatet 27,8 mio.kr. svarende til en stigning i Selskabets indre værdi på 12,3%. Bemærk at der kommenteres på resultatet inkl. resultat af handel med egne aktier, som i regnskabet registreres direkte over egenkapitalen, da afkastet af disse handler skal ses som en del af det samlede investeringsresultat.

Periodens investeringsresultat på 31,1 mio.kr. er fordelt med 9,5 mio.kr. på aktier, 6,8 mio.kr. på realkreditobligationer, 6,2 mio.kr. på virksomheds- og landeobligationer og 8,6 mio.kr. på øvrige investeringer. Finansieringsomkostningerne ved gearingen er medregnet i afkastet på realkreditobligationer. Især afkastet på øvrige investeringer er meget tilfredsstillende.

Aktiemarkederne udviklede sig positivt i 2016, idet danske aktier steg 3% og globale aktier 11%. Artha Max fik et tilfredsstillende aktieafkast som var højere end markedsafkastet på danske aktier, men lavere på de globale aktier. Aktier fra Emerging Markets udviklede sig positivt og bedre end markedsudviklingen. Hovedparten af investeringerne er via aktive investeringsforeninger eller passive fonde.

Realkreditobligationer gav et meget tilfredsstillende afkast på 2%. Dette er ganske vist lavere end markedsafkastet for Nykredit Realkreditindeks på 4,5% i 2016. Artha's afkast er dog opnået med en betydelig lavere renterisiko. Beholdningen har en lav renterisiko da det primært er ældre højtforrentede konverterbare obligationer. Afkastet på 6,8 mio. består primært af en forholdsvis stabil rentemarginal og kun i mindre omfang af kursreguleringer bortset fra effekten af de ordinære og ekstraordinære indfrielse ved de fire årlige terminer. Afkastet er inkl. gevinst/tab fra belåning af obligationsbeholdningen og afdækning af renterisikoen.

Kreditobligationer gav et positivt bidrag til resultatet i 2016 på 6,2 mio. Afkastet kan igen i 2016 delvist henføres til obligationer udstedt af danske lokalbanker. Det er en meget attraktiv beholdning af primært unoterede obligationer erhvervet ved "private placements". Risikoen vurderes som overskuelig, især da porteføljen er veldiversificeret på mange pengeinstitutter, og renten er på 6-12%. Øvrige virksomheds- og landeobligationer bidrog dog ligedes positivt til afkastet og samlet blev afkast på beholdningen på 8%.

Hedge Fonde gav et resultat på -0,4 mio.kr. svarende til -3% af det investerede beløb. Afkastet var lidt skuffende på trods af at investeringsstrategien på dette område har fokus på at være kontracyklisk. Fokus ved fondsudvælgelse er en høj sharpe ratio, overskuelig risiko og lav/negativ korrelation til aktiemarkedet. Private Equity gav et særdeles tilfredsstillende afkast på 8,4 mio.kr. svarende til et afkast på 34% af det investerede beløb. Afkastet kan primært henføres til køb af aktier i Danmarks Skibskredit og efterfølgende salg af disse til en markant bedre kurs. De øvrige unoterede investeringer i primært to "fund-of-funds" leverede dog også fine afkast. Ejendomme m.v. gav et resultat på 0,5 mio.kr. og dette kan blandt andet henføres til resultatet fra de særlige investeringer som Artha udbyder herunder Artha Dagligvarebutikker og Artha Ejerlejligheder.

Periodens omkostninger på 3,3 mio.kr. dækker over udgifter til Artha for forvaltning af selskabets investeringsstrategi samt udgifter til øvrige omkostninger. Udgifter til kapitalforvaltning indebærer et fast honorar på 0,5% p.a. af selskabets egenkapital plus 0,15% p.a. af gearingen samt et resultatafhængigt honorar på 5% af afkastet til Artha Forvaltning A/S. Udgifter til øvrige omkostninger dækker depositar, revision, depotgebyr, værdipapircentralregistrering m.v. Depositar koster 0,20% af egenkapitalen til Artha Kapitalforvaltning Fondsmæglerselskab A/S. Revision, depotgebyr, VP-registrering samt øvrige omkostninger udgør tilsammen 0,10% af egenkapitalen.

Selskabet har siden 2012 haft Selskabets aktier registreret i Værdipapircentralen samt lavet aftale med Fundcollect som løbende sikrer opdatering af Selskabets aktiekurs i bankernes EDB-centraler. Herved kan aktionærer følge Selskabets kursudvikling i egen netbank, ligesom merudgifterne i Selskabet mere end rigeligt modsvarer af lavere depot- og handelsomkostninger for aktionærernes beholdninger af Artha Max i eget depot.

Alt i alt er Selskabets omkostningsprocent lavere i 2016 end i 2015. Dette skyldes primært at selskabets vækst har betydet, at de faste omkostninger udgør en mindre andel af formuen, idet et lidt højere afkast har medført et højere resultatafhængigt honorar i 2016 end i 2015.

Figur 1: Daglig indre værdi for Investeringselskabet Artha Max fra oktober 2012-2016.



Selskabets indre værdi pr. aktie blev øget fra 446.360 kr. ultimo 2015 til 501.315 kr. ultimo 2016 svarende til en stigning på 12,3%. Den indre værdi opgøres dagligt som led i selskabets risikostyring samt til brug for handel i selskabets aktier, jf. nedenfor. Den foreløbige indre værdi ultimo 2016 opgjort i Faktaarket udsendt primo 2017 var 501.406 kr.. Der er således god overensstemmelse mellem den daglige opgørelse og den reviderede opgørelse pr. ultimo 2016, idet afvigelsen er på forholdsvis beskedne 0,02%.

### Balance

Porteføljens gennemsnitlige estimerede risiko målt ved standardafvigelsen var på 13,1% og dermed lavere end selskabets målsætning om en risiko på 15%. Gearingen var i gennemsnit på 159% og dermed ligeledes under den langsigtede gennemsnitlige målsætning på 220%, som svarer til, at aktiverne er godt tre gange egenkapitalen. Den lave gearing kan henføres til det lave renteniveau og er årsagen til, at den samlede risiko i porteføljen har været under det langsigtede mål.

Tabel 1: Risikorammer og faktisk udnyttelse af disse i 2016.

Risikorammer	Gennemsnit 2016	Interval 2016	Inv. Strategi	Maks. Ramme
Standardafvigelse	13,1%	12,5% - 14,0%	15%	25%
Gearing, Nettogæld/EK	159,1%	128,7% - 199,0%	220%	300%
Aktieandel i pct. af EK	45,3%	41,3% - 48,7%	40%	75%
Obl. stat + real i pct. af EK	150,7%	119,9% - 192,5%	200%	Ingen ramme
Obl. ej stat + real i pct. af EK	33,8%	31,4% - 36,6%	40%	75%
Særlige/unoti i pct. Af EK	28,6%	25,1% - 30,7%	40%	50%

Note: EK er selskabets egenkapital jf. månedlige indre værdi opgørelser. Tal er fra Selskabets risikostyringsmodel.

Selskabets gennemsnitlige aktieandel på 45% af egenkapitalen var højere end den stipulerede strategi med 40% aktier. Overvægten af aktier bidrog positivt til afkastet qua de stigende aktiemarkeder. Aktiebeholdningen bestod primært af individuelle danske aktier kombineret med investeringsforeninger på globale og emerging markets aktier.

Den gennemsnitlige obligationsandel på 151% var lavere end den stipulerede strategi med 200% realkreditobligationer. Det skyldes dog kun i begrænset omfang en lavere realkreditbeholdning. Den væsentligste årsag var derimod at renterisikoen var delvist afdækket via finansielle instrumenter. Afdækningen bidrog negativt til Selskabets resultat.

Andelen af virksomheds- og udenlandske obligationer var i gennemsnit 34% og dermed lavere end strategien på 40%. Virksomhedsobligationerne er primært individuelle danske udstedelser eller udstedelser relateret til nordiske virksomheder. Der er en del obligationer udstedt af lokale danske pengeinstitutter. Nogle af disse er unoterede og kan kun købes af investorer, der regulativt kategoriseres som professionelle.

De særlige/unoterede investeringer var ultimo primært fordelt på to private equity fund-of-funds, fire hedgefonde, én vindmølleinvestering og seks ejendomsinvesteringer. Vindmølle- og ejendomsinvesteringerne var via selskaber stiftet og drevet af Artha og udgjorde ultimo året 7% af Selskabets egenkapital.

### **Usikkerhed ved indregning og måling**

Børsnoterede værdipapirer optages til børskurs. For illikvide værdipapirer anvendes estimeret handelsværdi. Finansielle instrumenter optages til aktuel markedsværdi. Unoterede aktier optages til indre værdi eller værdien ved seneste kapitalforhøjelse. For alle værdipapirer kan værdien ved handel afvige fra værdien i regnskabet, især hvis der skal realiseres med kort varsel. Der er størst usikkerhed på de illikvide og unoterede værdipapirer. Den samlede usikkerhed på porteføljeniveau vurderes dog at være acceptabel og forholdsvis beskeden.

### **Risikofaktorer**

Selskabets primære risiko er knyttet til afkastet af de investeringer, der foretages. Denne risiko består blandt andet af aktierisiko, renterisiko, valutakursrisiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko og afviklingsrisiko. Afkastet, på såvel enkeltinvesteringer som på hele egenkapitalen, kan blive negativ. Selskabet anvender gearing dels via lån i banker og via afledte instrumenter. Det er vigtigt for selskabet, at der etableres rammer med selskabets bankforbindelse, som i betydelig grad sikrer selskabets handlefrihed. En solid og stram likviditets- og risikostyring er derfor vigtig for selskabet. Selskabet har i 2016 øget antallet af bankforbindelser fra fem til seks.

Selskabets aktier kan ikke indløses, og den handlebare værdi kan derfor afvige fra selskabets indre værdi. Ændring i skatteregler for investorenes placering i selskabet, samt evt. ændring i selskabets status og skattemæssige behandling som Investeringsselskab, er ligeledes en risikofaktor.

### Skat

Selskabet er et investeringsselskab, og det er derfor skattefrit, bortset fra at der betales skat af modtagne aktieudbytter. Der gøres opmærksom på, at aktionærer i Artha Max skal opgøre gevinst og tab på aktierne i Artha Max efter lagerprincippet. Beløbet beskattes som kapitalindkomst for private investorer og som selskabsindkomst for selskaber.

### Aktiekapital

Selskabet er et unoteret aktieselskab. Selskabets kapital er fordelt på et antal aktier á hver nominelt DKK 150.000. Aktierne er frit omsættelige, og selskabets indre værdi offentliggøres månedligt på selskabets hjemmeside [www.arthamax.dk](http://www.arthamax.dk) samt via email til Selskabets aktionærer. Der er løbende igennem 2016 gennemført kapitaludvidelser, som, sammen med årets overskud, har øget egenkapitalen fra 163,4 mio.kr. til 327,9 mio.kr.

Det er selskabets målsætning løbende at tilpasse selskabets kapital enten via aktieudvidelser eller aktietilbagekøb afhængig af behov. Ordre afgivet inden kl. 8 afregnes ud fra dagskursen på ordredagen. Ordre afgivet efter kl. 8 afregnes til dagskursen på næste handelsdag. Dagskursen beregnes som indre værdi baseret på principperne omkring indregning og måling, jf. ovenfor. Hertil kommer et emissionstillæg/indløsningsfradrag, som fremgår af Faktaarket, der til enhver tid kan ses på selskabets hjemmeside.

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

### Usædvanlige forhold

Der har ikke været usædvanlige forhold i selskabets virksomhed.

### Begivenheder efter regnskabsårts afslutning

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

**Forventet udvikling**

Selskabets afkast af egenkapitalen afhænger af udviklingen på de værdipapirer, som Selskabet har investeret i. Med Artha's aktuelle forventninger til afkast for de forskellige aktivklasser forventes et gennemsnitligt investeringsafkast de kommende år på 7% p.a. før omkostninger. Resultatet vil dog afhænge af udviklingen på de finansielle markeder, herunder især aktiekurser, renteutvikling og valutakurser samt udviklingen for de konkrete værdipapirer i Selskabets portefølje.

## Resultatopgørelse

Note	2016 DKK	2015 DKK
Andre eksterne omkostninger	-3.320.754	-1.625.430
<b>Bruttotab</b>	<b>-3.320.754</b>	<b>-1.625.430</b>
Finansielle indtægter	34.375.344	18.333.340
Finansielle omkostninger	-3.413.021	-6.883.560
<b>Resultat før skat</b>	<b>27.641.569</b>	<b>9.824.350</b>
Skat af årets resultat	0	0
<b>Årets resultat</b>	<b>27.641.569</b>	<b>9.824.350</b>

### Forslag til resultatdisponering

Overført resultat	27.641.569	9.824.350
<b>I alt</b>	<b>27.641.569</b>	<b>9.824.350</b>

	31.12.16 DKK	31.12.15 DKK
<b>AKTIVER</b>		
Note		
Andre tilgodehavender	1.260.884	3.721.613
<b>Tilgodehavender i alt</b>	<b>1.260.884</b>	<b>3.721.613</b>
Andre værdipapirer og kapitalandele	884.613.216	450.271.423
<b>Værdipapirer og kapitalandele i alt</b>	<b>884.613.216</b>	<b>450.271.423</b>
<b>Likvide beholdninger</b>	<b>32.606.713</b>	<b>3.863.580</b>
<b>Omsætningsaktiver i alt</b>	<b>918.480.813</b>	<b>457.856.616</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>918.480.813</b>	<b>457.856.616</b>

**PASSIVER**

1 Selskabskapital	98.100.000	54.900.000
Overkurs ved emission	0	90.451.271
Overført resultat	229.759.897	18.016.535
<b>Egenkapital i alt</b>	<b>327.859.897</b>	<b>163.367.806</b>
Gæld til øvrige kreditinstitutter	39	153.637.825
Anden gæld	590.620.877	140.850.985
<b>Kortfristede gældsforpligtelser i alt</b>	<b>590.620.916</b>	<b>294.488.810</b>
<b>Gældsforpligtelser i alt</b>	<b>590.620.916</b>	<b>294.488.810</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>918.480.813</b>	<b>457.856.616</b>

- 2 Afledte finansielle instrumenter
- 3 Eventualforpligtelser
- 4 Pantsætninger og sikkerhedsstillelser



## Egenkapitalopgørelse

Beløb i DKK	Selskabskapital	Overkurs ved emission	Overført resultat
Egenkapitalopgørelse for 01.01.16 - 31.12.16			
Saldo pr. 01.01.16	54.900.000	90.451.271	18.016.535
Kapitalforhøjelse	43.200.000	93.693.945	0
Omkostninger ved kapitalændringer	0	-219.718	-2.075
Køb af egne kapitalandele	0	0	-12.596.090
Salg af egne kapitalandele	0	0	12.774.460
Overførsler til/fra andre reserver	0	-183.925.498	183.925.498
Forslag til resultatdisponering	0	0	27.641.569
Saldo pr. 31.12.16	98.100.000	0	229.759.897

**1. Selskabskapital**

Selskabskapitalen består af:

	Antal	Pålydende værdi i alt DKK
Aktiekapital	654	98.100.000
Kapitalforhøjelse i regnskabsåret	288	43.200.000

Egne kapitalandele består af:

	Købs- /salgspris DKK	Antal	Pålydende værdi i alt DKK	Procent af kapital
Beholdning af egne kapitalandele pr. 01.01.16		0	0	0%
Årets tilgang	12.596.090	27	4.050.000	4%
Årets afgang	12.774.460	27	-4.050.000	-4%
Beholdning af egne kapitalandele pr. 31.12.16			0	0%

Salg og erhvervelse af egne kapitalandele er sket i forbindelse med investorer, som ønsker at udtræde af ejerkredsen (indløsning) samt med henblik på optagelse af nye investorer i ejerkredsen, således selskabets kapitalforhold er tilpasset ønsker til fleksibel ind- og udtræden.

## 2. Afledte finansielle instrumenter

Selskabet handler med afledte finansielle instrumenter som led i selskabets investeringsstrategi. De afledte finansielle instrumenter omfatter på balancedagen børsnoterede futures samt terminsforretninger på børsnoterede obligationer.

De beholdne futures udløber i marts 2017. Pr. 31.12.16 udgør dagsværdien af futures t.DKK -242, der er indregnet i balancen under kortfristede gældsforpligtelser.

Der er i regnskabsåret indregnet realiserede og urealiserede nettotab på i alt t.DKK -3.012 i resultatopgørelsen som følge af årets investeringer i futures.

Pr. 31.12.16 er der åbne terminsforretninger på børsnoterede obligationer på t.DKK 561.564.

## 3. Eventualforpligtelser

Selskabet har ingen eventualforpligtelser pr. 31.12.16.

## 4. Pantsætninger og sikkerhedsstillelser

For investeringskreditter i pengeinstitutter er der stillet sikkerhed i selskabets værdipapirbeholdninger.

## 5. Anvendt regnskabspraksis

### GENERELT

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med årsregnskabsloven for virksomheder i regnskabsklasse B med tilvalg af bestemmelser for regnskabsklasse C-mellem.

### Ændring i anvendt regnskabspraksis

Selskabet har implementeret ændringerne til årsregnskabsloven, jf. lov nr. 738 om ændring af årsregnskabsloven m.v. af 1. juni 2015. Dette omfatter nye og ændrede oplysnings- og præsentationskrav samt ændringer i indregnings-, målings- og klassifikationsbestemmelser. Ændringer til bestemmelserne for indregning og måling samt klassifikation er følgende:

Ingen ændringer ud over ændrede oplysnings- og præsentationskrav.

### Generelt om indregning og måling

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser. I resultatopgørelsen indregnes ligeledes alle omkostninger, herunder afskrivninger og nedskrivninger.

I balancen indregnes aktiver, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde selskabet, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå selskabet, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt. Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet nedenfor for hver enkelt regnskabspost.

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

### VALUTA

Årsrapporten er aflagt i danske kroner.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes ved første indregning til transaktionsdagens kurs. Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdagen, indregnes i resultatopgørelsen som en finansiell post. Tilgodehavender, gældsforpligtelser og andre monetære poster i fremmed valuta omregnes til balancedagens valutakurs. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for tilgodehavendets eller gældsforpligtelsens opståen eller indregning i seneste årsrapport indregnes i resultatopgørelsen under finansielle indtægter og omkostninger.

**5. Anvendt regnskabspraksis** - fortsat -**AFLEDTE FINANSIELLE INSTRUMENTER**

Afledte finansielle instrumenter måles ved første indregning til kostpris. Efterfølgende måles de til dagsværdi og indregnes i andre tilgodehavender henholdsvis anden gæld.

Dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter, der er klassificeret som og opfylder kriterierne for sikring af dagsværdien af et indregnet aktiv eller en indregnet forpligtelse (dagsværdisikring), indregnes i resultatopgørelsen sammen med ændringer i værdien af det sikrede aktiv eller den sikrede forpligtelse.

Dagsværdiregulering af afledte finansielle instrumenter, som ikke opfylder betingelserne for behandling som regnskabsmæssig sikring, indregnes løbende i resultatopgørelsen under andre finansielle poster.

**RESULTATOPGØRELSE****Andre eksterne omkostninger**

Andre eksterne omkostninger omfatter omkostninger til, administration og revision,

**Andre finansielle poster**

Under andre finansielle poster indregnes renteindtægter og renteomkostninger, valutakursgevinster og -tab ved transaktioner i fremmed valuta, gevinster og tab på andre værdipapirer og kapitalandele m.v.

For udbytteindtægter indregnes alene nettobeløb efter afholdt udbytteskat.

**Skat af årets resultat**

Selskabet er ikke et selvstændigt skattesubjekt. Der indregnes derfor ikke skat i årsregnskabet, idet aktuel og udskudt skat påhviler interessenterne/kapitalejerne og komplementaren/kommanditisterne og komplementaren.

**BALANCE****Tilgodehavender**

Tilgodehavender måles til amortiseret kostpris, hvilket sædvanligvis svarer til pålydende værdi med fradrag af nedskrivninger til imødegåelse af tab.

## 5. Anvendt regnskabspraksis - fortsat -

Nedskrivninger til imødegåelse af tab opgøres på grundlag af en individuel vurdering af de enkelte tilgodehavender, når der på individuelt niveau foreligger en objektiv indikation på, at et tilgodehavende er værdiforringet.

### Andre værdipapirer og kapitalandele

Andre værdipapirer måles til dagsværdi svarende til kursværdien på balancedagen.

Andre kapitalandele måles til dagsværdi i balancen. For kapitalandele, som handles på et aktivt marked, svarer dagsværdien til kursværdien på balancedagen. Andre kapitalandele, hvor dagsværdien ikke kan opgøres pålideligt, måles til kostpris.

### Likvide beholdninger

Likvide beholdninger omfatter indestående på bankkonti samt kontante beholdninger.

### Egenkapital

Anskaffelses- og afståelsessummer for egne kapitalandele samt udbytte fra disse indregnes direkte i egenkapitalen under overført resultat.

### Gældsforpligtelser

Kortfristede gældsforpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvilket normalt svarer til gældens pålydende værdi.