

Årsrapport 2014

# Investeringsforeningen BankInvest

CVR-nr. 26 22 00 92

Årsrapport  
2014

**Investeringsforeningen BankInvest**  
CVR-nr. 26 22 00 92

**Adresse**

Sundkrogsgade 7  
Postboks 2672  
2100 København Ø  
Tlf. 77 30 90 00  
Fax 77 30 91 00  
E-mail [info@bankinvest.dk](mailto:info@bankinvest.dk)  
[www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk)

**Bestyrelse**

Uffe Ellemann-Jensen, formand  
Ingelise Bogason, næstformand  
Bjarne Ammitzbøll  
Ole Jørgensen  
Lars Boné  
Viggo Nedergaard Jensen

**Direktion**

BI Management A/S  
Christina Larsen, direktør  
Henrik Granlund, vicedirektør

**Revision**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

**Bankforbindelse**

J.P. Morgan Europe (UK), Copenhagen Branch

**Produktion**

Kandrup's Bogtrykkeri A/S

Årsrapporten offentliggøres på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk). På hjemmesiden findes også information om alle foreninger og afdelinger samt løbende rapportering. Hertil kommer artikler om markedsbegivenheder, ny lovgivning med mere.

**Generalforsamling**

Foreningen holder generalforsamling i den gamle børshbygning på Slotsholmen onsdag, den 25. marts 2015 kl. 16.00.

# Indhold

Oversigt over BankInvest foreninger og afdelinger.....	4		
Læsevejledning.....	5		
<b>Ledelsesberetning</b>			
Årets udvikling i hovedtræk.....	6		
Forventninger til 2015.....	9		
Forslag til udbytte og indkomstfordeling.....	11		
Risikoscala.....	12		
Risici og risikostyring.....	13		
Omkostninger.....	17		
Samfundsansvar.....	18		
Bestyrelse og direktion.....	19		
Bestyrelsens og direktionens ledelseshverv.....	20		
<b>Påtegninger</b>			
Ledelsespåtegning.....	21		
Den uafhængige revisors erklæringer.....	22		
<b>Årsregnskaber og afdelingsberetninger</b>			
Asien.....	23		
Basis.....	29		
Basis Etik.....	35		
Pension Basis.....	41		
Danmark.....	47		
Emerging Markets Aktier.....	53		
Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018.....	59		
Europa Small Cap Aktier.....	65		
Globale Indeksobligationer.....	71		
Globalt Forbrug.....	78		
Højrentelande.....	84		
Højrentelande, lokalvaluta.....	90		
Højrentelande Akkumulerende.....	97		
Højt Udbytte Aktier.....	103		
Korte Danske Obligationer.....	109		
Korte Danske Obligationer Akkumulerende.....	114		
Lange Danske Obligationer.....	119		
Latinamerika.....	124		
New Emerging Markets Aktier.....	130		
Udenlandske Obligationer.....	136		
USA Small Cap Aktier.....	142		
Virksomhedsobligationer.....	148		
Virksomhedsobligationer Akkumulerende.....	154		
Virksomhedsobligationer - Etik (SRI).....	160		
Virksomhedsobligationer High Yield.....	166		
Østeuropa.....	172		
<b>Fællesnoter</b>			
Anvendt regnskabspraksis.....	178		
Omkostningsprocenter – 5 årsoversigt.....	183		
Afkast og sammenligningsindeks – 5 årsoversigt.....	184		
Væsentlige aftaler.....	186		
Øvrige forhold.....	186		
<b>Supplerende information</b>			
Bag om BankInvest .....	187		
Koncernstruktur.....	188		
Investeringskæden.....	189		
Investeringspolitik.....	190		
Børsnotering og handel.....	191		
Kommunikation.....	191		
Finanskalender 2015.....	192		

# Oversigt over BankInvests foreninger og afdelinger

BankInvests børsnoterede foreninger og afdelinger er organiseret via to foreninger med et antal afdelinger under hver og en forening, som ikke er opdelt i afdelinger. Hver forening udfærdiger selvstændig årsrapport.

Nedenfor vises en oversigt over de enkelte foreninger og afdelinger;

## **Investeringsforeningen BankInvest**

Asien

Basis

Basis Etik

Pension Basis

Danmark

Emerging Markets Aktier

Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018

Europa Small Cap Aktier

Globale Indeksobligationer

Globalt Forbrug

Højrentelande

Højrentelande, lokalvaluta

Højrentelande Akkumulerende

Højt Udbytte Aktier

Korte Danske Obligationer

Korte Danske Obligationer Akkumulerende

Lange Danske Obligationer

Latinamerika

New Emerging Markets Aktier

Udenlandske Obligationer

USA Small Cap Aktier

Virksomhedsobligationer

Virksomhedsobligationer Akkumulerende

Virksomhedsobligationer - Etik (SRI)

Virksomhedsobligationer High Yield

Østeuropa

## **Kapitalforeningen BankInvest**

Optima 10+

Optima 50+

Optima 70+

## **Kapitalforeningen BI Private Equity**

---

## Læsevejledning

Investeringsforeningen BankInvest består af 26 afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i regnskabsåret samt giver en status ultimo.

Afdelingsberetningen er placeret før den enkelte afdelings regnskab. I afdelingsberetningen kommenteres afdelingens resultat for året og formueudvikling samt de specifikke forhold, der gælder for afdelingen.

Foreningens investeringsforvaltningsselskab håndterer en række opgaver indenfor administration og investering, som er fælles for foreningens afdelinger. Det er med til at sikre en omkostningseffektiv drift.

Endvidere påvirkes afdelingerne af mange af de samme forhold, selvom de investerer i forskellige typer af værdipapirer og følger forskellige strategier. Eksempelvis kan udsving i den globale vækst påvirke afkast og risiko i alle afdelinger.

Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i det fælles afsnit "ledelsesberetning". Det anbefales, at denne læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

## Årets udvikling i hovedtræk

Foreningen består af 26 aktivt forvaltede afdelinger fordelt på 13 aktieafdelinger og 13 obligationsafdelinger. De mange forskellige afdelinger giver investorerne en bred vifte af investeringsmuligheder.

### Formueudvikling

Foreningens investorer kan se tilbage på et år med generelt positive afkast på foreningens aktie- og obligationsafdelinger.

De opnåede afkast for regnskabsåret på de brede aktieafdelinger er generelt i tråd med de forventninger, vi gav udtryk for i årsrapporten for 2013 og halvårsrapporten for 2014. Derimod har styrken i rentefaldet været overraskende, hvilket betyder, at obligationsforeningerne generelt har klaret sig bedre end forudset ved indgangen til året.

Afdelingerne med globale aktier, som omfatter 5 afdelinger, har opnået afkast mellem 12,09 procent og 19,07 procent. Afdelingerne Basis, Pension Basis, Basis Etik (SRI) og Højt Udbytte Aktier har opnået afkast på niveau med deres respektive sammenligningsindeks. Afdeling Globalt Forbrug har præsteret et afkast lavere end det relevante sammenligningsindeks.

Afdeling Danmark har opnået et tilfredsstillende afkast på 20,52 procent set i forhold til sammenligningsindeksets afkast på 17,22 procent.

Afdelingerne Emerging Markets Aktier, New Emerging Market Aktier og Asien har alle opnået positive afkast mellem 8,78 procent og 17,62 procent. Afdeling Emerging Markets Aktier leverede et afkast bedre end sammenligningsindekset, hvorimod de to øvrige afdelinger præsterede et lavere afkast. I samme kategori leverede afdeling Østeuropa og afdeling Latinamerika et negativt afkast på henholdsvis 19,43 procent og 3,79 procent; dog var afkastet for afdeling Østeuropa bedre end afkastet for sammenligningsindekset.

Året har været præget af faldende obligationsrenter i det meste af verden. Det har betydet, at såvel afdelingerne med korte som lange danske obligationer har opnået positive afkast. For afdelingerne med korte danske obligationer har afkastene ligget mellem 1,49 procent og 2,41 procent, mens afdelingen med lange danske obligationer har præsteret et afkast på 10,24 procent – afkast der for alle 3 afdelingers vedkommende var bedre end de tilhørende sammenligningsindeks.

Afdelingerne med globale obligationer, som består af 6 afdelinger, opnåede alle positive afkast i niveauerne 1,76 procent til 7,42 procent. Sammenholdt med afdelingernes respektive sammenligningsindeks opnåede afdeling Udenlandske Obligationer et bedre afkast, hvorimod de øvrige afdelinger præsterede lavere afkast.

Afdelingerne, som investerer i højrentelende obligationer, opnåede positive afkast i niveauerne 4,02 procent til 6,55 procent, som for alle tre afdelingers vedkommende var lavere end afkastet på sammenligningsindekset.

Foreningens formue er steget med 4,0 milliarder kroner og udgjorde 55,7 milliarder kroner ved udgangen af regnskabsåret trods det forhold, at der i forbindelse med den ordinære generalforsamling ultimo marts blev udbetalt 1,8 milliarder kroner i udbytte til foreningens investorer.

Foreningen har realiseret et regnskabsmæssigt resultat for året på 4,5 milliarder kroner. I året er der foretaget nettoemissioner for i alt 1,3 milliarder kroner, som primært knytter sig til obligationsafdelingerne, idet der har været en mindre nettoindløsning i aktieafdelingerne.

### Nyetablerede afdelinger

Foreningen har løbende fokus på at videreudvikle og tilpasse foreningens produktpalette for derigennem fortsat at kunne tilbyde attraktive investeringsmuligheder, der har investorernes interesse, og som kan opfylde deres investeringsmæssige behov.

Dette arbejde har medført, at foreningen har lanceret tre nye afdelinger i 2014.

I november lancerede foreningen afdelingen Virksomhedsobligationer Emerging Markets 2018 med en tilfredsstillende bruttotegning på 290,5 millioner kroner. Afdelingen investerer primært i obligationer fra emerging markets lande. Porteføljen som initialt indkøbes, tilpasses til afdelingens forventede afviklingstidspunkt den 1. november 2018. Beviserne i afdelingen har til og med den 16. januar 2015 været udbudt i løbende emission.

Primo december lancerede foreningen de to afdelinger Europa Small Cap Aktier og USA Small Cap Aktier med en tilfredsstillende bruttotegning på i alt 503,2 millioner kroner fordelt med henholdsvis 338,1 millioner kroner i Europa Small Cap Aktier og 165,1 millioner kroner i USA Small Cap Aktier. De to afdelinger investerer primært i mindre virksomheder, såkaldte small-cap virksomheder, i henholdsvis Europa og USA.

### Fusioner

På den ekstraordinære generalforsamling den 7. oktober 2014 blev det vedtaget at foretage fusion af afdeling Europæiske Aktier med afdeling Basis samt foretage fusion af afdeling Pension Europæiske Aktier med afdeling Pension Basis med henholdsvis afdeling Basis og afdeling Pension Basis som de fortsættende afdelinger.

Fusionerne blev foretaget med henblik på at sikre, at foreningens udbud af afdelinger opfylder aktuelle behov.

Investeringsstrategien i de europæiske afdelinger og de globale afdelinger har været den samme bortset fra forskellen i geografisk fokus. De ophørende afdelinger har i de senere år klaret sig under forventning i forhold til afdelingernes sammenligningsindeks, og det er bestyrelsens opfattelse, at investorerne vil opnå et mere attraktivt forhold mellem afkast og risiko i de globale afdelinger end tilfældet vil være i de europæiske afdelinger.

#### Den økonomiske udvikling

Året 2014 vil blive husket for en mere diversificeret vækst mellem lande og regioner, generelt positive aktiemarkeder, dollarstyrkelse, en frit faldende oliepris, faldende lange obligationsrenter samt den geopolitiske konflikt mellem Vesten og Rusland. Stigende global vækst gennem 2014 resulterede i moderat stigende globale aktier, helt som ventet. Til gengæld var faldet i de lange obligationsrenter en overraskelse set i lyset af den stærkere økonomiske vækst. Udviklingen skabte dog den bedste af alle verdener med flotte afkast på både aktier og obligationer.

Den amerikanske vækst satte i stigende grad tempoet op, til trods for at vintervejret i årets første måneder for en stund skjulte det underliggende vækstmomentum. Beskæftigelsesfremgangen var stærk og bragte ledigheden tættere på fuld beskæftigelse, alt i mens lønvæksten forblev moderat. Det blev ligeledes året, hvor den amerikanske centralbank (Federal Reserve) bragte seks års massive obligationsopkøbsprogrammer til ophør. Udviklingen sendte S&P500 op med hele 11,4 procent mod forventet 7 procent.

Anderledes tilspidset var situationen i eurozonen. Trods en moderat vækst gennem året tog den manglende inflation det alt overskyggende fokus. Den Europæiske Centralbank, ECB, måtte ad flere gange lempe pengepolitikken både gennem flere rentenedsættelser, likviditetstildelinger og mindre opkøbsprogrammer (Asset Backed Securities og covered bonds). Disse tiltag svækkede euroen overfor dollaren med hele 12 procent, og de gunstigere eksportforhold var medvirkende til at skabe en fremgang på 4,4 procent i det brede europæiske aktieindeks Stoxx Europe 600. Forholdet betød samtidig, at de udenlandske obligationsafdelinger, som foretager afdækning af valutarisikoen i forhold til dollar led tab på deres terminsforretninger, hvilket tillige var tilfældet for afdelingernes respektive sammenligningsindeks.

Forventningerne til et storstilet opkøbsprogram i statsobligationer voksede, som månederne gik, da inflationsforventningerne ikke længere var velforankrede. Væksten i eurozonen var fortsat præget af betydelig divergens og reformtørke i flere centrale lande. En større

folkelig skepsis voksede overfor det europæiske projekt. Det kom blandt andet til udtryk ved EU-parlamentsvalget og skabte i slutningen af året bekymringer for Grækenlands fremtid i eurosamarbejdet.

Den japanske økonomi faldt tilbage i recession, efter at momsforhøjelsen i april viste sig mere smertefuld end først ventet. Premierminister Shinzo Abe fik fornyet sit mandat til at videreføre "Abenomics". Udsigten til faldende inflation fik centralbanken (Bank of Japan) til at udvide det allerede massive opkøbsprogram, helt i tråd med forventningerne. Yderligere stimuli svækkede den japanske yen overfor dollaren med 13,7 procent for ad den vej at sætte skub i økonomi og inflation. Dette var med til at sende Nikkei-225 op med 7,1 procent.

Olieprisen blev stort set halveret i andet halvår. Udviklingen skyldtes primært et overudbud af olie, da amerikanernes olieproduktion var den højeste i 30 år, og flere lande i Mellemøsten og Afrika finansierede krige og uroligheder gennem en stigende olieproduktion. OPEC valgte ikke at sænke olieproduktionen, da saudierne frygtede, at det ville reducere deres markedsandele. Den lavere oliepris var med til at sænke den overordnede inflation over det meste af verden, sætte gang i det amerikanske privatforbrug og skabe yderligere økonomiske problemer i råvareeksporterende lande såsom Rusland og Brasilien. Emerging markets var som den udviklede del af verden præget af en større diversitet, helt i tråd med forventningerne.

MSCI Emerging markets leverede et positivt afkast på 2,6 procent trods aktiefald i Østeuropa og Latinamerika. Aktiefaldet i MSCI Østeuropa på 12,4 procent blev primært trukket af de eskalerede problemer mellem Rusland, Ukraine og Vesten. Rusland indtog Krimhalvøen, og det østlige Ukraine opnåede en form for temporær selvstændighed styret af prorussiske separatister. Spændingerne rasede på sit højeste, da et malaysisk passagerfly blev skudt ned over det østlige Ukraine i juli.

Vestens gentagne sanktioner, sammen med olieprisens fald og rublens svækkelse overfor dollar gør, at russisk økonomi styrer mod den værste recession siden 1990'erne med en negativ vækst i 2015 på minus 4 - 7 procent. MSCI Latinamerikas fald på 3,7 procent var primært katalyseret af kraftige dyk på råvaremarkederne, en økonomisk nedtur i Brasilien samt et præsidentvalg, der for de finansielle markeder, var skuffende. MSCI Asien klarede sig til gengæld flot med et positivt afkast på 5,2 procent. Det skyldtes primært den større politiske og økonomiske afklaring efter valgene i Indien og Indonesien. Dertil kom udviklingen i Kina, hvor reformtempoet tiltog og via myndighedernes dosering af stimuli blot dæmpede væksten til et niveau lidt under regeringens og markedets vækstmålsætning på 7,5 procent.

### **Fund Governance**

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

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

Den kønsmæssige fordeling blandt BankInvest Foreningernes generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer udgør i 2014 følgende: 83,33 procent mænd og 16,67 procent kvinder.

Det er bestyrelsens mål, at andelen af det underrepræsenterede køn blandt de generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer fra 2017 kommer til at udgøre 25 procent.

Da BankInvest foreningernes rekrutteringsgrundlag er bestyrelsesmedlemmer og ledere i andre større virksomheder vil opfyldelsen af målet afhænge af, hvor succesfuldt tilsvarende måltal implementeres lokalt/regionalt.

### **Videnressourcer**

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

### **Usædvanlige forhold**

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

### **Usikkerhed ved indregning eller måling**

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for visse obligationer, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende, primært som følge af illikviditet på markederne. Obligationerne værdiansættes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Forholdet vurderes ikke at have betydning for regnskabsafregningen.

### **Begivenheder efter statusdagen**

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

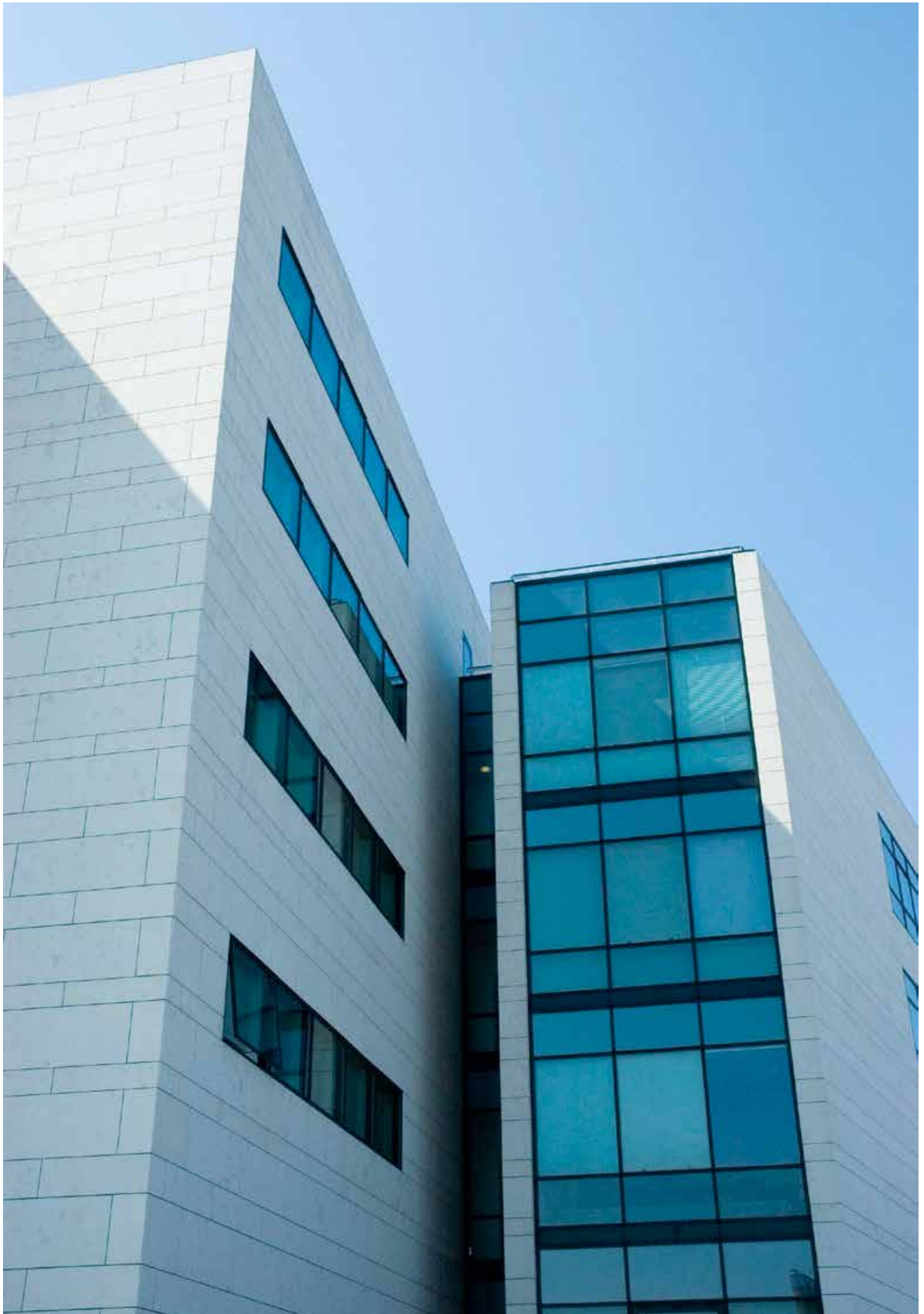


## Forventninger til 2015

Det er forventningen, at de globale aktiemarkeder vil være moderat stigende i 2015. Der kan dog fortsat blive tale om store regionale forskelle blandt andet på grund af en fortsat vækstdiversificering. I USA ventes S&P500 at stige til et niveau omkring 2200. Desuden forventes den amerikanske tiårige obligationsrente at stige til 3 procent ultimo 2015, trods forventningen om pengepolitiske rentestigninger fra andet halvår. Denne udvikling kan dog blive påvirket af udsigten til opkøb af obligationer i eurozonen, hvilket kan give en yderligere dollarstyrkelse og dermed lægge en dæmper på amerikanske rentestigninger. Generelt vil pælen for euro/dollar være nedadgående, men i et mere moderat tempo end i 2014. Den lange tyske rente synes lavere end de fundamentale forhold tilsiger i eurozonen. Derfor er det vores forventning, at det økonomiske opsving i eurozonen vil bidrage til at løfte den tiårige tyske rente op til cirka 1,20 procent frem til ultimo 2015, omend denne prognose er ekstraordinært usikker på grund af udsigten til obligationsopkøb fra ECB. Det ventes endvidere, at kampen om olieproduktionen vil fortsætte et stykke tid før en ny ligevægtspris finder sit leje. Til gengæld vil den lave oliepris være netto positiv for både amerikansk og europæisk vækst.

For at undgå en uønsket styrkelse af kronen sænkede Nationalbanken renten tre gange i anden halvdel af januar. Da spekulationerne mod kronen fortsatte, så annoncerede Nationalbanken den 30. januar, at man aflyser planlagte obligationsudstedelser for 75 mia. kr. i 2015. Konsekvensen blev, at de danske obligationsrenter faldt til et niveau under de tyske, og dermed at spekulatøren mod kronen blev væsentligt dyrere. En anden konsekvens har været, at danske statsobligationsrenter medio februar er negative på løbetider ud til knap 10 år. I løbet af februar har kronen været stabil, omend Nationalbanken den 5. februar var nødsaget til at sænke renten med yderligere 25 basispunkter til -0,75 procent. I forbindelse med den sidste rentelepelse understregede Nationalbankdirektør, Lars Rohde, at "Fastkurspolitikken er et ufravigeligt element i dansk økonomisk politik – og har været det siden 1982. Nationalbanken har de nødvendige instrumenter til at forsvare fastkurspolitikken i så lang tid, som det måtte blive nødvendigt", samt at der ikke er nogen øvre grænse for størrelsen af valutareserven. Desuden peger man også på, at Nationalbankens indtjening påvirkes positivt af stigningen i valutareserven.

Det er fortsat også vores vurdering, at (1) fastkurspolitikken er mejslet i granit, (2) at Nationalbanken har midlerne til at forsvare kronen, samt (3) at bundkursen på 7,29 kr./euro er pålidelig på grund af de gensidige juridiske forpligtelser til ubegrænset intervention (ERM II-aftalen indgået i forbindelse med 3. fase af ØMU'en). Schweiz har, i modsætning til Danmark, ikke nogen fastkursaftale med Den Europæiske Centralbank.



## Forslag til udbytte og indkomstfordeling

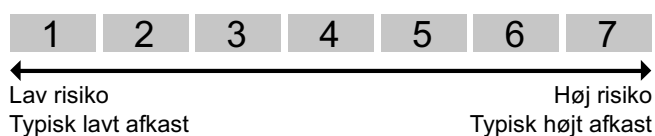
Bestyrelsen for Investeringsforeningen BankInvest foreslår nedenstående udbytter for 2014 i de respektive afdelinger.

For de enkelte afdelinger foreslås der udbetalt et udbytte i overensstemmelse med vedtægterne og som overholder reglerne om minimumsindkomst i ligningslovens § 16 C. Udbytterne er angivet med deres tilhørende indkomstfordeling i kroner pr. bevis.

	Personbeskatning				Pensions- beskatning 15 afgift	Selskabs- indkomst
	Kapital indkomst	Aktie- indkomst	Skattefri	I alt		
Asien	-	0,00	-	0,00	0,00	0,00
Basis	-	31,40	-	31,40	31,40	31,40
Basis Etik	-	7,40	-	7,40	7,40	7,40
Danmark	-	11,50	-	11,50	11,50	11,50
Emerging Markets Aktier	-	3,70	-	3,70	3,70	3,70
Emerging Markets Virksomhedsobli. 2018	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Europa Small Cap Aktier	-	0,00	-	0,00	0,00	0,00
Globale Indeksobligationer	0,00	-	2,00	2,00	2,00	2,00
Globalt forbrug	-	33,10	-	33,10	33,10	33,10
Højrentelande	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Højrentelande, lokalvaluta	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Højt Udbytte Aktier	-	12,90	-	12,90	12,90	12,90
Korte Danske Obligationer	1,25	-	0,15	1,40	1,40	1,40
Lange Danske Obligationer	3,83	-	0,17	4,00	4,00	4,00
Latinamerika	-	6,50	-	6,50	6,50	6,50
New Emerging Markets Aktier	-	0,00	-	0,00	0,00	0,00
Udenlandske Obligationer	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
USA Small Cap Aktier	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Virksomhedsobligationer	4,70	-	-	4,70	4,70	4,70
Virksomhedsobligationer Etik (SRI)	7,00	-	-	7,00	7,00	7,00
Virksomhedsobligationer High Yield	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Østeuropa	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00

## Risikoskala

BankInvest anvender samme EU-risikoskala som i dokumentet Centralinvestor Information. Risikoskalaen er opdelt i syv kategorier, hvor kategori 1 er meget lav risiko og kategori 7 er meget høj risiko, som vist i understående tabel.



Risikoen beregnes på baggrund af porteføljens afkastudsving i form af den årlige standardafvigelse beregnet over de seneste fem år. Standardafvigelsen beregnes på ugentligt tidsvægtet afkast for de seneste fem år.

Porteføljer, der ikke har fuld femårs historik, forlænges med historik fra porteføljernes benchmark således, at der opnås en samlet femårs historik. Forlængelse af historik gælder for nye porteføljer og porteføljer, der har skiftet investeringsstrategi.

Det ugentlige afkast beregnes fra onsdag til onsdag, og standardafvigelsen på dette skaleres fra en ugentlig standardafvigelse til en årlig standardafvigelse. Porteføljernes årlige standardafvigelse oversættes efterfølgende til risikoklasser ud fra understående standardafvigelsesintervaller.

Risikoklasse	Volatilitetsinterval	
	Lig eller over ( $\geq$ )	Mindre end ( $<$ )
1	0%	0,5%
2	0,5%	2%
3	2%	5%
4	5%	10%
5	10%	15%
6	15%	25%
7	25%	

Porteføljer kan over tid ændre risikoklassifikation, men en portefølje skifter først risikoklasse, når porteføljen er faldet uden for sin risikoklasse ved samtlige ugentlige observationer i fire på hinanden følgende måneder. Hvis en portefølje over de seneste fire måneder svinger mellem flere risikoklasser, der er forskellige fra den oprindelige risikoklasse, vil porteføljen blive placeret i den risikoklasse, som hyppigst er blevet observeret.

Risikoklasse	Afdeling
1	Ingen BankInvest-produkter i denne kategori
2	Korte Danske Obligationer Akkumulerende Korte Danske Obligationer
3	Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018 Globale Indeksobligationer Lange Danske Obligationer Optima 10+ Udenlandske Obligationer Virksomhedsobligationer Virksomhedsobligationer Akkumulerende Virksomhedsobligationer Etik (SRI)
4	Højrentelände Højrentelände Akkumulerende Højrentelände, lokalvaluta Optima 50+ Virksomhedsobligationer High Yield
5	Basis Basis Etik (SRI) Globalt Forbrug Højt Udbytte Aktier New Emerging Markets Aktier Optima 70+ Pension Basis
6	Asien BI Private Equity Danmark Emerging Markets Aktier Europa Small Cap Aktier Latinamerika US Small Cap Aktier Østeuropa
7	Ingen BankInvest-produkter i denne kategori

## Risici og risikostyring

Som investor i investeringsforeningen 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 og 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 afdeling.

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 f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har asiatiske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi. Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

- Investors eget valg af afdelinger
- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

### Risici knyttet til investors valg af afdeling

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

Aktieafdelinger vil ofte have en højere risiko end afdelinger med obligationer, ligesom afdelinger med aktier i de såkaldte emerging markedslande ofte vil have en risiko, som er højere end afdelinger med aktier i de traditionelle aktiemarkeder. Hvis man investerer over en kortere tidshorizont, er aktieafdelingerne for de fleste investorer derfor, sjældent velegnede. I afsnittet "Risikoskala" er EU-risikoskalaen, som BankInvest anvender nærmere beskrevet, og der fremgår en oversigt, der viser de enkelte afdelingers risikoklassifikation. Den enkelte afdelings risikoklassifikation vil tillige være at finde i den enkelte afdelings beretning.

### Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i en investeringsforening bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse risikoelementer

er f.eks. udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valutarisici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer vi inden for de givne rammer på de mange forskellige investeringsområder, vi investerer på. Eksempler på risikostyringselementer er afdelingernes rådgivningsaftaler og investeringspolitikker, vores interne kontroller, lovgivningskrav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Alle foreningens afdelinger er aktivt styrede. Enhver investeringsbeslutning er baseret på vores og porteføljerådgiveres forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteudviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger vi aktier og obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

For aktieafdelingerne søges risikoen for negative afkast i samarbejde med investeringsrådgiver begrænset ved en grundig analyse af de virksomheder, der investeres i. Analysen omfatter en vurdering af indtjeningsmulighederne for de konkrete aktiviteter, konkurrencesituationen og distributionsforhold, virksomhedens forudsætninger for at realisere indtjeningspotentialet, virksomhedens forventede indtjening på de konkrete aktiviteter samt en vurdering af virksomhedens fair værdi og aktiens prisfastsættelse i relation hertil.

For obligationsafdelingerne søges risikoen for negative afkast begrænset i samarbejde med investeringsrådgiver ved en grundig analyse af de underliggende økonomier, som den pågældende valuta er tilknyttet. Analysen omfatter herudover en vurdering af forventet horisontafkast på enkelt aktivniveau samt porteføljens samlede robusthed ved alternative rente og valutaudviklinger.

Som det fremgår af afdelingsberetningerne senere i årsrapporten, har vi for alle afdelinger udvalgt et benchmark (sammenligningsindeks). Det er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer. Vi vurderer, at de respektive indeks er repræsentative for de respektive afdelingers porteføljer og dermed velegnede til at holde afdelingens resultater op imod.

Afdelingernes afkast er målt efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for omkostninger.

Målet med afdelingernes investeringsstrategi er, at finde de bedste investeringer og opnå det højeste mulige afkast, større end det respektive benchmark, under hensyntagen til risikoen.

Strategien medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastet kan blive både højere og lavere end benchmark. Dette i modsætning til passivt styrede foreninger og afdelinger – også kaldet indeksbaserede – hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet. Ingen af foreningens afdelinger er passivt styret.

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

### Risici knyttet til driften af foreningen

For at undgå fejl i driften af foreningen har investeringsforvaltningsselskabet etableret en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som reducerer disse risici. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højnelse af kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Der er desuden opbygget et ledelsesinformationssystem, som sikrer, at der løbende følges op på omkostninger og afkast. Alle afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med den respektive porteføljerådgiver med fokus på at få vendt udviklingen.

Der anvendes desuden betydelige ressourcer på at sikre en korrekt prisfastsættelse. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

Investeringsforvaltningsselskabets complianceafdeling overvåger og fører kontrol med, at de førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

Bestyrelsen modtager løbende en risikoredegørelse samt en rammeudnyttelsesrapportering, således at de kan overvåge og føre kontrol med, at den enkelte afdeling overholder lovgivningens placeringsregler samt den af bestyrelsen udarbejdede fondsinstruks.

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Overvågning og kontrol af placeringsregler og risikorammer foretages hovedsageligt af it-systemer. Der er tillige 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 og dels at sikre, at investeringsforvaltningsselskabet har de nødvendige ressourcer, kompetencer og udstyr til drift af foreningen.

For yderligere oplysninger om de enkelte af foreningens afdelinger henvises til det gældende prospekt og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk) under onlinematerialer for de enkelte afdelinger. Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

### Generelle risikofaktorer

#### Enkeltlande

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

#### Eksponering mod udlandet

Investering i flere velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande/-markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markeds-mæssige og generelle økonomiske forhold. Endelig giver investeringer i udlandet en valutaeksponering, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner.

#### Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer udstedt i euro, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor der systematisk kurssikres mod danske kroner eller euro, har en meget 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, markeds- og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10 procent 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 helt eller delvist vil være tabt.

### Nye markeder/emerging markets

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der sjældent forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil 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 svingende som følge af økonomiske og politiske ændringer, naturkatastrofer samt andre niveauer for skatter og særlige gebyrer. Effekten af ændringer i de nævnte forhold kan i visse tilfælde vise sig at være af mere vedvarende karakter afhængig af, i hvilken grad de påvirker de berørte markeder.

### Likviditetsrisiko

I forbindelse med en afdelings investering i værdipapirer er der en risiko for, at det ikke er muligt at sælge værdipapirerne, eller at disse kun kan sælges til en kurs, der er lavere end den, der er blevet anvendt i forbindelse med beregningen af afdelingens indre værdi. Værdipapirer udstedt af selskaber på udviklede markeder vil oftest have en højere likviditet end værdipapirer udstedt af selskaber i eksempelvis emerging markets-lande, ligesom udstedelsens samlede størrelse kan have indflydelse på det enkelte værdipapirs likviditet. Endvidere vil også selskabsspecifikke forhold og makroøkonomiske indgreb, såsom renteændringer, kunne have indflydelse på likviditeten i det enkelte værdipapir.

### Modpartsrisiko

Aftaler vedrørende afledte finansielle instrumenter indgås ofte med en eller flere modparter, hvorfor der foruden en eventuel markedsrisiko ligeledes er en modpartsrisiko i form af risikoen for, at modparten ikke kan opfylde sine forpligtelser i henhold til den indgåede aftale, og at der ikke er stillet tilstrækkelig sikkerhed for opfyldelsen. Modpartsrisiko er således risikoen for at lide et finansielt tab som

følge af en modparts misligholdelse af sine betalingsforpligtelser. I obligationsafdelingerne opstår modpartsrisikoen ved investering i afledte finansielle instrumenter og strukturerede produkter og er mest udtalt ved indgåelse af kontrakter til at sikre afdelingerne mod udsving i valutakurser på papirer i andre valutaer end danske kroner og euro. I aktieafdelinger investeres der ofte i American Depository Receipts (ADRs) og Global Depository Receipts (GDRs), hvis det ikke har været muligt at købe den underliggende aktie. Depotbeviserne kan ikke risikomæssigt sidestilles med investeringer i de underliggende aktier. De involverede risici vil blandt andet afhænge af struktureringen af det konkrete bevis. Der er således stor forskel på, om depotbeviset er børsnoteret eller handles OTC, eller om der er mulighed for at ombytte til de underliggende aktier eller ej. Investeringer i depotbeviser indebærer ud over eksponeringen mod den underliggende aktie også en eksponering mod udstederen af depotbeviset, hvilket medfører en væsentlig modpartsrisiko.

Sidst skal det nævnes, at placering af afdelings kontante beholdninger også medfører en modpartsrisiko.

### Særlige risici ved obligationsafdelingerne

#### Obligationsmarkedet

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

#### Renterisiko

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



### **Refinansiering**

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

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

### **Særlige risici ved aktieafdelingerne**

#### **Udsving 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 fx 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.



## Omkostninger

Investering i en investeringsforening indebærer forskellige omkostninger til den løbende administration af porteføljerne. Hertil kommer de omkostninger, som den enkelte investor selv afholder i forbindelse med køb og salg af investeringsforeningsbeviser. De vil ikke blive analyseret her, da de afhænger af pengeinstitut og markedssituationen på handelstidspunktet.

Af oversigten "Omkostningsprocenter - 5 årsoversigt" under Fællesnoterne ses de seneste fem års administrationsomkostninger i procent af de enkelte afdelingers gennemsnitlige formue.

### Administrationsomkostninger

Administrationsomkostninger er en samlet betegnelse for en lang række driftsomkostninger, der betales af de enkelte foreninger og afdelinger i forhold til deres formue. Administrationsomkostninger består af for eksempel honorarer til bestyrelse, revisor, honorering for investeringsrådgivning og administration.

En væsentlig del af administrationsomkostningerne vedrører distribution og markedsføring. Hovedparten af denne udgift går til honorering af pengeinstitutternes rolle som distributør og rådgiver om investering i BankInvests foreninger og afdelinger. De enkelte foreninger og afdelinger har indgået aftaler om administration og rådgivning med forskellige selskaber i BankInvest Gruppen. Disse aftaler regulerer de ovennævnte ydelser og beregnes som en promillesats af de enkelte foreningers og afdelingers formue. Bestyrelse, depotselskabsydelse samt diverse foreningsomkostninger afregnes separat. Administrationen omfatter især bogføring og udarbejdelse af regnskaber, administration af regler og lovgivning i forhold til myndigheder, kontrol og varetagelse af investeringsbeslutninger med mere.

En væsentlig del af depotbankomkostninger består af transaktionsgebyr til VP samt gebyrfri opbevaring. Gebyrfri opbevaring betyder, at investorer ikke selv skal betale for opbevaring af deres investeringsbeviser. Denne omkostning afholdes af den enkelte afdeling.

### Særlige forhold

Som det fremgår af oversigten, varierer omkostningsprocenterne mellem de forskellige afdelingstyper. Afdelingerne med danske obligationer har generelt store formuer, og investeringerne kan varetages med relativt begrænsede ressourcer. Det samme gælder rådgivningen. Det betyder, at omkostningerne til investeringsrådgivning og distribution kan holdes på et lavere niveau målt i procent af formuen for disse afdelinger i forhold til de mere ressourcekrævende og ofte specialiserede aktieafdelinger. For de mindre formuende afdelinger er det endvidere situationen, at enkelte faste omkostninger slår relativt kraftigere igennem på den beregnede omkostningsprocent.

### Handelsomkostninger

Når afdelingerne handler værdipapirer, sker dette gennem en særskilt handelsfunktion hos BankInvest concernens eget selskab, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Selskabet indgår samtlige handler direkte med en handelsmodpart i markedet på den pågældende forenings/afdelings vegne. Alle køb og salg afregnes præcis til den kurs, selskabet forhandler sig frem til i markedet.

For denne ydelse modtager selskabet en kurtage. Størrelsen af kurtagen afhænger af værdipapirtypen. Selskabet optræder i en ren formidlerrolle. Det vil sige, at depotbanken udfærdiger handelsnota og afvikler handlen med modparten på foreningens eller afdelingens vegne. Depotbanken har i denne forbindelse en forpligtelse til at kontrollere, at handlen sker til markedsaktuelle kurser. For notaudskrivning og afvikling af handlerne modtager depotbanken ligeledes et honorar. Dette honorar varierer efter værdipapirtype og markeder. I nogle tilfælde kan der være aftalt satser, som omfatter både bankens eget honorar og anslåede udenlandske omkostninger. I andre tilfælde fastlægges alene bankens eget gebyr, hvortil så skal lægges de konkrete udenlandske omkostninger.

Summen af administrationsomkostninger og handelsomkostninger i regnskaberne viser den samlede udgift til administration og porteføljehjælp i de respektive foreninger og afdelinger. Alle afkast i de enkelte foreninger og afdelinger er opgivet som nettoafkast, altså efter afholdelse af samtlige omkostninger.

Bestyrelsen har igennem flere år arbejdet for større åbenhed og transparens i omkostningsstrukturen.

### Årlige omkostninger i procent (ÅOP)

ÅOP for investeringsbeviser samler omkostninger ved at spare op i en forening eller afdeling i et tal før investors egne handelsomkostninger. ÅOP beregnes på grundlag af en investeringshorisont på 7 år, hvilket betyder at ÅOP afspejler de årlige omkostninger ved at eje et givent investeringsbevis i syv år.

ÅOP fremgår af "Femårsoversigten" under de enkelte afdelingers årsregnskaber.

Der henvises til "Anvendt regnskabspraksis", hvoraf det fremgår, hvordan nøgletallet beregnes.

## Samfundsansvar

Som kapitalforvalter tror BankInvest grundlæggende på, at virksomheder, der skaber værdi, er dem, der på lang sigt er ansvarlige i deres forretningspraksis. Det er derfor et naturligt fokus i forvaltningen af vore kunders midler, som vi blandt andet udøver gennem aktivt ejerskab. På den måde støtter BankInvest den internationale udvikling omkring ansvarlige investeringer. Det er derfor en naturlig følge, at BankInvest har underskrevet FN's principper for ansvarlige investeringer (UN Principles for Responsible Investment - UN PRI), der handler om at inddrage relevant information såsom miljømæssige forhold, sociale forhold og god virksomhedsledelse i investeringsbeslutningen.

FN's principper for ansvarlig investering er baseret på anerkendte internationale konventioner og principper. UN PRI er målrettet virksomhedernes investorer, mens UN Global Compact er principper, der omhandler den enkelte virksomheds holdning til menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og korrupsion.

UN PRI blev grundlagt i april 2006 på initiativ af den daværende Generalsekretær Kofi Annan. Han inviterede nogle af de største institutionelle investorer og kapitalforvaltere i verden til i fællesskab under FN at udvikle principper for ansvarlige investeringer. Indgangsvinklen var og er, at information om miljøpåvirkning og sociale forhold samt god virksomhedsledelse kan påvirke investorernes afkast. Man arbejder her med det engelske udtryk ESG (Environment, Social and Governance). Som kapitalforvalter er det med andre ord vigtigt at forholde sig til et selskabs ESG-niveau og udviklingstrend i relation til den branche selskabet befinder sig i både forud for investering og løbende, når investeringen er foretaget.

De seks principper er:

- Vi vil indarbejde ESG-forhold i investeringsanalysen og beslutningsprocessen.
- Vi vil være aktive investorer og praktisere ESG-fokus i investeringspolitik.
- Vi vil arbejde på at afdække ESG-forhold i de virksomheder, vi investerer i.
- Vi vil arbejde for accept og implementering af Principperne inden for den finansielle sektor.
- Vi vil samarbejde, hvor det er muligt, for at forbedre vores effektivitet i forbindelse med implementeringen af Principperne.
- Vi vil rapportere om vores aktiviteter og fremskridt i processen med at implementere Principperne.

Arbejdet med at indføre Principperne i investeringsanalysen og beslutningsprocessen er kontinuerligt. Fremskridtet vurderes årligt af FN's PRI-organisation.

BankInvest underskrev UN PRI den 11. februar 2008. Udover tilslutningen til UN PRI udøves det aktive ejerskab ved, at alle BankInvest-afdelinger er underlagt etisk normbaseret screening

med base i UN Global Compact samt andre internationale normer og konventioner inden for blandt andet menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder og miljø. Et konventionsbrud resulterer i, at BankInvest gennem dialog vil søge at påvirke selskabet til at ændre adfærd inden for det pågældende område sammen med øvrige investorer. En succesfuld dialog kan tage år, hvilket netop er essensen af aktivt ejerskab. Udviklingen rapporteres til og overvåges af Komitéen for Ansvarlige Investeringer i BankInvest.

BankInvest udbyder ligeledes SRI-afdelinger (Socially Responsible Investments). SRI-politikken betyder, at investorer har mulighed for at vælge specifikke afdelinger, der foretager en etisk screening på flere kriterier end de internationale normer. Det gælder i øjeblikket fire afdelinger, hvoraf Basis Etik (SRI) og Virksomhedsobligationer Etik (SRI) udbydes i Danmark.

Modsat øvrige afdelinger baserer SRI-afdelingerne sig på hurtigere frasalgs af selskaber med bekræftede konventionsbrud eller uønsket eksponering, med mindre tungtvejende argumenter taler imod. Screeningskriterierne, der bruges til at fastlægge om et selskab skal ekskluderes, inkluderes eller fastholdes i en SRI-portefølje, består af to niveauer:

1. Selskaberne skal efterleve de ti principper i UN Global Compact om menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og antikorrupsion. Hvis ikke disse principper efterleves, kan Komitéen for Ansvarlige Investeringer i BankInvest beslutte at ekskludere selskabet fra SRI-afdelingerne, hvis der ikke er udsigt til forbedringer.

2. Selskaberne må ikke hente mere end ti procent af deres omsætning fra tobak, alkohol, spil eller våbenproduktion og ikke mere end tre procent af deres omsætning fra pornografi.

Udover ovenstående kriterier har BankInvest et generelt forbud mod at investere i selskaber involveret i produktion af klyngebomber.

Både screeningen af og dialogen med virksomhederne varetages af den nordiske konsulentvirksomhed GES Investment Services (GES). GES er en ekstern uafhængig leverandør inden for ESG-research, der varetager dialogen for adskillige andre danske investorer.

BankInvest har desuden underskrevet Carbon Disclosure Project (CDP) samt er medlem af og støtter Danish Social Investment Forum (Dansif).

Information som relaterer sig til foreningens arbejde med samfundsansvar fremgår af BankInvests hjemmeside <http://www.bankinvest.dk/om-at-investere/samfundsansvar.aspx>, som opdateres løbende med nye initiativer og rapportering.

## Bestyrelse og direktion

### Bestyrelse og direktion

På foreningens ordinære generalforsamling den 31. marts 2014 var direktør Ingelise Bogason og direktør Lars Boné på valg.

Bestyrelsen havde foreslået genvalg, og begge blev enstemmigt genvalgt som medlemmer af bestyrelsen.

Bestyrelsen, består foruden disse, af tidligere udenrigsminister Uffe Ellemann-Jensen, direktør Bjarne Ammitzbøll, direktør Ole Jørgensen og direktør Viggo Nedergaard Jensen.

Bestyrelsen konstituerede sig efter generalforsamlingen med Uffe Ellemann-Jensen som formand og Ingelise Bogason som næstformand.

Der er afholdt 6 bestyrelsesmøder i 2014.

Bestyrelsens medlemmer modtager et årligt honorar, der godkendes på foreningens generalforsamling.

Bestyrelseshonoraret for foreningen fremgår af fællesnoter.

Foreningens bestyrelse udgør tillige bestyrelserne i de foreninger som fremgår af "Oversigten over BankInvest foreninger og afdelinger". Disse administreres også af investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S.

Direktionen er ansat i BI Management A/S og fungerer derigennem som direktion for alle de af selskabet administrerede foreninger.

Direktionen honoreres ikke særskilt af foreningen. Honorering af direktionen indgår i det samlede honorar, som foreningen betaler til BI Management A/S for administration.

## Bestyrelsens og direktionens ledelseshverv

Vi kan oplyse følgende om bestyrelses- og direktionsmedlemmerne:

Bestyrelsen og direktionen udgør også bestyrelsen og direktionen for de øvrige investerings- og kapitalforeninger oprettet og administreret af BankInvest Gruppen.

### Bestyrelse

#### **Uffe Ellemann-Jensen, formand. Tiltrådt 7. april 2003**

---

Tidl. udenrigsminister

Bestyrelsesformand for:

Thomson Reuters Founders Share Company Ltd. (London)

Medlem af bestyrelsen for:

BI Management A/S

#### **Ingelise Bogason, næstformand. Tiltrådt 7. april 2005**

---

Bestyrelsesformand for:

Arkitektskolen, Aarhus

Næstformand for:

Poul Due Jensens Fond

Medlem af bestyrelsen for:

BI Management A/S, Grundfos Holding A/S, Kraft og Partners A/S, Care Danmark

#### **Bjarne Ammitzbøll. Tiltrådt 7. april 2005**

---

Adm. direktør KIRK KAPITAL A/S

Bestyrelsesformand for:

KIRK Shipping A/S, KIRK Aviation A/S

Næstformand for:

KIRK KAPITAL AG, (Schweiz)

Medlem af bestyrelsen for:

KGH Holding Grindsted A/S, KGH Property A/S, CK Teknik A/S, Pedersens Maskiner A/S, Allianceplus A/S

#### **Ole Jørgensen. Tiltrådt 7. april 2005**

---

Medlem af bestyrelsen for:

Basis Bank A/S

#### **Lars Boné. Tiltrådt 31. maj 2011**

---

Direktør for:

Kirkbi Real Estate Investment A/S, Kirkbi Anlæg A/S

#### **Viggo Nedergaard Jensen. Tiltrådt 11. april 2013**

---

Direktør for:

Holdingselskabet af 1998 A/S

Bestyrelsesformand for: Fonden MYC4 Foundation

Medlem af bestyrelsen for:

Frontier Investment Management A/S, Holdingselskabet af 1998 A/S.

### Direktion

BI Management A/S

#### **Christina Larsen**

---

Direktør

Bestyrelsesformand for:

BI SICAV, Luxembourg

Medlem af bestyrelsen for:

FundCollect A/S

#### **Henrik Granlund**

---

Vicedirektør

Varetager ikke andre ledelseshverv

## Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen BankInvest (26 afdelinger).

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 pr. 31. december 2014 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 25. februar 2015.

Bestyrelse

Direktion

Uffe Ellemann-Jensen  
Formand

Christina Larsen  
Direktør

Ingelise Bogason  
Næstformand

Henrik Granlund  
Vicedirektør

Bjarne Ammitzbøll

Ole Jørgensen

Lars Boné

Viggo Nedergaard Jensen

## Den uafhængige revisors erklæringer

### Til investorerne i Investeringsforeningen BankInvest

#### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen BankInvest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter for 26 afdelinger, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

#### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

#### Revisors ansvar

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

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl.

Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

#### Konklusion

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens og afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2014 samt af resultatet af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2014 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger mv. gennemlæst ledelsesberetningen herunder de enkelte afdelingsberetninger. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den gennemførte revision af årsregnskabet.

Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i ledelsesberetningen og de enkelte afdelingsberetninger er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København, den 25. februar 2015

**Deloitte**

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

**Anders O. Gjelstrup**

Statsautoriseret revisor

**Per Rolf Larssen**

Statsautoriseret revisor

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2001

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI All Country Asia ex Japan inklusiv nettoudbytter

Fondskode: DK0015939359

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Asien eksklusiv Japan eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for de nye asiatiske aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne som reguleres af gældende skatte-lovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afkastet på asiatiske aktier kan variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, politiske,

markedsræssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer.

Investeringerne foretages i en markedsregion, der udgør mindre end 10 procent af verdens børsmarked, men som udgør et betydningsfuldt geografisk område. Investering i asiatiske aktier indebærer en større risiko end en globalt baseret portefølje. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med lang tidshorizont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

I halvårsrapporten skrev vi, at vi forventede et afkast på 5 til 15 procent på niveau med eller højere end sammenligningsindekset. Det samlede afkast efter omkostninger blev på 17,6 procent og var dermed en anelse højere end det forventede. Sammenligningsindekset gav et afkast på 19,1 procent. BankInvest Asiens afkast blev dermed en anelse lavere end sammenligningsindeksets, hvilket ikke levede op til forventningerne.

Målt i danske kroner steg alle markeder på benchmarkniveau. Navnlige Indien, Indonesien og Filippinerne havde kraftige stigninger, mens Sydkorea og Malaysia havde de laveste kursstigninger. Både i Indien og Indonesien blev der valgt nye ledere i 2014, og håb om reformer var med til at sende kurserne op.

Der var en bred fremgang på tværs af sektorer. Navnlige selskaberne i telecom, stabilt forbrug, IT og finanssektorerne bidrog til afkastet. På selskabsniveau kom det største bidrag til afkastet blandt andet fra tun- og rejeproducenten, Thai Union Frozen, det indonesiske tobaksselskab, Gudang Garam, den indiske bank, State Bank of India, og de kinesiske forsikringselskaber, PICC P&C og China Life. Også det indonesiske teleselskab, Telekomunikasi Indonesia, og de to IT-selskaber, TSMC og Infosys, var blandt de selskaber, der oplevede de største kursstigninger. De sektorer, der havde de laveste afkast, var råvarer og diskretionært forbrug. I disse sektorer var der især skuffende afkast i kasinooperatøren, SJM, lotteriudbyderen, Rexlot, den kinesiske bilforhandler, Zhongsheng, og det indiske stål- og el-selskab, Jindal Steel and Power. Blandt de øvrige selskaber med lave afkast var banken, Standard Chartered, og entreprenørselskabet, Hyundai Engineering & Construction.

Afkastet i danske kroner var bedre end afkastet målt i lokal valuta på grund af valutabevægelserne i perioden.

Som omtalt i halvårsrapporten har der i længere tid verseret et krav fra de indiske skattemyndigheder om, at afdeling Asien skulle

beskattes af aktieavancer på indiske aktier, realiseret af afdelingen i skatteåret 2005/2006.

På baggrund af rådgivning fra foreningens skatterådgiver besluttede bestyrelsen tidligere i 2014 at anke afgørelsen fra den indiske instans CIT(A). Afdeling Asien har nu fået medhold ved The Income Tax Appellate Tribunal i Mumbai i, at de indiske skattemyndigheder ikke har noget krav mod afdelingen.

Afdelingens formue udgjorde 1.277.014 tusinde kroner ultimo 2014 mod 1.372.219 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -95.205 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -309.318 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 214.113 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og likviditetsrisiko.

Likviditetsrisikoen består i, at en betydelig del af afdelingens formue er noteret på en børs, der lukker klokken senest 9. Derfor er der en risiko for, at der ikke kan reageres med det samme ved kraftige kursfald. Det påvirker også markedsrisikoen i afdelingen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

### **Forventninger til 2015**

På trods af stigende kurser i 2014 er værdiansættelsesniveauet i Asien fortsat fornuftigt. Der er dog stor forskel på værdiansættelserne i de enkelte asiatiske markeder. Porteføljen handles til en rabat i forhold til sammenligningsindekset målt på både Price/Earnings og Price-To-Book Ratio, hvilket er med til at øge sandsynligheden for et godt afkast.

Forventningerne til 2015 er, at afdelingen opnår et positivt afkast på 0 til 10 procent på niveau med eller højere end sammenligningsindekset. Afkastet kan dog blive betydeligt højere eller lavere, blandt andet som følge af den usikkerhed, der præger de finansielle markeder.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014	2013		2014	2013
	(t.kr.)	(t.kr.)		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	36	53	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	49.581	53.619	Indestående i depotselskab	9.608	10.891
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>49.617</b>	<b>53.672</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>9.638</b>	<b>10.921</b>
Kapitalandele	189.507	13.432	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	2.629	-2.247	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.266.886	1.362.176
Øvrige aktiver/passiver	76	-273	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>1.266.886</b>	<b>1.362.176</b>
3 Handelsomkostninger	2.481	6.289	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>189.731</b>	<b>4.623</b>	Andre tilgodehavender	2.466	1.271
<b>I alt indtægter</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.806
	<b>239.348</b>	<b>58.295</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.466</b>	<b>3.077</b>
4 Administrationsomkostninger	22.292	25.285	<b>Aktiver i alt</b>		
<b>Resultat før skat</b>				<b>1.278.990</b>	<b>1.376.174</b>
	<b>217.056</b>	<b>33.010</b>	<b>Passiver</b>		
5 Skat	2.943	3.750	7 Medlemmernes formue	1.277.014	1.372.219
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>214.113</b>	<b>29.260</b>	<b>Anden gæld</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			Skyldige omkostninger	801	615
<b>Formuebevægelser</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.175	3.340
Udlodningsregulering	19.030	74.842	<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.976</b>	<b>3.955</b>
Overført fra sidste år	-208.333	12.570	<b>Passiver i alt</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-189.303</b>	<b>87.412</b>		<b>1.278.990</b>	<b>1.376.174</b>
<b>Til disposition</b>			<b>9 Femårsoversigt</b>		
	<b>24.810</b>	<b>116.672</b>			
<b>Foreslag til anvendelse</b>					
8 Til rådighed for udlodning	-51.058	-208.333			
Overført til udlodning næste år	-51.058	-208.333			
Overført til formue	75.868	325.005			
<b>I alt disponeret</b>	<b>24.810</b>	<b>116.672</b>			

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-14	-10
Andre aktiver		50	63
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>36</b>	<b>53</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		49.581	53.619
<b>I alt udbytter</b>		<b>49.581</b>	<b>53.619</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		4.669	8.815
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-2.188	-2.526
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>2.481</b>	<b>6.289</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	29	29
Revisionshonorar	0	20	20
Andre honorarer til revisorer	194	0	194
Markedsføringsomkostninger	9.986	36	10.022
Gebyrer til depotselskab	1.573	0	1.573
Andre omk. i forb. med formueplejen	8.734	0	8.734
Øvrige omkostninger	251	139	390
Fast administrationshonorar	1.330	0	1.330
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>22.068</b>	<b>224</b>	<b>22.292</b>
			24.801
			484
			25.285
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat			2.943
<b>I alt skat</b>			<b>2.943</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter			99,2%
Andre aktiver og passiver			0,8%

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

Noter

	2014		2013	
<b>Formue fordelt på sektorer</b>				
Finans		31%		30%
IT		24%		21%
Cykliske forbrugsgoder		13%		11%
Energi		7%		5%
Industri		6%		7%
Andre inklusiv kontanter		19%		26%
<b>Formue fordelt på lande</b>				
Kina		32%		28%
Sydkorea		22%		24%
Indien		10%		11%
Taiwan		11%		10%
Hong Kong		9%		8%
Andre inklusiv kontanter		16%		19%
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
		<b>2014</b>		<b>2013</b>
	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>
	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>
Formue primo	1.865.097	1.372.219	2.377.955	1.716.544
Emissioner i året	68.598	48.837	40.050	29.432
Indløsninger i året	457.743	359.124	552.908	404.097
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		969		1.080
Udlodningsregulering		-19.030		-78.842
Overført udlodning fra sidste år		208.333		-12.570
Overført udlodning til næste år		-51.058		-208.333
Overført fra resultatopgørelsen		75.868		328.005
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.475.952</b>	<b>1.277.014</b>	<b>1.865.097</b>	<b>1.372.219</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Tab overført fra sidste år			-208.333	-515.314
Udlodning overført fra sidste år			0	12.570
Renter og udbytter			49.348	53.220
Ikke refunderbar skat			-2.943	-3.750
Kursgevinster til udlodning			91.840	170.099
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			19.030	74.842
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>-51.058</b>	<b>-208.333</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>-51.058</b>	<b>-208.333</b>

Noter

Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
9 Årets nettoresultat (t.kr.)	214.113	29.260	287.177	-414.427	556.108
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.277.014	1.372.219	1.716.544	1.732.070	2.461.912
Cirkulerende andele (stk.)	14.759.520	18.650.970	23.779.550	27.056.860	31.524.920
Indre værdi	86,52	73,57	72,19	64,02	78,09
Udlodning (%)	0,00	0,00	0,00	3,00	0,00
Omkostningsprocent	1,68	1,64	1,65	1,62	1,83
Årets afkast (%)	17,62	1,92	17,74	-18,02	26,13
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	325.701	674.063	579.745	687.387	1.299.704
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	605.831	998.647	882.587	899.802	1.660.789
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	931.532	1.672.710	1.462.332	1.587.189	2.960.493
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	495.084	1.193.343	1.104.535	1.166.428	2.456.171
Omsætningshastighed	0,19	0,39	0,32	0,29	0,51
ÅOP	2,28	2,47	2,43	2,36	2,77
Sharpe Ratio	0,49	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	14,13	-	-	-	-
Tracking Error (%)	4,43	-	-	-	-
Information Ratio	-0,28	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	19,12	-1,39	20,95	-14,77	28,12
Sharpe Ratio	0,64	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	12,82	-	-	-	-

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1989

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World Index inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0015773873

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

## Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Det vil sige både i de såkaldt udviklede markeder, som f.eks. Nordamerika, Europa og Japan, men også i mindre udviklede markeder, som f.eks. Latinamerika, Afrika og Kina. Investeringsstrategien tager sit udgangspunkt i analysen og valget af den enkelte aktie. Det betyder sammen med den lange investeringshorisont, at afdelingen ikke er underlagt begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte sektorer og/eller enkelte lande.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for verdens aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af

det eventuelle udbytte.

Afdelingen søger at opnå en stor risikospredning ved at investere i et betydeligt antal aktier i mange forskellige lande og sektorer. Trods dette vil afdelingens afkast kunne variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer.

Da afdelingen fokuserer på investeringer i enkeltaktier med en lang investeringshorisont og uden sektor/landebindinger, vil porteføljen i perioder afvige betydeligt i forhold til sammenligningsindekset. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med lang tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

## Afkast og formueudvikling

2014 gav et flot, positivt afkast på 18,0 procent mod et afkast for benchmarket på 18,4 procent, svarende til et merafkast på -0,4 procentpoint. Afkastet indfriede dermed vores positive forventninger som fremført i seneste halvårsregnskab, men merafkastet var ikke tilfredsstillende. På sektorbasis var indeksafkastet bedst i health care, IT og reguleret service, mens energi og råvarer gav det dårligste afkast. Energi gav som den eneste sektor et negativt afkast i det meget positive år 2014. I forhold til det relative afkast vandt vi mest i industri, cyklisk forbrug og health care-sektoren og tabte mest i finanssektoren, stabilt forbrug og energisektoren.

Året bød på flere toneangivende begivenheder. Navnlig har den kraftigt faldende oliepris haft stor indflydelse på de finansielle markeder, hvor virksomheder og lande med betydelig indtjening fra olie har været under stort pres. Det største pres ligger på Rusland, da en stor del af statens indtægter er olierelaterede, og landet derudover blev mødt af økonomiske sanktioner fra EU og USA, som begyndte efter annekteringen af Krim-halvøen i starten af 2014. Den kraftigt faldende oliepris er naturligvis positiv for de energisultne forbrugere i de udviklede økonomier, men også for flere emerging markets-lande, som eksempelvis Tyrkiet, Indien og Kina, der importerer en meget stor del af deres energiforbrug. Vækst og deflationsbekymringer er fortsat højest på agendaen i Europa, hvor de svage positive tegn på økonomisk aktivitet i starten af året ebbede ud. Gennem det meste af året har de finansielle markeder spekuleret i yderligere pengepolitiske tiltag, herunder Den Europæiske Centralbanks eventuelle opkøb af obligationer. I USA klarer økonomien sig fortsat godt, og diskussionen drejer sig derfor primært om, hvornår vi ser de første rentestigninger.

Afdelingens formue udgjorde 7.166.727 tusinde kroner ultimo 2014 mod 3.667.889 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 3.498.838 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 1.847.114 tusinde kroner, hvoraf 732.333 tusinde kroner er tilgået afdelingen i forbindelse med fusion. Årets nettoresultat udgjorde 919.391 tusinde kroner. Det foreslås, at der udbetales 31,40 kroner pr. bevis i udbytte for 2014.

#### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

#### **Forventninger til 2015**

De kraftige kursstigninger i 2014 kan kun delvist forklares med stigende forventninger til selskabernes årlige indtjening. Det stigende marked skal derfor også tilskrives en faldende risikopræmie, og mange aktører i markedet er derfor betænkelige ved afkastets holdbarhed. Vi er kun lidt bekymrede, da markedets værdiansættelse ikke er langt fra tidligere niveauer, men vi hæfter os ved, at kursstigninger uden indtjeningsvækst vil få meget svært ved at fortsætte i 2015. Fremtidige afkast bør derfor i højere grad være drevet af selskabernes indtjening og dermed sandsynligvis blive væsentligt lavere, end hvad vi har oplevet de senere år.

Der er flere forhold, som gør, at vi forventer, at udsvingene i de finansielle markeder kan blive højere i 2015, end hvad vi har set de senere år. For det første er spekulationerne om en ændret pengepolitik i både Europa og USA (se eventuelt ovenfor) tiltagende og har tidligere medført store kursudsving. For det andet forventer vi fortsat stor usikkerhed omkring olieprisen, hvilket kan overraske direkte, men også via de reelle økonomiske effekter af den lavere oliepris, som vi i stigende grad vil kunne se i de makroøkonomiske nøgletal og selskabernes regnskaber. Samlet set forventer vi et aktieafkast på 0 til 10 procent i 2015.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-83	-41	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	230.731	84.440	Indestående i depotselskab	78.258	24.683
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>230.648</b>	<b>84.399</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	21	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>78.279</b>	<b>24.713</b>
Kapitalandele	790.934	486.755	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	1.017	-913	Noterede aktier fra danske selskaber	82.285	93.559
Øvrige aktiver/passiver	44	-16	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.002.120	3.541.039
3 Handelsomkostninger	6.619	2.704	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>7.084.405</b>	<b>3.634.598</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>785.376</b>	<b>483.122</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>1.016.024</b>	<b>567.521</b>	Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	3.996	2.382
4 Administrationsomkostninger	85.896	51.510	Andre tilgodehavender	4.784	2.382
Resultat før skat	930.128	516.011	Mellemværende vedr. handelsafvikling	786	4.603
5 Skat	10.737	8.691	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.566</b>	<b>8.970</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>919.391</b>	<b>507.320</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.172.250</b>	<b>3.668.281</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Passiver</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			7 Medlemmernes formue	7.166.727	3.667.889
Udlodningsregulering	30.561	-96.897	<b>Anden gæld</b>		
Overført fra sidste år	0	164	Skyldige omkostninger	5.513	335
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>30.561</b>	<b>-96.733</b>	Mellemværende vedr. handelsafvik.	10	57
<b>Til disposition</b>	<b>949.952</b>	<b>410.587</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.523</b>	<b>392</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>			<b>Passiver i alt</b>		
8 Til rådighed for udlodning	579.215	-189.536	9 Femårsoversigt	7.172.250	3.668.281
Foreslået udlodning	579.215	0	10 Fusion		
Overført til udlodning næste år	0	-189.536			
Overført til formue	370.737	600.123			
<b>I alt disponeret</b>	<b>949.952</b>	<b>410.587</b>			

Noter							2014	2013
							(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>								
Indestående i pengeinstitutter							-83	-41
<b>I alt renteindtægter</b>							<b>-83</b>	<b>-41</b>
<b>2 Udbytter</b>								
Noterede aktier fra danske selskaber							1.229	380
Noterede aktier fra udenlandske selskaber							229.502	84.060
<b>I alt udbytter</b>							<b>230.731</b>	<b>84.440</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>								
Bruttohandelsomkostninger							14.621	4.592
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter							-8.002	-1.888
<b>I alt handelsomkostninger</b>							<b>6.619</b>	<b>2.704</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>								
			<b>2014</b>			<b>2013</b>		
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	0	121	121	0	61	61		
Revisionshonorar	0	58	58	0	43	43		
Andre honorarer til revisorer	129	0	129	0	0	0		
Markedsføringsomkostninger	54.340	146	54.486	32.402	124	32.526		
Gebyrer til depotselskab	3.458	0	3.458	2.428	0	2.428		
Andre omk. i forb. med formueplejen	21.736	0	21.736	12.961	0	12.961		
Øvrige omkostninger	25	451	476	27	224	251		
Fast administrationshonorar	5.432	0	5.432	3.240	0	3.240		
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>85.120</b>	<b>776</b>	<b>85.896</b>	<b>51.058</b>	<b>452</b>	<b>51.510</b>		
<b>5 Skat</b>								
Ikke refunderbar skat							10.737	8.691
<b>I alt skat</b>							<b>10.737</b>	<b>8.691</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>								
Børsnoterede finansielle instrumenter							98,9%	99,1%
Andre aktiver og passiver							1,1%	0,9%

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



Noter

	2014	2013
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Nordamerika	53%	52%
Europa	31%	33%
Asien	4%	5%
Pacific	4%	3%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	5%	4%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	20%	20%
IT	18%	17%
Industri	13%	13%
Health Care	13%	11%
Cykliske forbrugsgoder	11%	10%
Andre inklusiv kontanter	25%	29%

7 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	1.114.145	3.667.889	849.701	2.389.801
Korrektion ved fusion eller spaltning	191.855	732.333		0
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser		0		27.615
Ændring i udbetalt udlod. p.g.a. emission/indløsning		0		-4.353
Emissioner i året	670.339	2.306.154	309.749	944.584
Indløsninger i året	131.704	460.569	45.305	143.381
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.529		1.533
Udlodningsregulering		-30.561		96.897
Overført udlodning fra sidste år		0		-164
Overført udlodning til næste år		0		-189.536
Foreslået udlodning		579.215		0
Overført fra resultatopgørelsen		370.737		600.123
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.844.635</b>	<b>7.166.727</b>	<b>1.114.145</b>	<b>3.667.889</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	0	-358.764
Udlodning overført fra sidste år	0	164
Renter og udbytter	260.145	83.183
Ikke refunderbar skat	-10.737	-8.691
Kursgevinster til udlodning	401.347	191.469
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	34.680	-96.897
Frivillig udlodning	175	0
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>685.610</b>	<b>-189.536</b>
Administrationsomkostninger	-102.276	0
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-4.119	0
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>579.215</b>	<b>-189.536</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	919.391	507.320	303.552	-202.177	377.355
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	7.166.727	3.667.889	2.389.801	1.945.990	2.405.143
Cirkulerende andele (stk.)	18.446.350	11.141.450	8.497.010	7.884.610	8.755.280
Indre værdi	388,52	329,21	281,25	246,81	274,71
Udlodning (%)	31,40	0,00	3,25	3,00	4,50
Omkostningsprocent	1,61	1,62	1,61	1,60	1,68
Årets afkast (%)	18,01	18,31	15,23	-8,59	15,39
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	4.617.065	1.780.719	988.170	607.888	1.117.175
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.943.570	992.006	834.117	843.024	2.263.062
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	6.560.634	2.772.724	1.822.287	1.450.912	3.380.237
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.970.111	1.632.996	1.131.226	1.068.026	1.912.041
Omsætningshastighed	0,28	0,26	0,26	0,25	0,34
ÅOP	2,04	1,94	1,99	1,98	2,10
Sharpe Ratio	1,08	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,29	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,60	-	-	-	-
Information Ratio	-0,62	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	18,39	17,49	14,79	-4,51	20,68
Sharpe Ratio	1,31	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	8,91	-	-	-	-
10 Fusion					2014
<b>Europæiske Aktier (ophørende afdeling)</b>					<b>(t.kr.)</b>
Renter og udbytter					32.083
Kursgevinster- og tab					28.304
Administrationsomkostninger					16.380
Skat					1.698
<b>Periodens resultat</b>					<b>42.309</b>
Likvide midler					35.443
Kapitalandele					692.566
Andre aktiver					5.246
<b>Aktiver i alt</b>					<b>733.255</b>
Medlemmernes formue på sammenlægnings tidspunktet					732.333
Anden gæld					922
<b>Passiver i alt</b>					<b>733.255</b>
<b>Formueopgørelse</b>					
Medlemmernes formue primo					1.571.548
Emissioner i perioden					61.501
Indløsninger i perioden					-946.769
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag					3.744
Periodens resultat					42.309
					<b>732.333</b>

Regnskabsperioden for den ophørende afdeling omfatter 01.01.- 04.12.2014

På ombytningsdagen har afdeling Basis fået tilført aktiver til dagsværdier. For investorerne i den fortsættende afdeling har fusionen således haft samme virkning som ved tilgang af midler ved en traditionel emission af andele.

Som beskrevet i ledelsesberetningen i afsnittet fusioner, hvor til der henvises, er der redegjort for baggrunden for fusionen.

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2005

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World Index inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010310077

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

## Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Det vil sige både i de såkaldt udviklede markeder, som f.eks. Nordamerika, Europa og Japan, men også i mindre udviklede markeder, som f.eks. Latinamerika, Afrika og Kina. Investeringsstrategien tager sit udgangspunkt i analysen og valget af den enkelte aktie. Det betyder sammen med den lange investeringshorisont, at afdelingen ikke er underlagt begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte sektorer og/eller enkelte lande.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Afdelingen søger at overholde normbaserede kriterier, herunder de etiske principper i FN Global Compact. For eksempel overholdelse af menneskerettighederne og afskaffelse af børnearbejde. Det sker ved hjælp af særlige etiske analyser af virksomhederne, som betyder, at nogle virksomheder fravælges.

Afdelingen ekskluderer endvidere virksomheder, som har mere end 10 procent af deres omsætning inden for tobak, alkohol, spil samt våben eller mere end 3 procent fra pornografi. Læs mere om etik og

socialt ansvarlige investeringer (SRI) på [www.bankinvest.dk/dk/etik](http://www.bankinvest.dk/dk/etik).

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for verdens aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afdelingen søger at opnå en stor risikospredning ved at investere i et betydeligt antal aktier i mange forskellige lande og sektorer. Trods dette vil afdelingens afkast kunne variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer.

Da afdelingen fokuserer på investeringer i enkeltaktier med en lang investeringshorisont og uden sektor/landebindinger, vil porteføljen i perioder afvige betydeligt i forhold til sammenligningsindekset. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med middel tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

## Afkast og formueudvikling

2014 gav et flot, positivt afkast på 19,1 procent mod et afkast for benchmarket på 18,4 procent, svarende til et merafkast på 0,7 procentpoint. Afkastet indfriede dermed vores positive forventninger som fremført i seneste halvårsrapport, og merafkastet var tilfredsstillende. På sektorbasis var indeksafkastet bedst i health care, IT og reguleret service, mens energi og råvarer gav det dårligste afkast. Energi gav som den eneste sektor et negativt afkast i det meget positive år 2014. I forhold til det relative afkast vandt vi mest i industri, cyklisk forbrug og health care-sektoren og tabte mest i finanssektoren, stabilt forbrug og energisektoren.

Året bød på flere toneangivende begivenheder. Navnlig har den kraftigt faldende oliepris haft stor indflydelse på de finansielle markeder, hvor virksomheder og lande med betydelig indtjening fra olie har været under stort pres. Det største pres ligger på Rusland, da en stor del af statens indtægter er olierelaterede, og landet derudover blev mødt af økonomiske sanktioner fra EU og USA, som begyndte efter annekteringen af Krim-halvøen i starten af 2014. Den kraftigt faldende oliepris er naturligvis positiv for de energisultne forbrugere i

de udviklede økonomier, men også for flere emerging markets-lande, som eksempelvis Tyrkiet, Indien og Kina, der importerer en meget stor del af deres energiforbrug. Vækst og deflationsbekymringer er fortsat højest på agendaen i Europa, hvor de svage positive tegn på økonomisk aktivitet i starten af året ebbede ud. Gennem det meste af året har de finansielle markeder spekuleret i yderligere pengepolitiske tiltag, herunder Den Europæiske Centralbanks eventuelle opkøb af obligationer.

I USA klarer økonomien sig fortsat godt, og diskussionen drejer sig derfor primært om, hvornår vi ser de første rentestigninger.

Afdelingens formue udgjorde 289.622 tusinde kroner ultimo 2014 mod 248.505 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 41.117 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -4.273 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 45.390 tusinde kroner. Det foreslås, at der udbetales 7,40 kroner pr. bevis i udbytte for 2014.

#### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

#### **Forventninger til 2015**

De kraftige kursstigninger i 2014 kan kun delvist forklares med stigende forventninger til selskabernes årlige indtjening. Det stigende marked skal derfor også tilskrives en faldende risikopræmie, og mange aktører i markedet er derfor betænkelige ved afkastets holdbarhed. Vi er kun lidt bekymrede, da markedets værdiansættelse ikke er langt fra tidligere niveauer, men vi hæfter os ved, at kursstigninger uden indtjeningsvækst vil få meget svært ved at fortsætte i 2015. Fremtidige afkast bør derfor i højere grad være drevet af selskabernes indtjening og dermed sandsynligvis blive væsentligt lavere, end hvad vi har oplevet de senere år.

Der er flere forhold, som gør, at vi forventer, at udsvingene i de finansielle markeder kan blive højere i 2015, end hvad vi har set de senere år. For det første er spekulationerne om en ændret pengepolitik i både Europa og USA tiltagende og har tidligere medført store kursudsving. For det andet forventer vi fortsat stor usikkerhed omkring olieprisen, hvilket kan overraske direkte, men også via de reelle økonomiske effekter af den lavere oliepris, som vi i stigende grad vil kunne se i de makroøkonomiske nøgletal og selskabernes regnskaber.

Samlet set forventer vi et aktieafkast på 0 til 10 procent i 2015.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-5	-2	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	10.886	6.196	Indestående i depotselskab	2.601	4.614
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.881</b>	<b>6.194</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>2.631</b>	<b>4.644</b>
Kapitalandele	39.743	35.497	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-28	-143	Noterede aktier fra danske selskaber	3.403	6.201
Øvrige aktiver/passiver	3	0	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	283.737	237.474
3 Handelsomkostninger	334	259	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>287.140</b>	<b>243.675</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>39.384</b>	<b>35.095</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>			Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	113	72
	<b>50.265</b>	<b>41.289</b>	Andre tilgodehavender	366	302
4 Administrationsomkostninger	4.303	3.910	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>479</b>	<b>374</b>
<b>Resultat før skat</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
	<b>45.962</b>	<b>37.379</b>		<b>290.250</b>	<b>248.693</b>
5 Skat	572	651	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>45.390</b>	<b>36.728</b>	7 Medlemmernes formue	289.622	248.505
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Anden gæld</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			Skyldige omkostninger	233	65
Udlodningsregulering	566	8.053	Mellemværende vedr. handelsafvikling	395	123
Overført fra sidste år	-10.758	200	<b>I alt anden gæld</b>	<b>628</b>	<b>188</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-10.192</b>	<b>8.253</b>	<b>Passiver i alt</b>		
<b>Til disposition</b>				<b>290.250</b>	<b>248.693</b>
	<b>35.198</b>	<b>44.981</b>	<b>9 Femårsoversigt</b>		
<b>Foreslag til anvendelse</b>					
8 Til rådighed for udlodning	13.569	-10.758			
Foreslået udlodning	13.526	0			
Overført til udlodning næste år	43	-10.758			
Overført til formue	21.629	55.739			
<b>I alt disponeret</b>	<b>35.198</b>	<b>44.981</b>			

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-5	-2			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-5</b>	<b>-2</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra danske selskaber		58	33			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		10.828	6.163			
<b>I alt udbytter</b>		<b>10.886</b>	<b>6.196</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		618	484			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-284	-225			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>334</b>	<b>259</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	6	6	0	4	4
Revisionshonorar	0	22	22	0	3	3
Markedsføringsomkostninger	2.588	7	2.595	2.375	9	2.384
Gebyrer til depotselskab	105	0	105	110	0	110
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.035	0	1.035	950	0	950
Øvrige omkostninger	1	139	140	27	32	59
Fast administrationshonorar	400	0	400	400	0	400
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>4.129</b>	<b>174</b>	<b>4.303</b>	<b>3.862</b>	<b>48</b>	<b>3.910</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					572	651
<b>I alt skat</b>					<b>572</b>	<b>651</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,1%	98,1%
Andre aktiver og passiver					0,9%	1,9%

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

Noter			2014	2013
<b>Formue fordelt på regioner</b>				
Nordamerika			53%	49%
Europa			31%	34%
Asien			4%	5%
Pacific			4%	4%
Mellemøsten / Afrika			3%	3%
Andre inklusiv kontanter			5%	5%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>				
Finans			21%	20%
IT			18%	16%
Industri			13%	13%
Cykliske forbrugsgoder			11%	13%
Health Care			13%	10%
Andre inklusiv kontanter			24%	28%
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
		<b>2014</b>		<b>2013</b>
	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>
	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>
Formue primo	186.731	248.505	144.568	165.093
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser		0		1.807
Ændring i udbetalt udlod. p.g.a. emission/indløsning		0		-595
Emissioner i året	35.408	50.625	73.065	88.120
Indløsninger i året	39.361	54.986	30.902	39.230
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		88		196
Udlodningsregulering		-566		8.053
Overført udlodning fra sidste år		10.758		-200
Overført udlodning til næste år		43		-10.758
Foreslået udlodning		13.526		0
Overført fra resultatopgørelsen		21.629		39.621
<b>Formue ultimo</b>	<b>182.778</b>	<b>289.622</b>	<b>186.731</b>	<b>248.505</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Tab overført fra sidste år			-10.758	-27.601
Udlodning overført fra sidste år			0	200
Renter og udbytter			10.827	6.080
Ikke refunderbar skat			-572	-651
Kursgevinster til udlodning			17.809	19.267
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			598	-8.053
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>17.904</b>	<b>-10.758</b>
Administrationsomkostninger			-4.303	0
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-32	0
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>13.569</b>	<b>-10.758</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	45.390	36.728	35.204	-100.865	74.441
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	289.622	248.505	165.093	238.886	645.216
Cirkulerende andele (stk.)	1.827.780	1.867.310	1.445.680	2.394.950	5.782.990
Indre værdi	158,46	133,08	114,20	99,75	111,57
Udlodning (%)	7,40	0,00	1,25	1,75	0,00
Omkostningsprocent	1,69	1,66	1,64	1,57	1,68
Årets afkast (%)	19,07	17,73	16,37	-10,63	14,50
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	126.462	162.450	98.894	327.357	595.477
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	122.122	116.050	200.757	617.789	563.153
Værdipapiriomsætning, brutto (t.kr.)	248.584	278.500	299.650	945.146	1.158.630
Værdipapiriomsætning, netto (t.kr.)	134.341	148.892	137.251	213.356	677.506
Omsætningshastighed	0,26	0,32	0,29	0,18	0,52
ÅOP	2,18	2,06	2,06	1,94	2,22
Sharpe Ratio	1,00	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,71	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,77	-	-	-	-
Information Ratio	-0,70	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	18,39	17,49	14,79	-4,51	20,68
Sharpe Ratio	1,31	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	8,91	-	-	-	-



## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret  
Akkumulerende  
Introduceret: Maj 2003  
Risikoklasse: 5  
Benchmark: MSCI All Country World Index inkl. nettoudbytte  
Fondskode: DK0010296227  
Porteføljeraðgiver: BI Asset Management  
Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Det vil sige både i de såkaldt udviklede markeder, som f.eks. Nordamerika, Europa og Japan, men også i mindre udviklede markeder, som f.eks. Latinamerika, Afrika og Kina. Investeringsstrategien tager sit udgangspunkt i analysen og valget af den enkelte aktie. Det betyder sammen med den lange investeringshorisont, at afdelingen ikke er underlagt begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte sektorer og/eller enkelte lande.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsborserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for verdens aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. Afdelingen betaler ikke udbytte, men akkumulerer i stedet værdistigninger i foreningen og dermed i kursen på investeringsbeviserne.

Afdelingen søger at opnå en stor risikospredning ved at investere i et betydeligt antal aktier i mange forskellige lande og sektorer. Trods dette vil afdelingens afkast kunne variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer.

Da afdelingen fokuserer på investeringer i enkeltaktier med en lang investeringshorisont og uden sektor/landebindinger, vil porteføljen i perioder afvige betydeligt i forhold til sammenligningsindekset. Investor forventes at investere for pensionsmidler, og have mellem-lang investeringshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

2014 gav et flot, positivt afkast på 18,0 procent mod et afkast for benchmarket på 18,4 procent, svarende til et merafkast på -0,4 procentpoint. Afkastet indfriede dermed vores positive forventninger som fremført i seneste halvårsregnskab, men merafkastet var ikke tilfredsstillende. På sektorbasis var indeksafkastet bedst i health care, IT og reguleret service, mens energi og råvarer gav det dårligste afkast. Energi gav som den eneste sektor et negativt afkast i det meget positive år 2014. I forhold til det relative afkast vandt vi mest i industri, cyklisk forbrug og health care-sektoren og tabte mest i finanssektoren, stabilt forbrug og energisektoren.

Året bød på flere toneangivende begivenheder. Navnlig har den kraftigt faldende oliepris haft stor indflydelse på de finansielle markeder, hvor virksomheder og lande med betydelig indtjening fra olie har været under stort pres. Det største pres ligger på Rusland, da en stor del af statens indtægter er olierelaterede, og landet derudover blev mødt af økonomiske sanktioner fra EU og USA, som begyndte efter annekteringen af Krim-halvøen i starten af 2014. Den kraftigt faldende oliepris er naturligvis positiv for de energisultne forbrugere i de udviklede økonomier, men også for flere emerging markets-lande, som eksempelvis Tyrkiet, Indien og Kina, der importerer en meget stor del af deres energiforbrug. Vækst og deflationsbekymringer er fortsat højest på agendaen i Europa, hvor de svage positive tegn på økonomisk aktivitet i starten af året ebbede ud. Gennem det meste af året har de finansielle markeder spekuleret i yderligere pengepolitiske tiltag, herunder Den Europæiske Centralbanks eventuelle opkøb af obligationer. I USA klarer økonomien sig fortsat godt, og diskussionen drejer sig derfor primært om, hvornår vi ser de første rentestigninger.

Afdelingens formue udgjorde 4.404.639 tusinde kroner ultimo 2014 mod 2.433.291 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotil-

vækst på 1.971.348 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 966.060 tusinde kroner, hvoraf 400.263 tusinde kroner er tilgået afdelingen i forbindelse med fusion. Årets nettoresultat udgjorde 605.025 tusinde kroner.

#### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

#### **Forventninger til 2015**

De kraftige kursstigninger i 2014 kan kun delvist forklares med stigende forventninger til selskabernes årlige indtjening. Det stigende marked skal derfor også tilskrives en faldende risikopræmie, og mange aktører i markedet er derfor betænkelige ved afkastets holdbarhed. Vi er kun lidt bekymrede, da markedets værdiansættelse ikke er langt fra tidligere niveauer, men vi hæfter os ved, at kursstigninger uden indtjeningsvækst vil få meget svært ved at fortsætte i 2015. Fremtidige afkast bør derfor i højere grad være drevet af selskabernes indtjening og dermed sandsynligvis blive væsentligt lavere, end hvad vi har oplevet de senere år.

Der er flere forhold, som gør, at vi forventer, at udsvingene i de finansielle markeder kan blive højere i 2015, end hvad vi har set de senere år. For det første er spekulationerne om en ændret pengepolitik i både Europa og USA (se eventuelt ovenfor) tiltagende og har tidligere medført store kursudsving. For det andet forventer vi fortsat stor usikkerhed omkring olieprisen, hvilket kan overraske direkte, men også via de reelle økonomiske effekter af den lavere oliepris, som vi i stigende grad vil kunne se i de makroøkonomiske nøgletal og selskabernes regnskaber. Samlet set forventer vi et aktieafkast på 0 til 10 procent i 2015.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2013 (t.kr.)	2012 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-38	0	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	148.218	62.115	Indestående i depotselskab	26.674	21.063
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>148.180</b>	<b>62.115</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	21	39
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>26.695</b>	<b>21.102</b>
Kapitalandele	527.481	363.341	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-454	-1.642	Noterede aktier fra danske selskaber	51.542	60.470
Øvrige aktiver/passiver	33	-9	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.322.195	2.348.745
3 Handelsomkostninger	5.619	2.622	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>4.373.737</b>	<b>2.409.215</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>521.441</b>	<b>359.068</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>669.621</b>	<b>421.183</b>	Tilgodehavende renter udbytte m.m.	2.455	1.514
4 Administrationsomkostninger	57.207	36.711	Andre tilgodehavender	3.479	1.536
Resultat før skat	612.414	384.472	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>5.934</b>	<b>3.050</b>
5 Skat	7.389	6.432	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.406.366</b>	<b>2.433.367</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>605.025</b>	<b>378.040</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Foreslag til anvendelse</b>			7 Medlemmernes formue	4.404.639	2.433.291
Overført til formue	605.025	378.040	<b>Anden gæld</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>605.025</b>	<b>378.040</b>	Skyldige omkostninger	1.727	76
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.727</b>	<b>76</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>4.406.366</b>	<b>2.433.367</b>
			8 Femårsoversigt		
			9 Fusion		

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-38	0			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-38</b>	<b>0</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra danske selskaber		792	424			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		147.426	61.691			
<b>I alt udbytter</b>		<b>148.218</b>	<b>62.115</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		10.069	3.056			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-4.450	-434			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>5.619</b>	<b>2.622</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	80	0	80	0	40	40
Revisionshonorar	0	48	48	0	29	29
Andre honorarer til revisorer	78	0	78	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	36.390	0	36.390	23.147	88	23.235
Gebyrer til depotselskab	1.996	0	1.996	1.639	0	1.639
Andre omk. i forb. med formueplejen	14.556	0	14.556	9.259	0	9.259
Øvrige omkostninger	0	424	424	27	167	194
Fast administrationshonorar	3.635	0	3.635	2.315	0	2.315
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>56.735</b>	<b>472</b>	<b>57.207</b>	<b>36.387</b>	<b>324</b>	<b>36.711</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					7.389	6.432
<b>I alt skat</b>					<b>7.389</b>	<b>6.432</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,3%	99,0%
Andre aktiver og passiver					0,7%	1,0%

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

Noter

	2014	2013
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Nordamerika	53%	51%
Europa	31%	34%
Asien	4%	5%
Pacific	4%	3%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	5%	4%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	20%	20%
IT	18%	17%
Industri	13%	13%
Health Care	12%	11%
Cykliske forbrugsgoder	11%	10%
Andre inklusiv kontanter	24%	29%

7 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	595.675	2.433.291	574.284	1.984.711
Korrektion ved fusion eller spaltning	84.513	400.263	0	0
Emissioner i året	310.249	1.313.007	46.161	166.955
Indløsninger i året	76.978	347.762	24.770	96.802
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		815		387
Overført fra resultatopgørelsen		605.025		378.040
<b>Formue ultimo</b>	<b>913.459</b>	<b>4.404.639</b>	<b>595.675</b>	<b>2.433.291</b>

8 Femårsoversigt

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	605.025	378.040	279.628	-182.633	350.043
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	4.404.639	2.433.291	1.984.711	1.928.331	2.252.932
Cirkulerende andele (stk.)	9.134.590	5.956.750	5.742.840	6.426.630	6.857.840
Indre værdi	482,19	408,49	345,60	300,05	328,52
Omkostningsprocent	1,60	1,59	1,60	1,60	1,67
Årets afkast (%)	18,04	18,20	15,18	-8,64	15,01
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	3.145.191	1.016.232	608.774	708.336	1.518.349
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.698.081	933.927	813.912	823.259	2.697.350
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	4.843.272	1.950.160	1.422.686	1.531.595	4.215.699
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.702.755	1.673.027	1.120.003	1.068.323	2.374.146
Omsætningshastighed	0,38	0,36	0,28	0,26	0,44
ÅOP	2,06	1,95	1,98	1,98	2,09
Sharpe Ratio	1,07	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,30	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,53	-	-	-	-
Information Ratio	-0,68	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	18,39	17,49	14,79	-4,51	20,68
Sharpe Ratio	1,31	-	-	-	-
Standardafvigelse	8,91	-	-	-	-

Noter

9 Fusion	2014
<b>Pension Europæiske Aktier (ophørende afdeling)</b>	<b>(t.kr.)</b>
Renter og udbytter	14.286
Kursgevinster- og tab	10.432
Administrationsomkostninger	7.411
Skat	966
<b>Periodens resultat</b>	<b>16.341</b>
Likvide midler	23.553
Kapitalandele	374.386
Andre aktiver	2.680
<b>Aktiver i alt</b>	<b>400.619</b>
Medlemmernes formue på sammenlægningstidspunktet	400.263
Anden gæld	356
<b>Passiver i alt</b>	<b>400.619</b>
<b>Formueopgørelse</b>	
Medlemmernes formue primo	532.451
Emissioner i perioden	1.210
Indløsninger i perioden	-150.296
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	557
Periodens resultat	16.341
	<u>400.263</u>

Regnskabsperioden for den ophørende afdeling omfatter 01.01.- 04.12.2014

På ombytningsdagen har afdeling Pension Basis fået tilført aktiver til dagsværdier. For investorerne i den fortsættende afdeling har fusionen således haft samme virkning som ved tilgang af midler ved en traditionel emission af andele.

Som beskrevet i ledelsesberetningen i afsnittet fusioner, hvor til der henvises, er der redegjort for baggrunden for fusionen.

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2000

Risikoklasse: 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0016060346

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

## Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i danske virksomheder. Virksomhederne skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Danmark, eller have den væsentligste del af sin forretning her. Virksomhederne vælges efter en grundig langsigtet analyse.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for det danske aktiemarked. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Betegnelsen "Cap" betyder, at indekset er tilpasset de placeringsregler, som er fastlagt i lovgivningen.

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afkastet på investering i danske aktier kan variere betydeligt over tid

bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med middel tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

## Afkast og formueudvikling

År 2014 blev et godt år for danske aktier og for afdeling Danmark. BankInvest Danmark endte således året med et absolut afkast på 20,5 procent mod 17,2 procent for sammenligningsindekset og dermed et merafkast på 3,3 procent. Dermed blev de positive forventninger til året opfyldt og måske endda lidt til.

De primære bidragsydere til den positive performance var afdelingens overvægt i Pandora og Royal Unibrew samt undervægten i Carlsberg, mens afdelingens overvægt i SimCorp er den mest signifikante negative bidragsyder.

Pandora bidrog med et markant afkast på næsten 75 procent til årets resultat. Pandora er efter den massive profit warning i august 2011 og den efterfølgende restrukturering nu steget næsten 1000 procent fra bunden ultimo 2011. En del af afkastet har naturligvis været resultatet af en normalisering af prisfastsættelsen fra et meget ekstremt niveau, ligesom vi har set det før i blandt andet Vestas, men Pandora har også leveret meget imponerende resultater, og virksomheden står i dag stærkere end nogensinde før i deres relativt korte og noget turbulente liv på børsen.

Carlsberg har været hårdt ramt af sin russiske forretning og gennemlever nærmest en perfect storm med kraftig rubel-svækkelse og dollar-styrkelse, som rammer virksomhedens indkøb af blandt andet aluminiumsdåser samt den russiske økonomi, som generelt må forventes at falde endnu mere i 2015. Royal Unibrew derimod har fået godt styr på sit opkøb af finske Hartwall og vil allerede fra 2015 genoptage kapitaludlodning til aktionærerne.

I bunden af bidragslisten ligger SimCorp med et fald på 22 procent. År 2014 blev reelt et tabsgivende år for SimCorp, hvor niveauet for nye ordrer skuffede, navnlig ordrer fra Nordamerika. Her skal en ny direktør være med til at omstrukturere den nordamerikanske organisation og genstarte deres ordrepipeline, hvilket meget gerne skulle resulterer i nye ordrer i løbet af andet halvår af 2015.

År 2014 blev beklageligvis også året, hvor vi fik en af danmarkshistoriens største erhvervsskandaler, nemlig børsnoteringen og den efterfølgende konkurs af OW Bunker. Afdeling Danmark deltog i børsnoteringen i marts, men solgte alle sine aktier i starten af sep-

tember, inden det gik galt, og det førte derfor ikke til tab for vores investorer.

Afdelingens formue udgjorde 2.509.864 tusinde kroner ultimo 2014 mod 1.998.547 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 511.317 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 105.606 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 405.711 tusinde kroner. Det foreslås, at der udbetales 11,50 kroner pr. bevis i udbytte for 2014.

#### **Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande og likviditetsrisiko.

Likviditetsrisikoen knytter sig til det forhold, at afdelingen har investeret i aktier, som ikke alle har samme omsættelighed, som store globale aktier.

#### **Forventninger til 2015**

Vi går ind til 2015 med en grundholdning til det danske aktiemarked, som hedder "mere af det samme". Der er ingen alternativer til aktier, og den økonomiske aktivitet forbliver lav, dog understøttet af den faldende oliepris. Risikoappetitten forventer vi ikke vil blive forbedret yderligere, nok snarere tværtimod med udsigten til stigende renter i USA og øget usikkerhed omkring indtjeningsestimaterne.

Med hensyn til den danske økonomi så vil den også blive hjulpet på vej af den lave oliepris. Her vil især privatforbruget drive væksten de kommende år, understøttet af reallønsfremgang og fremgang på boligmarkedet.

Vi er derfor forsigtige optimister med hensyn til 2015. Vi forventer, at kursstigninger hovedsageligt vil være drevet af øget indtjening. Det danske aktiemarked handler allerede på et relativt højt niveau set i et historisk perspektiv, og det er svært at se, hvordan det kan forbedres yderligere.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-52	7	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	37.535	38.255	Indestående i depotselskab	24.090	9.802
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>37.483</b>	<b>38.262</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>24.120</b>	<b>9.832</b>
Kapitalandele	411.113	500.650	<b>Kapitalandele</b>		
3 Handelsomkostninger	5.128	3.968	Noterede aktier fra danske selskaber	2.384.255	1.853.958
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>405.985</b>	<b>496.682</b>	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	100.544	138.473
<b>I alt indtægter</b>	<b>443.468</b>	<b>534.944</b>	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>2.484.799</b>	<b>1.992.431</b>
4 Administrationsomkostninger	37.175	29.994	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>406.293</b>	<b>504.950</b>	Andre tilgodehavender	22	0
5 Skat	582	462	Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.336	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>405.711</b>	<b>504.488</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.358</b>	<b>0</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.510.277</b>	<b>2.002.263</b>
<b>Formuebevægelser</b>			<b>Passiver</b>		
Udlodningsregulering	12.026	8.187	7 Medlemmernes formue	2.509.864	1.998.547
Overført fra sidste år	-33.380	2.523	<b>Anden gæld</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-21.354</b>	<b>10.710</b>	Skyldige omkostninger	264	243
<b>Til disposition</b>	<b>384.357</b>	<b>515.198</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	149	3.473
<b>Foreslag til anvendelse</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>413</b>	<b>3.716</b>
8 Til rådighed for udlodning	293.316	-33.380	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.510.277</b>	<b>2.002.263</b>
Foreslået udlodning	292.170	0	<b>9 Femårsoversigt</b>		
Overført til udlodning næste år	1.146	-33.380			
Overført til formue	91.041	548.578			
<b>I alt disponeret</b>	<b>384.357</b>	<b>515.198</b>			

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-52	-29
Andre aktiver		0	36
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-52</b>	<b>7</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		33.722	32.487
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		3.813	5.768
<b>I alt udbytter</b>		<b>37.535</b>	<b>38.255</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		6.806	4.815
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.678	-847
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>5.128</b>	<b>3.968</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	51	51
Revisionshonorar	0	26	26
Markedsføringsomkostninger	23.489	63	23.552
Gebyrer til depotselskab	1.639	0	1.639
Andre omk. i forb. med formueplejen	9.396	0	9.396
Øvrige omkostninger	0	164	164
Fast administrationshonorar	2.347	0	2.347
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>36.871</b>	<b>304</b>	<b>37.175</b>
			29.750
			244
			29.994
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat			582
<b>I alt skat</b>			<b>462</b>
			582
			462
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter			99,0%
Andre aktiver og passiver			99,7%
			1,0%
			0,3%

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

Noter		2014		2013	
<b>Fem største poster</b>					
Danmark			95%		93%
Sverige			3%		5%
Island			1%		1%
Andre inklusiv kontanter			1%		1%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>					
Health Care			20%		25%
Finans			25%		24%
Industri			28%		24%
Stabile forbrugsgoder			10%		8%
Cykliske forbrugsgoder			10%		8%
Andre inklusiv kontanter			7%		11%
<b>7 Medlemmernes formue</b>					
		2014		2013	
		Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	2.438.170	1.998.547	2.683.708	1.679.045	
Emissioner i året	398.317	371.576	99.499	64.299	
Indløsninger i året	295.874	266.606	345.037	249.712	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		636		427	
Udlodningsregulering		-12.026		-8.187	
Overført udlodning fra sidste år		33.380		-2.523	
Overført udlodning til næste år		1.146		-33.380	
Foreslået udlodning		292.170		0	
Overført fra resultatopgørelsen		91.041		548.578	
<b>Formue ultimo</b>	<b>2.540.613</b>	<b>2.509.864</b>	<b>2.438.170</b>	<b>1.998.547</b>	
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>					
Tab overført fra sidste år			-33.380		-276.776
Udlodning overført fra sidste år			0		2.523
Renter og udbytter			37.586		38.262
Ikke refunderbar skat			-582		-462
Kursgevinster til udlodning			314.841		194.886
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			13.327		8.187
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>331.792</b>		<b>-33.380</b>
Administrationsomkostninger			-37.175		0
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-1.301		0
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>293.316</b>		<b>-33.380</b>

Noter

<sup>9</sup> Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	405.711	504.488	382.396	-357.244	492.116
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	2.509.864	1.998.547	1.679.045	1.565.868	2.054.851
Cirkulerende andele (stk.)	25.406.130	24.381.700	26.837.080	31.092.080	32.916.760
Indre værdi	98,79	81,97	62,56	50,36	62,43
Udlodning (%)	11,50	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,60	1,60	1,63	1,63	1,62
Årets afkast (%)	20,52	31,02	24,22	-19,12	29,66
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.313.905	832.048	974.234	1.005.055	794.557
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.225.844	1.006.160	1.230.850	1.139.066	977.123
Værdipapiriomsætning, brutto (t.kr.)	2.539.749	1.838.209	2.205.084	2.144.121	1.771.680
Værdipapiriomsætning, netto (t.kr.)	1.913.457	1.514.795	1.677.563	1.719.179	1.547.886
Omsætningshastighed	0,41	0,40	0,47	0,50	0,41
ÅOP	2,11	2,09	2,18	2,22	2,19
Sharpe Ratio	1,04	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	13,30	-	-	-	-
Tracking Error (%)	3,34	-	-	-	-
Information Ratio	0,11	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	17,22	38,30	23,81	-19,90	25,25
Sharpe Ratio	1,00	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	13,42	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 6/12/2013

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytte.

Fondskode: DK0060516854

Porteføljerådgiver: BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i selskaber, der skal være hjemmehørende i Latinamerika, Central- og Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien eksklusiv Japan eller have den væsentligste del af sin forretning her eller i lande, der indgår i afdelingens sammenligningsindeks.

Der kan anvendes såkaldte Participation Notes (P-notes) til at opnå eksponering mod lande, hvori afdelingen ikke kan få et depot. En P-note er en særlig finansiel aftale, der udstedes af en børsrådgiver. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsborserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for nye aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af

det eventuelle udbytte.

Afkastet på afdelingens aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Den politiske udvikling i landene samt i eurozonen grundet sammenhængen har også betydning for afkastet på afdelingens investeringer. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med en lang investeringshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Emerging Markets Aktier steg i 2014 med 11,3 procent, mens MSCI Emerging Markets steg med 11,2 procent. Både det absolutte og relative afkast ligger over/svarer til de forventninger, vi havde ved årets start.

Udviklingen i emerging markets har været præget af faldende olie- og råvarepriser, generelt faldende valutakurser i forhold til den amerikanske dollar og generelt stigende aktiekurser målt i lokal valuta. De faldende olie- og råvarepriser påvirkede Rusland, Sydafrika og dele af Latinamerika negativt, da udvinding af olie og råvarer udgør en stor del af økonomierne, mens en række lande i Asien og Tyrkiet var positivt påvirket, da disse lande er nettoimportører.

Afkastet for 2014 var primært drevet af aktieudvælgelsen i Asien og Latinamerika og allokeringen, hvor overvægten i Asien og undervægtene i Latinamerika og Østeuropa bidrog positivt til afkastet. I Indien steg State Bank of India mere end markedet på baggrund af øgede forventninger til væksten efter en jordskredssejre til oppositonspartiet, BJP, under ledelse af Narendra Modi. BJP fik absolut flertal i parlamentet, hvilket ikke er sket siden 1984. I perioden 2001-2014, hvor Modi var guvernør for staten Gujarat, fik han reduceret korruptionen, øget investeringerne i infrastruktur og skabt attraktive vilkår for erhvervslivet. I Indonesien steg Wijaya Karya, der er en af de største entreprenørvirksomheder, markant mere end markedet, da det forventes, at den nye regering vil igangsætte en række infrastrukturprojekter. I Taiwan steg teknologiselskaberne, Taiwan Semiconductor og Hon Hai Precision, mere end markedet, primært drevet af stigende salg af smartphones og tablets, og i Sydkorea bidrog præferenceaktien i Samsung Electronics positivt til afkastet. I Brasilien bidrog Anhangera, der er en privat udbyder af undervisning, positivt til merafkastet, da der kom klarhed omkring fusionen med Kroton. Brasil Foods steg 32 procent i løbet af året takket være resultater, der var bedre end ventet, hvor kontantstrømmen blev forbedret drevet af en reduktion i arbejdskapitalen og lavere investerin-

ger. Mod slutningen af året annoncerede selskabet, at man ville købe egne aktier tilbage. Af negative bidragsydere kan nævnes Hyundai Engineering & Construction, McLeod Russel India, Sberbank i Rusland og SJM Holdings i Macau.

Afdelingens formue udgjorde 692.010 tusinde kroner ultimo 2014 mod 398.655 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 293.355 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 233.481 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 59.874 tusinde kroner. Det foreslås, at der udbetales 3,70 kroner pr. bevis i udbytte for 2014.

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, likviditetsrisiko og modpartsrisiko.

Likviditetsrisikoen knytter sig til, at afdelingens primære eksponering ligger i Asien og Latinamerika og størstedelen af aktierne er derfor noterede på børser der enten har åbent før eller efter det danske marked. Der er derfor risiko for, at der ikke kan reageres med det samme på kraftige kursfald. Det påvirker ligeledes markedsrisikoen i afdelingen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

Afdelingen har placeret en del af formuen i American Depository Receipts (ADRs) og Global Depository Receipts (GDRs), hvilket medfører en ikke uvæsentlig modpartsrisiko.

#### Forventninger til 2015

Vi forventer, at 2015 bliver et år med moderat global vækst og en vis spredning i væksten og en begyndende normalisering af renteniveauet i USA. Vi vurderer, at Asien er den mest attraktive region i emerging markets, da Asien er nettoimportør af olie og andre råvarer og mere eksportorienteret og dermed bedre positioneret til et globalt opsving. Endvidere er der udsigt til pengepolitiske lempelser i en række af de store økonomier grundet svagt inflationspres og/eller aftagende vækst. I Latinamerika kan udviklingen i Brasilien måske overraske positivt, hvis en mere fornuftig makroøkonomisk styring bliver efterfulgt af de reformer, der er tvingende nødvendige for landet.

For 2015 er forventningen, at foreningen opnår et positivt afkast på 5 til 10 procent på niveau med eller bedre end afdelingens sammenligningsindeks. Afkastet kan dog blive højere eller lavere som følge af de mere positive konjunkturer i de mere udviklede lande, men der er også en vis usikkerhed omkring de geopolitiske begivenheder og de faldende olie- og råvarepriser og de potentielt negative påvirkninger for emerging markets. Mere klarhed omkring den økonomiske

udvikling i Kina, implementering af reformer, der kan løfte produktiviteten, samt tiltag, der kan øge afkastet på den investerede kapital i selskaberne, vil være positive nyheder for emerging markets.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013* (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-46	0	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	29.638	804	Indestående i depotselskab		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>29.592</b>	<b>804</b>	Indestående i andre pengeinstitutter		
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>		
Kapitalandele	41.499	2.006	23.239		
Valutakonti	533	-988	<b>Kapitalandele</b>		
Øvrige aktiver/passiver	5	-1	Noterede aktier fra udenlandske selskaber		
3 Handelsomkostninger	806	0	644.293		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>41.231</b>	<b>1.017</b>	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber		
<b>I alt indtægter</b>			<b>6 I alt kapitalandele</b>		
70.823			668.574		
4 Administrationsomkostninger	9.610	371	378.647		
<b>Resultat før skat</b>			<b>Andre aktiver</b>		
61.213			Tilgodehavende renter, udbytte m.m.		
5 Skat	1.339	15	300		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>59.874</b>	<b>1.435</b>	Andre tilgodehavender		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			103		
<b>Formuebevægelser</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling		
Udlodningsregulering	786	-1	235		
Overført fra sidste år/tab	-111	0	<b>I alt andre aktiver</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>675</b>	<b>-1</b>	638		
<b>Til disposition</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
60.549			692.451		
<b>Foreslag til anvendelse</b>			<b>Passiver</b>		
8 Til rådighed for udlodning	23.079	-111	7 Medlemmernes formue		
Foreslået udlodning	22.835	0	692.010		
Overført til udlodning næste år	244	-111	<b>Anden gæld</b>		
Overført til formue	37.470	1.545	Skyldige omkostninger		
<b>I alt disponeret</b>	<b>60.549</b>	<b>1.434</b>	436		
			Mellemværende vedr. handelsafvikling		
			5		
			<b>I alt anden gæld</b>		
			441		
			<b>Passiver i alt</b>		
			692.451		
			407.836		
			<b>9 Femårsoversigt</b>		

\*) Regnskabsperioden omfatter 06.12.-31.12.2013





Noter

	2014	2013
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Asien	66%	58%
Latinamerika	15%	17%
Mellemøsten / Afrika	9%	8%
Østeuropa	4%	7%
Pacific	4%	5%
Andre inklusiv kontanter	2%	5%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	32%	27%
IT	20%	16%
Cykliske forbrugsgoder	11%	11%
Telekommunikation	7%	10%
Energi	9%	10%
Andre inklusiv kontanter	21%	26%

7 Medlemmernes formue

	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	395.782	398.655	0	0
Emissioner i året	222.384	234.073	395.782	395.787
Indløsninger i året	1.000	1.151	0	0
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		559	0	1.433
Udlodningsregulering		-786	0	1
Overført udlodning fra sidste år		111	0	0
Overført udlodning til næste år		244	0	-111
Foreslået udlodning		22.835	0	0
Overført fra resultatopgørelsen		37.470	0	1.545
<b>Formue ultimo</b>	<b>617.166</b>	<b>692.010</b>	<b>395.782</b>	<b>398.655</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	-111	0
Renter og udbytter	29.604	804
Ikke refunderbar skat	-1.339	-15
Kursgevinster til udlodning	3.749	-899
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2.161	-1
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>34.064</b>	<b>-111</b>
Administrationsomkostninger	-9.610	0
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-1.375	0
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>23.079</b>	<b>-111</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 06.12.-31.12.2013

9 Femårsoversigt	2014	2013*
Årets nettoresultat (t.kr.)	59.874	1.435
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	692.010	398.655
Cirkulerende andele (stk.)	6.171.660	3.957.820
Indre værdi	112,13	100,73
Udlodning (%)	3,70	0,00
Omkostningsprocent	1,68	0,09
Årets afkast (%)	11,32	0,64
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	359.678	377.781
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	109.511	0
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	469.189	377.781
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	217.214	-600
Omsætningshastighed	0,19	0,00
ÅOP	2,30	1,84
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-
Tracking Error (%)	-	-
Information Ratio	-	-
 Benchmark:		
Afkast (%)	11,18	0,16
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 06.12.-31.12.2013

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 20/11/2014

Risikoklasse: 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060576163

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer primært i obligationer fra emerging markets. Det vil sige markeder under økonomisk udvikling og primært i obligationer, der er udstedt af virksomheder. Emerging markets defineres her som Latinamerika, Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien ex. Japan. Dog kan en mindre del af midlerne placeres i obligationer fra andre lande.

Danske stats- og realkreditobligationer kan indgå i porteføljen uden begrænsning. Investeringerne i danske stats- og realkreditobligationer vil – særligt hen mod afdelingens forventede afvikling – kunne udgøre hele porteføljen.

Der kan anvendes særlige finansielle aftaler for at reducere eller øge risikoen. Afdelingen tilstræber at afdække valutaeksponeringen i andre valutaer end DKK og EUR. Porteføljen, som initialt indkøbes, tilpasses til afdelingens forventede afviklingstidspunkt.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Beviserne i afdelingen blev udbudt i løbende emission til og med 16. januar 2015, hvorefter der blev lukket for emission. Afdelingen forventes afviklet 1. november 2018. Skulle der på afviklingstidspunktet være illikvide aktiver eller andre udeståender, kan dette påvirke afviklingstidspunktet og hvornår investorerne endeligt afregnes. Afdelingens indre værdi på afviklingstidspunktet kan være enten mindre eller større end indre værdi på investorernes anskaffelsestidspunkt.

Som investor får du risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde samt en løbende overvågning af porteføljen. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af renter og kursgevinster og reguleres af lovgivningen. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af et eventuelt udbytte.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande, er generelt behæftede med større risiko end danske obligationsafdelinger blandt som følge af politisk og økonomisk ustabilitet i de pågældende lande/regioner. Afkastet på afdelingens investeringer og dermed afdelingen kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i udenlandske obligationer betyder, at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. De typiske investorer forventes at være private samt selskaber med en investeringshorisont på ca. 4 år.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3.

### Afkast og formueudvikling

Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018 blev lanceret som ny afdeling med startdato d. 20. november 2014. Grundet et marked præget af stor usikkerhed og faldende råvarepriser noterede afdelingen et afkast på -1,21 procent. I samme periode udvidede kreditspændet for virksomhedsobligationer sig generelt med omtrent 0,30 procent – navnlig drevet af energiselskaber og selskaber inden for mineindustrien. Kursbevægelserne i december blev dog ligeledes forstærket af et marked med begrænset likviditet.

Afdelingen blev lanceret for at give kunderne mulighed for at investere i et obligationsprodukt med kendt og aftagende rentevarighed samt eksponering for virksomhedsobligationer i emerging markets. Der har siden afdelingens lancering været løbende interesse for yderligere emission, og formuen har i skrivende stund oversteget 400 millioner kroner. Afdelingen lukkede for yderligere emission d. 16. januar 2015.

Afdelingens formue udgjorde 392.231 tusinde kroner ultimo 2014. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 397.301 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde -5.070 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

Likviditetsrisikoen knytter sig til, at en stor del af afdelingens eksponering er i forhold til børser der enten har åbent før eller efter det danske marked. Der er derfor risiko for, at der ikke kan reageres med det samme på kraftige kursfald. Det påvirker ligeledes markedsrisikoen i afdelingen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

#### Forventninger til 2015

Udsigterne for 2015 synes at være fokuseret på flere faktorer, der sætter en række emerging markets-lande under pres, men navnlig én faktor er på alle investorers læber; olieprisen. Der er således stor frygt for, at vedvarende energipriser vil medføre svagere vækst og budgetunderskud i lande med stor olieproduktion, ligesom olieselskaber generelt vil skulle foretage en mærkbar tilpasning af investeringsniveauet. Samtidig kan den lavere oliepris få geopolitiske og indenrigspolitiske konsekvenser, der for nærværende kan være svære at kvantificere – men selskaber i Afrika, Latinamerika, Mellemøsten og ikke mindst Rusland og Centralasien vil være blandt de selskaber, der påvirkes mest. Som udgangspunkt er såvel udvindingsomkostninger som gældssætningsniveauer på et stabilt niveau, men med de dramatiske ændringer i olieprisen er risikoen for kreditbegivenheder stigende globalt set. Denne risiko er størst blandt mindre olieudvindingselskaber, mens vertikalt integrerede olie- og gasselskaber vil være mere robuste. Omvendt betyder lavere energipriser alt andet lige også frigørelse af disponible indkomster samt lavere produktionsomkostninger i fremstillingssektoren. Dette vil især komme eksportorienterede selskaber fra Indien, Filippinerne og Tyrkiet til gode.

Langt de fleste investeringer er foretaget i lande, der importerer olie og nyder godt af den lave oliepris. De seks største lande er alle olieimportører, og på syvendepladsen kommer Mexico med 4,7 procent. Der er investeret 4 procent i Rusland. Omtrent 15 procent af formuen er investeret i energiselskaber, men to tredjedele af disse investeringer er foretaget i statsejede olieselskaber. Derfor forventer vi en høj grad af støtte til disse selskaber, såfremt de skulle få brug for det.

Ved indgangen til 2015 er afdelingens effektive rente 4,45 procent før omkostninger målt i dollar.

Resultatopgørelse		Balance pr. 31. december	
	2014* (t.kr.)		2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		<b>Aktiver</b>	
1 Renteindtægter	1.936	<b>Likvide midler</b>	
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>1.936</b>	Indestående i depotselskab	19.237
<b>Kursgevinster og -tab</b>		Indestående i andre pengeinstitutter	10
Obligationer	5.419	<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>19.247</b>
Afledte finansielle instrumenter	-12.279	<b>Obligationer</b>	
Valutakonti	238	Noterede obligationer fra udenlandske	
2 Handelsomkostninger	0	udstedere	356.815
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-6.622</b>	Unoterede obligationer	21.854
<b>I alt indtægter</b>		<b>4 I alt obligationer</b>	<b>378.669</b>
	<b>-4.686</b>	<b>Andre aktiver</b>	
3 Administrationsomkostninger	384	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	4.776
Resultat før skat	-5.070	Andre tilgodehavender	42
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-5.070</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.874
<b>Resultatdisponering og udlodnings-</b>		<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.692</b>
<b>opgørelse</b>		<b>Aktiver i alt</b>	<b>404.608</b>
Formuebevægelser		<b>Passiver</b>	
Udlodningsregulering	-1.144	6 Medlemmernes formue	392.231
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-1.144</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>	
<b>Til disposition</b>		Unoterede afledte finansielle instru-	
	<b>-6.214</b>	menter	11.733
<b>Foreslag til anvendelse</b>		<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>11.733</b>
7 Til rådighed for udlodning	-11.473	<b>Anden gæld</b>	
Foreslået udlodning	0	Skyldige omkostninger	635
Overført til udlodning næste år	-11.473	Mellemværende vedr. handelsafvik..	9
Overført til formue	5.259	<b>I alt anden gæld</b>	<b>644</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>-6.214</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>404.608</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

8 Femårsoversigt

Noter

2014  
(t.kr.)

1 Renteindtægter

Indestående i pengeinstitutter	-5
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.822
Unoterede obligationer	119
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>1.936</b>

2 Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger	285
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-285
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>0</b>

3 Administrationsomkostninger

2014

	direkte	fælles	i alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	1	1
Revisionshonorar	0	12	12
Markedsføringsomkostninger	184	0	184
Gebyrer til depotselskab	31	0	31
Andre omk. i forb. med formueplejen	92	0	92
Øvrige omkostninger	0	15	15
Fast administrationshonorar	49	0	49
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>356</b>	<b>28</b>	<b>384</b>

4 Finansielle Instrumenter

Børsnoterede finansielle instrumenter	91,0%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	5,6%
Øvrige finansielle instrumenter	-3,0%
Andre aktiver og passiver	6,4%

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

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

Noter

2014

Formue fordelt på kreditværdighed

Investment grade A-BBB	60%
Non Investment grade BB-CCC	29%
Ingen rating	8%
Andre inklusiv kontanter	3%

Formue fordelt på varighed

Varighed < 2 år	4%
Varighed 2-5 år	96%

5 Afledte finansielle instrumenter

2014

(t.kr.)

Passiv	noteret	unoteret
Valutaterminforretninger	0	11.733
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>11.733</b>

6 Medlemmernes formue

	Cirk. beviser	Formue- værdi
Emissioner i året	395.943	395.591
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.710
Udlodningsregulering		1.144
Overført udlodning til næste år		-11.473
Overført fra resultatopgørelsen		5.259
<b>Formue ultimo</b>	<b>395.943</b>	<b>392.231</b>

7 Til rådighed for udlodning

Renter	1.941
Kursgevinster til udlodning	-12.270
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.144
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>-11.473</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-11.473</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

Noter

8 Femårsoversigt	2014*
Årets nettoresultat (t.kr.)	-5.070
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	392.231
Cirkulerende andele (stk.)	3.959.430
Indre værdi	99,06
Udlodning (%)	0,00
Omkostningsprocent	0,89
Årets afkast (%)	-1,22
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	373.534
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	0
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	373.534
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	243
Omsætningshastighed	0,00
ÅOP	0,97

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014



## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 27/11/2014

Risikoklasse: 6

Benchmark: STOXX Europe Total Market Index Small inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060571362

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S / Meriten Investment Management

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer primært i aktier i mindre virksomheder, såkaldte small cap-virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoterede i Europa eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsborserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Afdelingen kan ikke anvende afledte finansielle instrumenter.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for europæiske small cap-virksomheder. Det kaldes også for afdelingens sammenligningsindeks.

Som investor får du en løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinster og reguleres af lovgivning-

gen. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af et eventuelt udbytte.

Afkastet af aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tiden, og det pointeres, at historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Der kan således ske store udsving i netto-værdien af foreningsandelene bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markeds-mæssige og generelle økonomiske forhold samt såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer). Ydermere indebærer investering i udlandet en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer. De typiske investorer i afdelingen forventes at være private som investerer for pensions eller frie midler samt selskaber. Afdelingen henvender sig primært til investorer med en lang investeringshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6.

### Afkast og formueudvikling

Europa Small Cap Aktier blev lanceret som ny afdeling d. 26. november 2014 og har således kun eksisteret i lidt over en måned. I denne korte levetid har afkastet været på 3,5 procent mod sammenligningsindekset på 2,0 procent. Dette på trods af, at markedets forventninger til indtjeningen blandt small cap-selskaberne over de sidste tre måneder er faldet en smule, og BNP-udsigterne for 2015 er nedjusteret med 0,2 procent til 1,1 procent mod uændrede forventninger til 2014 på 0,8 procent. Negative ændringer i BNP rammer small cap-selskaber hårdere end large cap-selskaber, da deres omsætning generelt er mere indenlandsk orienteret og dermed mere afhængig af udviklingen i Europa end large cap-selskabernes.

Afdelingen blev lanceret for at give kunderne mulighed for at investere i et aktieprodukt, der udelukkende investerer i small cap-aktier, det vil sige virksomheder med en markedsværdi på under 5 milliarder euro. Denne gruppe af aktier har over tid vist sig at give et bedre afkast end de afdelinger, som overvejende investerer i store virksomheder. Til gengæld skal man forvente, at kursudsvingene på sådanne small cap-aktieafdelinger også er betydeligt højere end de globale afdelinger og large cap-afdelingerne. Man skal derfor forvente kursudsving, som man også ser det i emerging markets.

Afdelingens formue udgjorde 483.563 tusinde kroner ultimo 2014. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 470.494 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 13.069 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko og selskabsspecifikke forhold.

#### Forventninger til 2015

Den længere tids skuffende og lave BNP-udvikling i Europa har medført, at forskellen mellem prisfastsættelsen på small cap-selskaber og hele det europæiske marked er indsnævret markant i andet halvår af 2014. Dog er der stadig meget høje forventninger til indtjeningsvæksten i Europa og markant højere forventninger, end hvad selskaberne hidtil har kunnet levere. Udsigten til et europæisk vækststopsving er stadig ringe. Krisen i Rusland, den lavere vækst i Kina, de utilstrækkelige tiltag på den strukturelle front blandt euro-landene samt fortsat regulatorisk pres på den finansielle sektor peger i den forkerte retning. På den positive side er til gengæld en eksportsektor, der nyder godt af en svag euro. Den svagere euro er støttet af stor sandsynlighed for, at ECB vil gennemføre QE-programmet på minimum 500 milliarder euro i 2015, og det kan forbedre Europas konkurrenceevne over for USA yderligere. Derudover bør en lavere oliepris reducere udgifterne til erhvervslivets investeringer samt øge privatforbruget.

Samlet vurderer vi, at det langsigtede kurspotentiale er attraktivt for small cap-aktier i Europa, ikke mindst fordi prisfastsættelsen i forhold til det generelle marked i Europa er indsnævret betydeligt i 2014 og ligger markant under small cap-aktierne i USA. Det er dog vores opfattelse, at kurspotentialet i høj grad afhænger af politiske forhold, som er svære at spå om. Vi vurderer derfor, at udsvingspændet for aktiemarkedet er stort, og navnlig energisektoren med den styrtdykkede oliepris vil få det svært i 2015 med risiko for afledte negative effekter i den finansielle sektor.

Samlet set forventer vi et aktieafkast på 0 til 10 procent i 2015. Dette afspejler forventningen om en svag bedring af de økonomiske udsigter, men også fortsat risiko for nedjustering af markedets høje indtjeningsforventninger til virksomhederne i Europa.

Resultatopgørelse	2014* (t.kr.)	Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		<b>Aktiver</b>	
1 Renteindtægter	-5	<b>Likvide midler</b>	
2 Udbytter	2.184	Indestående i depotselskab	5.284
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>2.179</b>	6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>5.284</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		<b>Kapitalandele</b>	
Kapitalandele	12.472	Noterede aktier fra danske selskaber	13.093
Valutakonti	-651	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	464.365
Øvrige aktiver/passiver	3	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	3.666
3 Handelsomkostninger	71	6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>481.124</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>11.753</b>	<b>Andre aktiver</b>	
<b>I alt indtægter</b>	<b>13.932</b>	Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	190
4 Administrationsomkostninger	837	Andre tilgodehavender	77
<b>Resultat før skat</b>	<b>13.095</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>267</b>
5 Skat	26	<b>Aktiver i alt</b>	<b>486.675</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>13.069</b>	<b>Passiver</b>	
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		7 Medlemmernes formue	483.563
<b>Formuebevægelser</b>		<b>Anden gæld</b>	
Udlodningsregulering	-183	Skyldige omkostninger	3.112
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-183</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.112</b>
<b>Til disposition</b>	<b>12.886</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>486.675</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		9 <b>Femårsoversigt</b>	
8 Til rådighed for udlodning	0		
Foreslået udlodning	0		
Overført til formue	12.886		
<b>I alt disponeret</b>	<b>12.886</b>		

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

Noter		2014*	
		(t.kr.)	
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-5	
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-5</b>	
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		2.184	
<b>I alt udbytter</b>		<b>2.184</b>	
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		1.541	
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.470	
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>71</b>	
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
<b>i alt</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.		0	1
Revisionshonorar		0	13
Markedsføringsomkostninger		351	0
Gebyrer til depotselskab		121	0
Andre omk. i forb. med formueplejen		303	0
Øvrige omkostninger		0	1
Fast administrationshonorar		47	0
<b>I alt administrationsomkostninger</b>		<b>822</b>	<b>15</b>
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat		26	
<b>I alt skat</b>		<b>26</b>	
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,7%	
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		0,8%	
Andre aktiver og passiver		0,5%	

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

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. – 31.12.2014

Noter

2014

**Formue fordelt på lande**

Storbritannien	35%
Tyskland	9%
Sverige	9%
Frankrig	6%
Italien	5%
Andre inklusiv kontanter	36%

**Formue fordelt på sektorer**

Industri	26%
Cykliske forbrugsgoder	21%
Finans	20%
IT	13%
Råvarer	9%
Andre inklusiv kontanter	11%

7 Medlemmernes formue

	Cirk. beviser	2014 Formue- værdi
Emissioner i året	468.866	469.436
Indløsninger i året	25	26
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.084
Udlodningsregulering		183
Overført fra resultatopgørelsen		12.886
<b>Formue ultimo</b>	<b>468.841</b>	<b>483.563</b>

8 Til rådighed for udlodning

Renter og udbytter	2.181
Ikke refunderbar skat	-26
Kursgevinster til udlodning	-1.360
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	136
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>931</b>
Administrationsomkostninger	-612
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-319
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>0</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

Noter

9 Femårsoversigt	2014*
Årets nettoresultat (t.kr.)	13.059
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	483.563
Cirkulerende andele (stk.)	4.688.410
Indre værdi	103,14
Omkostningsprocent	1,87
Årets afkast (%)	3,47
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	482.121
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	11.929
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	494.050
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	22.609
Omsætningshastighed	0,03
ÅOP	2,31
Sharpe Ratio	-
Standardafvigelse (%)	-
Tracking Error (%)	-
Information Ratio	-
 Benchmark:	
Afkast (%)	1,97
Sharpe Ratio	-
Standardafvigelse (%)	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 08/12/2008

Risikoklasse: 3

Benchmark: Barclays World Government Inflation Linked Bonds TR  
Hedget til DKK

Fondskode: DK0015908719

Porteføljerafgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i globale indeksobligationer udstedt eller garanteret af stater samt indekserede realkreditobligationer. Indeksobligationer er obligationer, hvor renter og afdrag følger prisudviklingen i samfundet.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Den gode kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Afdeling søger at beskytte din opsparing mod at blive udhulet af inflation. Målsætningen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for globale indeksobligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afkastet af afdelingens obligationsinvesteringer kan variere moderat over tiden blandt andet som følge af den politiske og generelle økonomiske udvikling herunder udviklingen i renteniveauet. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investor forventes at være private investorer, som investerer for pensionsmidler med en kort tidshorison.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i 2014 et afkast på 7,4 procent. Det var under afkastet på sammenligningsindekset, som var 8,8 procent. Når afdelingens afkast ikke kunne matche afkastet på sammenligningsindekset, skyldtes det, at afdelingen i 2014 havde en noget kortere varighed, og dermed mindre renterisiko end sammenligningsindekset. Det trak ned i afkastet i et år, hvor de længste obligationer gav de højeste absolutte afkast.

Det absolutte afkast på afdelingen var noget bedre end forventet ved indgangen til 2014. Forventningen var et meget lavt afkast, med en ikke ubetydelig risiko for negativt afkast. Det var til gengæld på linje med forventningerne, at indeksobligationer ikke kunne holde trit med nominelle obligationer afkastmæssigt. Så trods det forholdsvist høje afkast på indeksobligationer i 2014 var nominelle obligationer altså et bedre sted at være investeret.

Det positive absolutte afkast på indeksobligationer skyldtes faldet i realrenten, som satte ind fra starten af året, og som frem til årets afslutning trak realrenten på globalt niveau ned med 0,6 procentpoint. Inflationsudviklingen, og dermed inflationstilskrivningen, bidrog kun beskedent til det samlede afkast. Tilskrivningen blev for 2014 cirka 1,7 procent på indekset og nogenlunde det samme på afdelingen. Det er lidt bedre end sidste år, men i det lange perspektiv er det ikke højt. Som i de foregående år leverede Storbritannien og USA en højere tilskrivning end resten af markedet.

De to markeder, USA og Storbritannien, dominerede billedet i 2014, og særligt det britiske marked var i fokus. Da afdelingen blev relanceret i december 2008, var formålet at sikre købekraften for en dansk

investor og at være et varighedsalternativ til BankInvest Lange Danske Obligationer. Dengang fyldte Storbritannien cirka 20 procent af sammenligningsindekset og havde en korrigeret varighed på knap ni år. Siden da har Storbritannien været en aktiv udsteder af indeksobligationer og særligt lange indeksobligationer. Det har trukket vægten på Storbritannien op over 30 procent og den korrigerede varighed op på godt 13,5 år. Det betyder, at mere end halvdelen af renterisikoen på sammenligningsindekset relaterer sig til britiske indeksobligationer. Vi har valgt ikke at øge varigheden på afdelingen tilsvarende, men har i runde tal fastholdt en varighed på mellem seks og godt syv år. Vi har også valgt, at en stor del af den kortere varighed på afdelingen i forhold til sammenligningsindekset opnås ved en undervægt i lange britiske indeksobligationer. Det kostede på det relative afkast i 2014.

Ligevægtsinflationen på globalt niveau sluttede året på knap 2,3 procent efter et kraftigt fald i andet halvår. Faldet i inflationsforventningerne var størst på de europæiske markeder, hvor der blev skåret næsten 0,75 procentpoint af forventningerne i løbet af 2014, heraf 0,4 procentpoint alene i fjerde kvartal. Faldet var mindst i Storbritannien, og det var en medvirkende faktor til, at de britiske indeksobligationer kom ud med meget høje afkast i 2014. Det samlede indeks for britiske indeksobligationer gav et afkast på godt 18 procent, og de længste britiske obligationer, med udløb mellem 2050 og 2068, gav afkast på mellem 30 og 47 procent.

En vigtig faktor bag det kraftige fald i inflationsforventningerne, særligt i fjerde kvartal, var faldet i olieprisen. I løbet af 2014 blev olieprisen halveret, fra 110 dollar pr. tønde til 55 dollar. Størstedelen af faldet skete i fjerde kvartal, hvor olieprisen faldt med næsten 40 dollar pr. tønde. Olieprisen har en meget direkte indvirkning på den samlede inflation. I eurozonen lå inflationen i december 2014 under 0 procent, og i USA går der formentligt ikke mere end et par måneder, før inflationen også er under 0 procent. En tommelfingerregel siger, at et fald på 10 dollar pr. tønde skal reducere inflationen med 0,1 procentpoint. Danmark har også været præget af meget lav inflation, senest 0,3 procent i december i årlig inflation. For hele 2014 blev inflationen 0,6 procent. Det er den laveste inflation siden 1953. Med de nuværende oliepriser ser inflationen i Danmark også ud til at komme tæt på eller under 0 procent her i foråret 2015.

Faldet i inflationen gav aktivitet rundt omkring i centralbankerne. Den Europæiske Centralbank var aktiv med renteforhøjelser og igangsættelse af nye opkøbs- og låneprogrammer. Indtil videre begrænsede centralbanken sig til at opkøbe europæiske realkreditobligationer (covered bonds) og de såkaldte ABS-obligationer. Markedet vurderer dog, at centralbanken bliver nødt til at udvide opkøbsprogrammet til også at omfatte statsobligationer, og at det vil ske relativt tidligt i 2015. Beslutningen om at købe statsobligationer er ikke enkel og ukontroversiel. Der er modstand mod den blandt centrale aktører

i Den Europæiske Centralbank, men der vurderes at være et flertal for opkøb i centralbankens styrelsesråd. Det er blandt andet i den sammenhæng, at vi skal se faldet i de lange renter. Nemlig som en naturlig reaktion på den stigende forventning om et stort opkøb af statsobligationer i eurozonen. I tidligere tilfælde, blandt andet i USA og i Storbritannien, var forventningens glæde dog den største. Når opkøbet først gik i gang, begyndte renterne at stige igen.

En vigtig pointe med opkøbsprogrammer er at gennemtvinge et fald i realrenterne, gerne ned under 0, for at stimulere forbruget, investeringerne og dermed væksten. Hvis Den Europæiske Centralbank får held med sit forehavende, kan resultatet altså blive lavere realrenter i eurozonen. Den amerikanske tiårige realrente bundede ud omkring -1 procent tilbage i 2012. Den engelske nåede ned i -1,5 procent i starten af 2013. Den tyske tiårige realrente er foreløbigt kun nået ned på -0,5 procent, så med den målestok er der plads til et yderligere fald i realrenten i eurozonen.

Afdelingens formue udgjorde 823.672 tusinde kroner ultimo 2014 mod 1.527.101 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -703.429 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -755.675 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 87.977 tusinde kroner. Der foreslås et udbytte på 2,00 kroner pr. bevis.

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, likviditetsrisiko og modpartsrisiko.

Modpartsrisikoen knytter sig primært til afdelingens brug af valutaforwards til at afdække valutarisikoen på amerikanske dollar

#### Forventninger til 2015

Som beskrevet ovenfor skete der en mærkbar korrektion i ligevægtsinflationen i andet halvår 2014. Korrektionen var en naturlig konsekvens af faldet i den faktiske inflation, som igen blandt andet var trukket af lavere energipriser. Korrektionen betød også et lavere afkast på indeksobligationer end på nominelle obligationer med tilsvarende varighed. Når indeksobligationer alligevel fremstår med et højt afkast i 2014, skyldes det ene og alene, at det er obligationer med en høj rentefølsomhed.

Udfordringen for indeksobligationsmarkedet er, at hvis 2015 bliver et godt obligationsår igen, som i 2014, med faldende lange renter, vil det formentligt igen, som i 2014, være bedre at have de nominelle obligationer. Skulle det blive et negativt obligationsår med stigende renter, er den høje rentefølsomhed på indeksobligationerne en møllesten om halsen, og et betydeligt negativt afkast er svært at undgå.



Det grundlæggende problem er, at over halvdelen af indeksobligationsmarkedet handler på negative realrenter i en verden, hvor der ikke er meget inflation at spore. På den baggrund forventes et meget begrænset afkast, og risikoen for et negativt afkast er ikke ubetydelig.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	15.564	35.375
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>15.564</b>	<b>35.375</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	156.652	-228.433
Afledte finansielle instrumenter	-74.912	53.399
Valutakonti	545	-461
Øvrige aktiver/passiver	0	1
3 Handelsomkostninger	76	69
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>82.209</b>	<b>-175.563</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>97.773</b>	<b>-140.188</b>
4 Administrationsomkostninger	9.796	21.889
Resultat før skat	87.977	-162.077
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>87.977</b>	<b>-162.077</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-20.876	-6.828
Overført fra sidste år	873	161
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-20.003</b>	<b>-6.667</b>
<b>Til disposition</b>	<b>67.974</b>	<b>-168.744</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
8 Til rådighed for udlodning	13.235	41.082
Foreslået udlodning	12.950	40.209
Overført til udlodning næste år	285	873
Fremførtbart tab	-2.084	0
Overført til formue	56.823	-209.826
<b>I alt disponeret</b>	<b>67.974</b>	<b>-168.744</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	5.849	7.285
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
5 <b>I alt likvide midler</b>	<b>5.879</b>	<b>7.315</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	132.336	266.936
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	579.345	1.003.556
Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere	0	240.329
Unoterede obligationer	117.837	0
5 <b>I alt obligationer</b>	<b>829.518</b>	<b>1.510.821</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	1.017	24.658
5,6 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>1.017</b>	<b>24.658</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	4.443	8.320
Andre tilgodehavender	44	394
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.487</b>	<b>8.714</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>840.901</b>	<b>1.551.508</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	823.672	1.527.101
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	16.892	20.967
5,6 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>16.892</b>	<b>20.967</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	210	653
Mellemværende vedr. handelsafvik..	127	2.787
<b>I alt anden gæld</b>	<b>337</b>	<b>3.440</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>840.901</b>	<b>1.551.508</b>

9 Femårsoversigt

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-78	-127			
Noterede obligationer fra danske udstedere		3.262	6.824			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		11.664	23.685			
Unoterede obligationer		716	4.993			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>15.564</b>	<b>35.375</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		622	1.798			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-546	-1.729			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>76</b>	<b>69</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	25	25	0	50	50
Revisionshonorar	0	18	18	0	15	15
Markedsføringsomkostninger	5.759	31	5.790	13.156	108	13.264
Gebyrer til depotselskab	974	0	974	1.793	0	1.793
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.728	0	1.728	3.947	0	3.947
Øvrige omkostninger	0	113	113	27	162	189
Fast administrationshonorar	1.148	0	1.148	2.631	0	2.631
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>9.609</b>	<b>187</b>	<b>9.796</b>	<b>21.554</b>	<b>335</b>	<b>21.889</b>
<b>5 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				86,4%		98,9%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				14,3%		15,7%
Øvrige finansielle instrumenter				-1,9%		0,2%
Andre aktiver og passiver				1,2%		0,8%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.						
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>						
Investment grade AAA-AA				45%		44%
Investment grade A-BBB				5%		9%
Ingen rating				50%		45%
Andre inklusiv kontanter				0%		2%
<b>Formue fordelt på varighed</b>						
Varighed 0-2 år				7%		4%
Varighed 2-5 år				29%		23%
Varighed > 5 år				64%		73%

Noter

6 Afledte finansielle instrumenter	2014		2013	
	noteret	unoteret	noteret	unoteret
<b>Aktiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	1.017	0	24.658
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>1.017</b>	<b>0</b>	<b>24.658</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	16.892	0	20.967
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>16.892</b>	<b>0</b>	<b>20.967</b>
7 Medlemmernes formue		2014		2013
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.256.522	1.527.101	2.602.969	3.438.086
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		40.209		58.567
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		4.478		-830
Emissioner i året	7.776	9.451	113.728	150.457
Indløsninger i året	616.776	766.624	1.460.175	1.843.776
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.498		3.808
Udlodningsregulering		20.876		6.828
Overført udlodning fra sidste år		-873		-161
Overført udlodning til næste år		285		873
Fremførtbart tab		-2.084		0
Foreslået udlodning		12.950		40.209
Overført fra resultatopgørelsen		56.823		-209.826
<b>Formue ultimo</b>	<b>647.522</b>	<b>823.672</b>	<b>1.256.522</b>	<b>1.527.101</b>
8 Til rådighed for udlodning				
Tab overført fra sidste år			0	-154.032
Udlodning overført fra sidste år			873	161
Renter			15.587	35.375
Kursgevinster til udlodning			17.651	188.295
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-20.876	-16.203
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>13.235</b>	<b>53.596</b>
Administrationsomkostninger			0	-21.889
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			0	9.375
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>13.235</b>	<b>41.082</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	87.977	-162.077	143.837	161.842	74.755
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	823.672	1.527.101	3.438.086	1.844.906	1.358.041
Cirkulerende andele (stk.)	6.475.220	12.565.220	26.029.690	14.739.340	11.622.180
Indre værdi	127,20	121,53	132,08	125,17	116,85
Udlodning (%)	2,00	3,20	2,25	1,00	3,25
Omkostningsprocent	0,84	0,80	0,84	0,85	0,87
Årets afkast (%)	7,42	-6,43	6,32	10,13	5,69
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	17.126	495.148	1.471.307	746.285	824.593
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	854.434	1.945.186	240.524	445.025	533.440
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	871.560	2.440.334	1.711.831	1.191.310	1.358.033
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	106.908	93.490	361.800	381.828	381.223
Omsætningshastighed	0,05	0,02	0,07	0,11	0,14
ÅOP	1,06	1,02	1,10	1,11	1,14
Sharpe Ratio	0,96	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,97	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,20	-	-	-	-
Information Ratio	-0,42	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	8,81	-6,00	5,95	11,47	5,61
Sharpe Ratio	0,97	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	4,43	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 31/05/2000

Risikoklasse: 5

Benchmark: 50% MSCI World Consumer Staples inkl. nettoudbytte og 50% MSCI World Consumer Discretionary inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010266741

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Virksomhederne skal have deres væsentligste aktivitet indenfor børssektorerne: stabile forbrugsvarer, som for eksempel fødevarerproducenter og supermarkeder eller cykliske forbrugsvarer, som for eksempel bilproducenter, rejsearrangører og restauranter. Det betyder også, at der ikke er nogen begrænsninger på andele i visse lande eller regioner.

Investeringerne rettes imod virksomheder, som forventes at få glæde af et stigende privatforbrug eller en ændring af forbrugsmønstret. Stigningen eller ændringen kan komme på mange måder: bedre økonomi, ændret befolknings sammensætning og mere fritid.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks over forbrugsaktier. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afkastet på afdelingens aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, politiske, markeds mæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med lang tidshorison.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen opnåede i 2014 et afkast på 12,1 procent, hvilket ligger inden for vores forventede afkast på mellem 0 og 15 procent pr. år. Afkastet er til gengæld lavere end afdelingens sammenligningsindeks, der leverede et afkast på hele 20,1 procent. Det lavere afkast i forhold til sammenligningsindekset skyldes primært store fald i tre selskaber i første halvår af 2014. Disse tre selskaber var GNC, Coach og SJM Holdings. GNC faldt som følge af skuffende resultater, der delvist skyldes vejret i USA, delvist en forfejlet prispolitik fra selskabets side. Coach udviste en svag udvikling som følge af faldende salg i USA. Selskabet taber markedsandele til nye aktører i markedet, herunder specielt Michael Kors, der vokser kraftigt. Positionen i Coach er blevet solgt. Endelig så vi et fald i SJM Holding, der driver kasinovirksomhed i Macau. Den faldende omsætning blandt navnlig VIP-kunderne har medført faldende aktiekurser gennem året. Ud fra et langsigtet perspektiv har vi stadig positive forventninger til kasinoer i Kina, hvor vi fremover vil søge eksponering gennem Las Vegas Sands. Fordelen ved Las Vegas Sands fremfor SJM er selskabets større andel inden for almindelige kasinogæster frem for VIP-segmentet.

De største positive bidragsydere til performance var CVS Health Corporation, der også er foreningens største beholdning. Selskabet fortsætter med at levere resultater, der er bedre end forventet, både på top linjen og bundlinjen. Tilsvarende var Autozone stærk på baggrund af gode resultater ved halvåret, hvor selskabet også drog fordel af den hårde amerikanske vinter med ekstraordinært mange bilreparationer.

Den fortsat positive udvikling i forbrugsselskaber er drevet af en kombination af indtjeningsudviklingen i sektoren, der vokser hurtigere end resten af aktiemarkedet, og det lavere renteniveau, der især gør de stabile forbrugsaktier attraktive for investorerne.

Afdelingens formue udgjorde 2.845.848 tusinde kroner ultimo 2014 mod 4.996.550 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -2.150.702 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabs-specifikke forhold og modpartsrisiko.

#### Forventninger til 2015

Vi ser optimistisk på mulighederne inden for globalt forbrug i 2015, idet mange af de underliggende faktorer kan forventes at vise en positiv udvikling. Forbrugsaktier forventes fortsat at levere en indtjeningsvækst, der ligger over markedet, og vi forventer, at det skal være væksten i forbruget, der skal drive økonomierne frem både i de udviklede markeder og udviklingslandene. En yderligere positiv faktor er de lave energipriser, der både bidrager gennem faldende råvare-omkostninger for en række selskaber, og frigiver midler hos forbrugerne som ellers skulle have været brugt på olie og benzin.

De fire hovedstrategier i foreningen er følgende:

- Selskaber med langvarig konkurrencemæssig fordel, typisk gennem førende markedsposition og stærke mærkevarer. (Colgate, Nestle)
- Selskaber, der er innovative med hensyn til nye forretningsmodeller og koncepter, herunder evnen til at drage fordel af e-handel. (GNC, SuperGroup)
- Selskaber, der er omkostningsførende som følge af deres størrelse og effektivitet (McDonalds, Philip Morris International)
- Selskaber, der er gunstigt eksponeret over for væksten i middelklassen i udviklingslandene. (Samsonite, Richemont)

Et spørgsmål, vi ofte får, er, om forbrugsaktier er blevet for dyre efter de seneste års pæne kurstigninger? Denne bekymring er specielt relateret til den første af foreningens strategier, Selskaber med langvarig konkurrencemæssig fordel, der indeholder en stor del af stabile forbrugsaktier, og hvor stigninger har været størst som følge af de faldende renter.

Stabile forbrugsaktier stikker sjældent ud som de selskaber, der vokser mest i et givent år. Til gengæld har selskaberne, der sælger tandpasta, sodavand, shampoo og lignende, historisk været enormt pålidelige til at levere moderat vækst år efter år. Fundamentet af investeringer i Globalt Forbrug er oftest udgjort af netop selskaber, vi vurderer, kan levere gode stabile resultater snarere end for enkelte år.

Det er også vores opfattelse, at risikoen er mindre for forbrugsaktier

set som en helhed, end for aktier generelt. IT-boblen, bankkrisen og de sidste måneders halvering af olieprisen er alle eksempler på kriser, der har ramt specifikke industrier specielt hårdt. Vi har endnu ikke set en større krise, der er udsprunget af forbruget, eller som har ramt forbruget specifikt.

Det er derfor naturligt, at værdiansættelsen på specielt stabile forbrugsaktier er højere end for markedet generelt.

Vores konklusion er, at disse selskaber fortsat tilbyder særdeles attraktive afkast i forhold til risikoen, specielt for den langsigtede investor.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	-18	-40
2 Udbytter	99.639	115.307
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>99.621</b>	<b>115.267</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	285.866	923.041
Valutakonti	2.264	-6.175
Øvrige aktiver/passiver	-66	-187
3 Handelsomkostninger	7.818	7.262
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>280.246</b>	<b>909.417</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>379.867</b>	<b>1.024.684</b>
4 Administrationsomkostninger	58.608	77.542
Resultat før skat	321.259	947.142
5 Skat	9.408	12.366
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>311.851</b>	<b>934.776</b>
<b>Resultatdisponering og udlodning- sopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-201.645	-14.933
Overført fra sidste år	2.276	1.644
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-199.369</b>	<b>-13.289</b>
<b>Til disposition</b>	<b>112.482</b>	<b>921.487</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
8 Til rådighed for udlodning	438.214	380.967
Foreslået udlodning	437.501	378.691
Overført til udlodning næste år	713	2.276
Overført til formue	-325.732	540.520
<b>I alt disponeret</b>	<b>112.482</b>	<b>921.487</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	14.877	85.380
Indestående i andre pengeinstitutter	30	24
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>14.907</b>	<b>85.404</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.826.484	4.903.323
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>2.826.484</b>	<b>4.903.323</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende rente, udbytte m.m..	2.256	4.531
Andre tilgodehavender	5.765	3.607
Mellemværende vedr. handelsafvikling	29.083	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>37.104</b>	<b>8.138</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.878.495</b>	<b>4.996.865</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	2.845.848	4.996.550
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	723	315
Mellemværende vedr. handelsafvikling	31.924	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>32.647</b>	<b>315</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.878.495</b>	<b>4.996.865</b>

9 Femårsoversigt



Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-18	-40
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-18</b>	<b>-40</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		99.639	115.307
<b>I alt udbytter</b>		<b>99.639</b>	<b>115.307</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		15.090	10.959
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-7.272	-3.697
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>7.818</b>	<b>7.262</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	81	81
Revisionshonorar	0	37	37
Markedsføringsomkostninger	40.142	104	40.246
Gebyrer til depotselskab	2.194	0	2.194
Andre omk. i forb. med formueplejen	12.043	0	12.043
Øvrige omkostninger	0	281	281
Fast administrationshonorar	3.726	0	3.726
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>58.105</b>	<b>503</b>	<b>58.608</b>
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat		9.408	12.366
<b>I alt skat</b>		<b>9.408</b>	<b>12.366</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,3%	98,1%
Andre aktiver og passiver		0,7%	1,9%

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

Noter

2014  
(t.kr.)

2013  
(t.kr.)

**Formue fordelt på regioner**

Nordamerika	55%	59%
Europa	34%	28%
Japan	7%	7%
Mellemøsten / Afrika	3%	4%
Andre inklusiv kontanter	1%	2%

**Formue fordelt på sektorer**

Cykliske forbrugsgoder	53%	54%
Stabile forbrugsgoder	46%	44%
Andre inklusiv kontanter	1%	2%

**7 Medlemmernes formue**

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	2.396.779	4.996.550	2.545.942	4.497.168
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		378.691		133.662
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		24.765		-495
Emissioner i året	20.800	39.387	231.649	448.099
Indløsninger i året	1.095.824	2.148.649	380.812	750.842
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		635		1.506
Udlodningsregulering		201.645		14.933
Overført udlodning fra sidste år		-2.276		-1.644
Overført udlodning til næste år		713		2.276
Foreslået udlodning		437.501		378.691
Overført fra resultatopgørelsen		-325.732		540.520
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.321.755</b>	<b>2.845.848</b>	<b>2.396.779</b>	<b>4.996.550</b>

**8 Til rådighed for udlodning**

Udlodning overført fra sidste år	2.276	1.644
Renter og udbytter	97.806	115.267
Ikke refunderbar skat	-9.408	-14.861
Kursgevinster til udlodning	607.793	371.392
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-221.055	-19.129
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>477.412</b>	<b>454.313</b>
Administrationsomkostninger	-58.608	-77.542
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	19.410	4.196
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>438.214</b>	<b>380.967</b>

Noter

<sup>9</sup> Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	311.851	934.776	392.864	123.625	378.543
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	2.845.848	4.996.550	4.497.168	2.800.212	2.037.120
Cirkulerende andele (stk.)	13.217.550	23.967.790	25.459.420	17.839.430	13.274.930
Indre værdi	215,31	208,47	176,64	156,97	153,46
Udlodning (%)	33,10	15,80	5,25	0,00	3,25
Omkostningsprocent	1,56	1,57	1,60	1,63	1,64
Årets afkast (%)	12,09	21,23	12,53	4,68	26,72
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.533.050	1.684.650	3.177.277	2.221.619	2.618.907
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	3.880.666	2.120.875	1.836.810	1.613.541	1.889.948
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	5.413.716	3.805.525	5.014.087	3.835.160	4.508.855
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.804.753	2.521.814	3.539.428	2.745.698	2.859.118
Omsætningshastighed	0,37	0,26	0,45	0,58	0,83
ÅOP	2,10	2,05	2,28	2,41	2,66
Sharpe Ratio	1,39	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,76	-	-	-	-
Tracking Error (%)	3,87	-	-	-	-
Information Ratio	-0,75	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	20,05	24,62	17,46	5,05	27,07
Sharpe Ratio	1,95	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	8,43	-	-	-	-

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 06/11/2001

Risikoklasse: 4

Benchmark: 50% JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified hedget til DKK og 50% JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified hedget til DKK

Fondskode: DK0016112832

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

## Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer, der Pengene investeres i obligationer udstedt af stater og virksomheder fra emerging markets-lande. Det vil sige markede under økonomisk udvikling. De defineres her som Latinamerika, Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien ex. Japan eller lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. En mindre del af formuen kan placeres udenfor dette område. Obligationer udstedt på emerging markets giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har forøget risiko for tab.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. I denne afdeling skal minimum 25 procent af obligationerne have en kreditkarakter på BBB- eller derover.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast,

som er bedre end et indeks for obligationer udstedt i udviklingslande. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast bliver udbetalt som udbytte. Størrelsen afhænger blandt andet af renter og kursgevinster. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af udbyttet.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande, er generelt behæftede med større risiko end danske obligationsafdelinger blandt andet som følge af politisk og økonomisk ustabilitet i de pågældende lande/regioner. Afkastet på afdelingens investeringer og dermed afdelingen kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i udenlandske obligationer betyder, at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med middel tidshorizont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 4. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

## Afkast og formueudvikling

Porteføljen fik et afkast på 4,0 procent efter omkostninger mod et afkast på 5,7 procent for benchmarket.

Ved indgangen til året forventede vi et afkast på mellem 3 og 6 procent for 2014. Vi forventede, at afkastet ud over kuponen ville komme fra en mindre rentestigning og en indsnævring af kreditspændene i emerging markets. Mens kreditspændene blev indsnævret i første halvår, blev de udvidet markant i andet halvår, og spændet blev over hele året udvidet med knap 0,5 procentpoint eller 1 procentpoint siden lavpunktet i juni, samtidig med at den amerikanske rente faldt.

Udvidelsen af kreditspændet samt rentefaldet kom som reaktion på et dramatisk olieprisfald i andet halvår. De lave oliepriser påvirker de olieeksporterende lande negativt, navnlig Venezuela og Rusland, hvor den negative udvikling i Rusland blev forstærket af sanktionerne mod landet. Situationen udviklede sig hurtigt fra en oliekrise til et generelt frasalgt af emerging markets, hvor også olieimporterende lande som Indien og Tyrkiet blev straffet, på trods af at disse lande nyder godt af lavere oliepriser. Frasalget her skyldtes bekymringen for, hvorvidt lande med dobbelte underskud (offentlige budgetter og betalingsbalance) ville være i stand til at skaffe den kapital, de havde brug for. Den høje grad af risikoaversion aftog dog igen, og ultimo december

rettede obligationsmarkedet sig for lande med dobbelte underskud, mens olieeksporterende lande fortsat var under pres.

Generelt var der ringe likviditet i obligationsmarkedet frem mod årsafslutningen, hvilket var medvirkende til meget store udsving i kreditspændene sidst på året.

I forhold til benchmarket har en overvægt i Venezuela og en overvægt i russiske virksomheder bidraget negativt til det relative afkast. Afkastet er positivt påvirket af en overvægt og obligationsudvælgelsen i Indonesien, Argentina, De Forenede Arabiske Emirater og Kasakhstan.

Afdelingens formue udgjorde 4.787.101 tusinde kroner ultimo 2014 mod 5.259.344 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -472.243 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -142.685 tusinde kroner. Årets nettore-sultat udgjorde 204.517 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

**Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdeliger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

Afdelingen investerer blandt andet i lande såsom Ukraine, hvor værdier kan mistes som følge af krig og politisk uro.

Afdelingens modpartsrisiko er hovedsageligt forbundet med brugen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen - primært overfor dollar.

#### **Forventninger til 2015**

Afkastet for 2015 er svært at forudsige. Uden nogen konkurser vil afkastet cirka ligge på niveau med den effektive rente på 6 procent under forudsætning af en mindre rentestigning i USA og en mindre indsnævring af kreditspændet. Imidlertid er der en række landespecifikke risici, der kan påvirke afkastet i signifikant grad. Med en af de højeste inflationsrater i emerging markets og ikke mindre end fire valutakursregimer var Venezuela presset allerede inden olieprisfaldet, og med de nuværende lave oliepriser er sandsynligheden for en konkurs i Venezuela stigende. Ukraine er i dyb recession, og sandsynligheden for en konkurs eller restrukturering er stigende, og en konkurs kan kun undgås, hvis IMF og EU er villige til at dække Ukraines betydelige finansieringsbehov. I det værste scenario, hvor Venezuela går konkurs i marts, og vi regner med en meget lav konkursdividende på 30 procent, vil afkastet i porteføljen blive reduceret med cirka 0,5 procentpoint. Skulle Ukraine ligeledes gå konkurs i andet halvår

med en konkursdividende på kun 40 procent (markedsforventningerne er på omkring 60 procent), vil afkastet blive reduceret med 0,3 procentpoint. Således vil konkurser i begge lande alt andet lige reducere afkastet med under 1 procentpoint til 5 procent. Omvendt vil stigende oliepriser, en løsning på konflikten i Ukraine og en aftale i Argentina kunne give et markant højere afkast. Efter alt at dømmes er der således et bredt udfaldsrum for afkastet i 2015, og vi forventer et afkast på mellem 4 og 7 procent.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	284.045	322.190
<b>I alt renter</b>	<b>284.045</b>	<b>322.190</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	595.070	-637.549
Afledte finansielle instrumenter	-618.615	175.282
Valutakonti	8.474	-14.903
Øvrige aktiver/passiver	8	-3
2 Handelsomkostninger	3.025	1.897
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-18.088</b>	<b>-479.070</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>265.957</b>	<b>-156.880</b>
3 Administrationsomkostninger	61.440	71.603
<b>Resultat før skat</b>	<b>204.517</b>	<b>-228.483</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>204.517</b>	<b>-228.483</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	5.903	-49.753
Overført fra sidste år	5.278	22.131
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>11.181</b>	<b>-27.622</b>
<b>Til disposition</b>	<b>215.698</b>	<b>-256.105</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
7 Til rådighed for udlodning	-202.964	557.913
Foreslået udlodning	0	552.635
Overført til udlodning næste år	-202.964	5.278
Overført til formue	418.662	-814.018
<b>I alt disponeret</b>	<b>215.698</b>	<b>-256.105</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	78.997	165.154
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>79.027</b>	<b>165.184</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.489.247	4.638.204
Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere	0	353.094
Unoterede Obligationer	277.004	0
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>4.766.251</b>	<b>4.991.298</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	3.483	34.082
4,5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>3.483</b>	<b>34.082</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	65.361	77.782
Andre tilgodehavender	198	88
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.011	2.056
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>67.570</b>	<b>79.926</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.916.331</b>	<b>5.270.490</b>
<b>Passiver</b>		
6 Medlemmernes formue	4.787.101	5.259.344
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	121.105	0
4,5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>121.105</b>	<b>0</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.105	1.328
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.020	9.818
<b>I alt anden gæld</b>	<b>8.125</b>	<b>11.146</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.916.331</b>	<b>5.270.490</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-75	-68
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		269.376	302.310
Unoterede obligationer		14.210	17.175
Andre aktiver		534	2.773
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>284.045</b>	<b>322.190</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		3.756	3.508
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-731	-1.611
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>3.025</b>	<b>1.897</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	110	110
Revisionshonorar	0	45	45
Markedsføringsomkostninger	35.429	136	35.565
Gebyrer til depotselskab	2.734	0	2.734
Andre omk. i forb. med formueplejen	17.714	0	17.714
Øvrige omkostninger	10	203	213
Fast administrationshonorar	5.059	0	5.059
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>60.946</b>	<b>494</b>	<b>61.440</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		70.957	646
			71.603
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		93,8%	94,9%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		5,8%	0,0%
Øvrige finansielle instrumenter		-2,5%	0,6%
Andre aktiver og passiver		2,9%	4,4%

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

Noter

2014 2013

Formue fordelt på kreditværdighed

Investment grade AAA-AA	1%	0%
Investment grade A-BBB	50%	53%
Non Investment grade BB-CCC	35%	34%
Ingen rating	15%	8%
Andre inklusiv kontanter	-1%	5%

Formue fordelt på varighed

Varighed 0-2 år	7%	12%
Varighed 2-5 år	37%	38%
Varighed > 5 år	56%	50%

5 Afledte finansielle instrumenter

2014 2013  
(t.kr.) (t.kr.)

Aktiv	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminsforretninger	0	3.483	0	34.082
I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv	0	3.483	0	34.082
Passiv				
Valutaterminsforretninger	0	121.105	0	0
I alt afledte finansielle instrumenter, passiv	0	121.105	0	0

6 Medlemmernes formue

2014 2013  
Cirk. Formue- Cirk. Formue-  
beviser værdi beviser værdi

Formue primo	8.009.205	5.259.344	9.392.776	6.986.740
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		552.635		587.049
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		18.560		30.956
Emissioner i året	420.705	257.414	151.470	103.380
Indløsninger i året	627.902	401.902	1.535.041	1.050.904
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.803		4.704
Udlodningsregulering		-5.903		49.753
Overført udlodning fra sidste år		-5.278		-22.131
Overført udlodning til næste år		-202.964		5.278
Foreslået udlodning		0		552.635
Overført fra resultatopgørelsen		418.662		-814.018
<b>Formue ultimo</b>	<b>7.802.008</b>	<b>4.787.101</b>	<b>8.009.205</b>	<b>5.259.344</b>



Noter

	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>		
Udlodning overført fra sidste år	5.278	22.131
Renter	284.122	322.190
Kursgevinster til udlodning	-498.267	334.948
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	5.903	-56.328
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>-202.964</b>	<b>622.941</b>
Administrationsomkostninger	0	-71.603
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	0	6.575
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-202.964</b>	<b>557.913</b>

<b>8 Femårsoversigt</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Årets nettoresultat (t.kr.)	204.517	-228.483	991.885	282.601	1.332.709
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	4.787.101	5.259.344	6.986.740	6.961.900	8.778.295
Cirkulerende andele (stk.)	78.020.080	80.092.050	93.927.760	98.053.910	116.533.340
Indre værdi	61,36	65,67	74,38	71,00	75,33
Udlodning (%)	0,00	6,90	6,25	7,00	7,00
Omkostningsprocent	1,22	1,20	1,21	1,20	1,25
Årets afkast (%)	4,02	-3,63	15,63	3,86	15,54
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	2.141.860	1.915.273	3.168.119	3.542.959	3.790.693
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	2.958.223	2.878.679	3.877.277	5.355.854	5.497.693
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	5.100.083	4.793.952	7.045.396	8.898.813	9.288.386
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	4.107.252	2.592.458	5.428.537	6.277.442	7.029.513
Omsætningshastighed	0,41	0,22	0,39	0,40	0,39
ÅOP	1,59	1,51	1,62	1,70	1,68
Sharpe Ratio	0,97	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,21	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,26	-	-	-	-
Information Ratio	0,07	-	-	-	-
<b>Benchmark:</b>					
Afkast (%)	5,72	-3,41	15,40	4,70	12,28
Sharpe Ratio	0,97	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,11	-	-	-	-

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 15/11/2005

Risikoklasse: 4

Benchmark: JP Morgan GBI EM Global Diversified

Fondskode: DK0060012037

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

## Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer udstedt af stater og virksomheder fra emerging markets-lande. Det vil sige markeder under økonomisk udvikling. De defineres her som Latinamerika, Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien ex. Japan eller lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. En mindre del af formuen kan placeres udenfor dette område.

Investeringerne rettes direkte eller indirekte imod den lokale møntsort i disse lande. Formålet er at få del i den valutakursstigning, som forventes i takt med at landenes økonomi styrkes.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. I denne afdeling skal minimum 40 procent af obligationerne have en kreditkarakter på BBB- eller derover.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillægget omfatter det Malaysiske Statsobligationsmarked

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for obligationer udstedt i lokal valuta i udviklingslande. Det kaldes også for afdelingens sammenligningsindeks.

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skat-telovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande er generelt behæftede med større risiko end danske obligationsafdelinger blandt andet som følge af politisk og økonomisk ustabilitet i de pågældende lande/regioner. Afkastet på afdelingens investeringer og dermed afdelingen kan variere moderat over tiden. Historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidig afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau.

Investering i udenlandske obligationer i lokal valuta giver positive afkastmuligheder men også risiko for tab, såfremt disse valutaer skulle udvikles sig negativt i forhold til danske kroner. Investor forventes at være private eller selskaber med en middel tidshorison

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 4. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

## Afkast og formueudvikling

År 2014 blev et relativt dramatisk år, der især var præget af enkelte forhold af relevans for Højrentelande Lokalvaluta. For det første faldt prisen på råolie med over 40 procent. Det havde flere implikationer. Ikke mindst så vi, at risikoaversionen tog til, at den amerikanske tiårige rente faldt til et nyt rekordlavt niveau på 2 procent, og at dollaren blev styrket med godt 3,5 procent over for den danske krone. Dernæst blev det ikke til nogen afdæmpning af konflikten mellem Rusland og Ukraine, hvilket har ført til yderligere sanktioner mod Rusland fra Vestens side. For valutaerne i Højrentelande Lokalvaluta betød det, at de generelt blev svækket over for dollaren, mens udviklingen over for den danske krone var mere moderat, der som sagt også blev svækket over for dollaren. Til gengæld faldt renterne med undtagelse af de russiske og nigerianske, hvilket betød, at Højrentelande Lokalvaluta kom ud af 2014 med et afkast på 6,55 procent. Afkastet er stort set på linje med forventningerne ved halvårsskiftet, der var på mellem 7 og 10 procent. Afkastet svarer dermed til den løbende kupon på afdelingen. Tendensen fra første halvår med, at afkastet kommer fra rentefald og den løbende kupon, fortsatte ind i andet halvår, dog med den forskel at valutaerne generelt blev svækket.

Landet med det højeste afkast er Indien med knap 30 procent, skarpt efterfulgt af Indonesien, der dog har bidraget i væsentlig grad til det samlede porteføljeafkast på grund af en væsentligt højere vægtning. Også Brasilien og Mexico har bidraget væsentligt til afkastet, ligesom de alle har bidraget positivt til det relative afkast. Rusland har bidraget negativt til afkastet, men da afdelingen her har været undervægtet i forhold til benchmarket, har bidraget relativt set været positivt.

Udviklingen i Rusland er stort set kun gået én vej i forbindelse med faldet i olieprisen, krisen i Ukraine og de tiltagende sanktioner mod Rusland. Rublen er derfor også faldet kraftigt, hvilket har ført til stigende inflationært pres. Det har desuden fået den russiske centralbank til at hæve de korte renter med 11,5 procent til 17 procent efter en sløv start, hvor markedet var i tvivl om, hvorvidt centralbanken ville reagere gennem valutainterventioner, renteforholdelser eller en kombination heraf. At hæve renterne og lade valutaen depreciere virker til at være en rationel handling, da regeringen ved en kraftig svækkelse af rublen kan opnå balance i budgettet. Statens primære indtægter kommer fra olie, som afregnes i dollar, mens udgifterne primært afregnes i rubler. En svagere rubel vil derfor skabe balance i budgettet i forhold til den negative påvirkning fra lavere oliepriser. Rusland producerer i dag henved 11 millioner tønder olie om dagen og er dermed p.t. den største olieproducent i verden. Med balance i budgettet og en mere nationalistisk attitude i Rusland sidder Putin fortsat sikkert på magten, selvom der venter Rusland svære økonomiske udfordringer, da de ikke for alvor har formået at skabe andre økonomiske lokomotiver for landet end oliesektoren.

Den siddende brasilianske præsident, Dilma Rousseff, vandt knebent over den mere liberale kandidat, Aécio Neves, ved anden runde af præsidentvalget i oktober. Det skete på trods af alvorlige økonomiske problemer med recession, manglende reformer, stigende inflation og en korruptionsskandale i det halvstatslige olieselskab, Petrobras. Et selskab, hvor Dilma under den tidligere præsident, Lula, var formand og dermed kan blive involveret. Dilma har trods alt udnævnt et nyt og på papiret relativt stærkt økonomisk team til at tage over. Men selvom vi har været midt i en krise, og valget var overstået i oktober, har vi endnu ikke set nogen konkrete tiltag, hvilket godt kan vække bekymring. En oplagt mulighed vil være en reducere af energisubsidierne, som vi har set i flere af de asiatiske økonomier. Det kan blive svært i Brasilien med korruptionsskandalen i Petrobras in mente.

Den nyvalgte indonesiske præsident, Jokowi, har benyttet lejligheden med faldende oliepriser til at mindske oliesubsidierne, hvilket vil føre til en væsentlig forbedring af statsbudgettet. Det betyder dog ikke meget for den eksterne balance, da Indonesien er en svag nettoimportør af olie. Der er forventninger om, at centralbanken vil hæve renten for at forankre inflationsforventningerne, der har været et

tilbagevendende problem for Indonesien. Faldet i oliepriserne vil ikke i nævneværdig grad påvirke forbrugerpriserne, da det modsvares af lavere subsidier. Med den øgede politiske dynamik med reformer og infrastrukturprojekter kan vi se en gavnlig effekt på økonomien på mellemlang sigt.

Afdelingens formue udgjorde 2.033.575 tusinde kroner ultimo 2014 mod 1.752.250 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 281.325 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 173.598 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 116.627 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

#### Forventninger til 2015

Vi er ikke særligt imponeret over udviklingen i Rusland, men den markante korrektion i både valutaen og renterne betyder, at markedet begynder at se attraktivt ud. Set i lyset af krisen i Ukraine er der andet til historien om Rusland end olie, hvorfor vi fortsat er afventende. Vi er ud fra en strukturel vurdering positive med hensyn til Polen, mens vores skift til en mere positiv holdning til Tyrkiet skyldes faldet i olieprisen og en fortsat lempelig europæisk pengepolitik.

Brasilien har med det nye økonomiske team i spidsen fortsat mulighed for at foretage væsentlige økonomiske reformer, men præsidenten er presset, ikke mindst som følge af korruptionssagen vedrørende Petrobras. I Chile, Peru og Colombia er der ikke den store politiske risiko, og man har her foretaget væsentlige reformer gennem de seneste ti år. Men Colombias økonomi ser skrøbelig ud med de lave oliepriser.

I Asien er vi positive med hensyn til Indonesien og Indien. I Indonesien har den nye præsident Jokowi allerede gennemført en vigtig nedsættelse af energisubsidierne, og sammenholdt med et væsentligt højere renteniveau end gennemsnittet for regionen tror vi fortsat, at der er noget i vente herfra. I Indien er vi fortsat optimistiske og tror, at regeringen får gennemført reformer, og at centralbanken med det nye mål med fokus på inflation kommer til at forankre inflationsforventningerne og øge interessen blandt investorer.

Generelt mener vi, at Højrentelande Lokalvaluta med en gennemsnitlige rente på 6,8 procent forekommer rimelig attraktiv. Vi forventer, at hovedparten af afkastet vil genereres af den løbende rente og et muligt rentefald, mens der fortsat er mulighed for, at valutaerne kan

trække afkastet lidt ned. Vi mener derfor, at et afkast på mellem 5 og 7 procent for 2015 virker realistisk. Risiciene udgøres af et fortsat fald i olieprisen, en eskalering af konflikten i Rusland og Ukraine og ikke mindst en pludselig markant stramning af pengepolitikken i USA.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014	2013		2014	2013
	(t.kr.)	(t.kr.)		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	135.103	135.523	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>135.103</b>	<b>135.523</b>	Indestående i depotselskab	63.993	49.758
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
Obligationer	8.870	-443.220	<b>5 I alt likvide midler</b>	<b>64.023</b>	<b>49.788</b>
Afledte finansielle instrumenter	1.183	-41	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	759	-3.601	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.773.063	1.493.383
Øvrige aktiver/passiver	-82	-24	Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere	0	167.550
2 Handelsomkostninger	814	1.581	Unoterede obligationer	150.716	0
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>9.916</b>	<b>-448.467</b>	<b>5 I alt obligationer</b>	<b>1.923.779</b>	<b>1.660.933</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>145.019</b>	<b>-312.944</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
3 Administrationsomkostninger	26.629	30.267	Unoterede afledte finansielle instrumenter	461	0
Resultat før skat	118.390	-343.211	<b>5,6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>461</b>	<b>0</b>
4 Skat	1.763	2.478	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>116.627</b>	<b>-345.689</b>	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	41.077	39.151
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			Andre tilgodehavender	4.532	2.891
<b>Formuebevægelser</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	314	0
Udlodningsregulering	-4.998	-5.167	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>45.923</b>	<b>42.042</b>
Overført fra sidste år	744	726	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.034.186</b>	<b>1.752.763</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-4.254</b>	<b>-4.441</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Til disposition</b>	<b>112.373</b>	<b>-350.130</b>	7 Medlemmernes formue	2.033.575	1.752.250
<b>Foreslag til anvendelse</b>			<b>Anden gæld</b>		
8 Til rådighed for udlodning	0	10.091	Skyldige omkostninger	608	513
Foreslået udlodning	0	9.347	Mellemværende vedr. handelsafvikling	3	0
Overført til udlodning næste år	0	744	<b>I alt anden gæld</b>	<b>611</b>	<b>513</b>
Overført til formue	112.373	-360.221	<b>Passiver i alt</b>	<b>2.034.186</b>	<b>1.752.763</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>112.373</b>	<b>-350.130</b>			

9 Femårsoversigt

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		97	80
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		128.264	129.557
Unoterede obligationer		6.742	5.886
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>135.103</b>	<b>135.523</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		1.387	4.319
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-573	-2.738
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>814</b>	<b>1.581</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	43	43
Revisionshonorar	0	24	24
Markedsføringsomkostninger	13.670	51	13.721
Gebyrer til depotselskab	1.955	0	1.955
Andre omk. i forb. med formueplejen	8.788	0	8.788
Øvrige omkostninger	36	111	147
Fast administrationshonorar	0	0	1.951
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>26.400</b>	<b>229</b>	<b>26.629</b>
			<b>30.012</b>
			<b>255</b>
			<b>30.267</b>
<b>4 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat			1.763
<b>I alt skat</b>			<b>1.763</b>
<b>5 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		87,2%	94,8%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		7,4%	0,0%
Andre aktiver og passiver		5,4%	5,2%

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

Noter		2014		2013	
<b>Kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		2%		3%	
Investment grade A-BBB		87%		86%	
Non Investment grade BB-CCC		3%		5%	
Ingen rating		4%		3%	
Andre inklusiv kontanter		4%		3%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		12%		18%	
Varighed 2-5 år		47%		36%	
Varighed > 5 år		41%		46%	
<b>6 Afledte finansielle instrumenter</b>		<b>2014</b>		<b>2013</b>	
		<b>(t.kr.)</b>		<b>(t.kr.)</b>	
<b>Aktiv</b>		<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminsforretninger		0	461	0	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>		<b>0</b>	<b>461</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>		<b>2014</b>		<b>2013</b>	
		<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>
Formue primo	1.869.353	1.752.250	1.946.507	2.248.708	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		9.347		102.192	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		447		5.566	
Emissioner i året	378.991	369.908	605.565	643.948	
Indløsninger i året	202.971	197.066	682.719	701.149	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		756		3.058	
Udlodningsregulering		4.998		5.167	
Overført udlodning fra sidste år		-744		-726	
Overført udlodning til næste år		0		744	
Foreslået udlodning		0		9.347	
Overført fra resultatopgørelsen		112.373		-360.221	
<b>Formue ultimo</b>	<b>2.045.373</b>	<b>2.033.575</b>	<b>1.869.353</b>	<b>1.752.250</b>	
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>					
Udlodning overført fra sidste år			744		726
Renter			135.103		135.523
Ikke refunderbar skat			-1.763		-2.478
Kursgevinster til udlodning			-111.435		-88.246
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-4.291		-7.505
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>18.358</b>		<b>38.020</b>
Administrationsomkostninger			-17.651		-30.267
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-707		2.338
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>0</b>		<b>10.091</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	116.627	-345.689	264.013	-45.905	299.448
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	2.033.575	1.752.250	2.248.708	2.195.201	2.190.588
Cirkulerende andele (stk.)	20.453.730	18.693.530	19.465.070	20.055.110	19.399.300
Indre værdi	99,42	93,74	115,53	109,46	112,92
Udlodning (%)	0,00	0,50	5,25	7,25	1,75
Omkostningsprocent	1,37	1,42	1,37	1,35	1,38
Årets afkast (%)	6,55	-15,04	12,80	-1,61	19,37
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	933.124	1.149.386	1.105.207	1.135.434	738.233
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	677.760	1.215.209	1.177.585	806.959	312.898
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.610.884	2.364.594	2.282.792	1.942.393	1.051.131
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	945.523	865.346	1.845.473	945.162	198.956
Omsætningshastighed	0,24	0,20	0,42	0,21	0,05
ÅOP	1,65	1,71	1,75	1,77	1,75
Sharpe Ratio	0,37	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	8,36	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,70	-	-	-	-
Information Ratio	-1,17	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	7,16	-12,92	15,41	0,67	22,26
Sharpe Ratio	0,59	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	8,66	-	-	-	-



## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: 16/01/2006

Risikoklasse: 4

Benchmark: 50% JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified hedget til DKK og 50% JP Morgan Corporate Emerging Market Bond Index Broad Diversified hedget til DKK

Fondskode: DK0060019552

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer, der Pengene investeres i obligationer udstedt af stater og virksomheder fra emerging markets-lande. Det vil sige markede under økonomisk udvikling. De defineres her som Latinamerika, Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien ex. Japan eller lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. En mindre del af formuen kan placeres udenfor dette område. Obligationer udstedt på emerging markets giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har forøget risiko for tab.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. I denne afdeling skal minimum 25 procent af obligationerne have en kreditkarakter på BBB- eller derover.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for obligationer udstedt i udviklingslande. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. Afdelingen betaler ikke udbytte, men akkumulerer i stedet værdistigninger i afdelingen og dermed i kursen på investeringsbeviserne.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande er generelt behæftede med større risiko end danske obligationsafdelinger blandt andet som følge af politisk og økonomisk ustabilitet i de pågældende lande/regioner. Afkastet på afdelingens investeringer og dermed afdelingen kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i udenlandske obligationer betyder at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. Afdelingen er målrettet investorer med pensionsopsparing eller midler under virksomheds-skatteordningen med en tidshorisont på mindst 3 år.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 4. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen fik et afkast på 4,1 procent efter omkostninger mod et afkast på 5,7 procent for benchmarket.

Ved indgangen til året forventede vi et afkast på mellem 3 og 6 procent for 2014. Vi forventede, at afkastet ud over kuponen ville komme fra en mindre rentestigning og en indsnævring af kreditspændene i emerging markets. Mens kreditspændene blev indsnævret i første halvår, blev de udvidet markant i andet halvår, og spændet blev over hele året udvidet med knap 0,5 procentpoint eller 1 procentpoint siden lavpunktet i juni, samtidig med at den amerikanske rente faldt.

Udvidelsen af kreditspændet samt rentefaldet kom som reaktion på et dramatisk olieprisfald i andet halvår. De lave oliepriser påvirker de olieeksporterende lande negativt, navnlig Venezuela og Rusland, hvor den negative udvikling i Rusland blev forstærket af sanktionerne mod landet. Situationen udviklede sig hurtigt fra en oliekrise til et generelt frasal af emerging markets, hvor også olieimporterende lande som Indien og Tyrkiet blev straffet, på trods af at disse lande nyder godt af lavere oliepriser. Frasalget her skyldtes bekymringen for, hvorvidt lande med dobbelte underskud (offentlige budgetter og betalingsbalance) ville være i stand til at skaffe den kapital, de havde brug for. Den høje grad af risikoaversion aftog dog igen, og ultimo december

rettede obligationsmarkedet sig for lande med dobbelte underskud, mens olieeksporterende lande fortsat var under pres.

Generelt var der ringe likviditet i obligationsmarkedet frem mod årsafslutningen, hvilket var medvirkende til meget store udsving i kreditspændene sidst på året.

I forhold til benchmarket har en overvægt i Venezuela og en overvægt i russiske virksomheder bidraget negativt til det relative afkast. Afkastet er positivt påvirket af en overvægt og obligationsudvælgelsen i Indonesien, Argentina, De Forenede Arabiske Emirater og Kasakhstan.

Afdelingens formue udgjorde 490.585 tusinde kroner ultimo 2014 mod 573.860 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -83.275 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -106.782 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 23.507 tusinde kroner.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdeliger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

Afdelingen investerer blandt andet i lande såsom Ukraine, hvor værdier kan mistes som følge af krig og politisk uro.

Afdelingens modpartsrisiko er hovedsageligt forbundet med brugen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen – primært overfor dollar.

#### **Forventninger til 2015**

Afkastet for 2015 er svært at forudsige. Uden nogen konkurser vil afkastet cirka ligge på niveau med den effektive rente på 6 procent under forudsætning af en mindre rentestigning i USA og en mindre indsnævring af kreditspændet. Imidlertid er der en række landespecifikke risici, der kan påvirke afkastet i signifikant grad. Med en af de højeste inflationsrater i emerging markets og ikke mindre end fire valutakursregimer var Venezuela presset allerede inden olieprisfaldet, og med de nuværende lave oliepriser er sandsynligheden for en konkurs i Venezuela stigende. Ukraine er i dyb recession, og sandsynligheden for en konkurs eller restrukturering er stigende, og en konkurs kan kun undgås, hvis IMF og EU er villige til at dække Ukraines betydelige finansieringsbehov. I det værste scenario, hvor Venezuela går konkurs i marts, og vi regner med en meget lav konkursdividende på 30 procent, vil afkastet i porteføljen blive reduceret med cirka 0,5 procentpoint. Skulle Ukraine ligeledes gå konkurs i andet halvår med en konkursdividende på kun 40 procent (markedsforventning-

erne er på omkring 60 procent), vil afkastet blive reduceret med 0,3 procentpoint. Således vil konkurser i begge lande alt andet lige reducere afkastet med under 1 procentpoint til 5 procent. Omvendt vil stigende oliepriser, en løsning på konflikten i Ukraine og en aftale i Argentina kunne give et markant højere afkast. Efter alt at dømmes er der således et bredt udfaldsrum for afkastet i 2015, og vi forventer et afkast på mellem 4 og 7 procent.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	31.252	36.792	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>31.252</b>	<b>36.792</b>	Indestående i depotselskab	16.771	14.434
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	27	30
Obligationer	64.897	-74.331	<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>16.798</b>	<b>14.464</b>
Afledte finansielle instrumenter	-66.430	20.361	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	812	-1.030	Noterede obligationer fra udenlandske		
2 Handelsomkostninger	381	214	udstedere	456.343	508.293
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-1.102</b>	<b>-55.214</b>	Unoterede obligationer	26.863	37.353
<b>I alt indtægter</b>	<b>30.150</b>	<b>-18.422</b>	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>483.206</b>	<b>545.646</b>
3 Administrationsomkostninger	6.643	8.006	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>23.507</b>	<b>-26.428</b>	Unoterede afledte finansielle		
<b>Foreslag til anvendelse</b>			instrumenter	1.021	6.404
Overført til formue	23.507	-26.428	<b>4.5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>1.021</b>	<b>6.404</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>23.507</b>	<b>-26.428</b>	<b>Andre aktiver</b>		
			Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	6.833	8.195
			Andre tilgodehavender	20	10
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	192	557
			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.045</b>	<b>8.762</b>
			<b>Aktiver i alt</b>	<b>508.070</b>	<b>575.276</b>
			<b>Passiver</b>		
			6 Medlemmernes formue	490.585	573.860
			<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
			Unoterede afledte finansielle instru-		
			menter	16.175	0
			<b>4.5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>16.175</b>	<b>0</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	175	105
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.135	1.311
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.310</b>	<b>1.416</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>508.070</b>	<b>575.276</b>
			<b>7 Femårsoversigt</b>		

Noter

				2014	2013
				(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>					
Indestående i pengeinstitutter				-6	-11
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere				29.608	34.245
Unoterede obligationer				1.541	1.664
Andre aktiver				109	894
<b>I alt renteindtægter</b>				<b>31.252</b>	<b>36.792</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>					
Bruttohandelsomkostninger				450	368
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-69	-154
<b>I alt handelsomkostninger</b>				<b>381</b>	<b>214</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>					
			<b>2014</b>		<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	12	12	0	13
Revisionshonorar	0	14	14	0	7
Markedsføringsomkostninger	3.802	15	3.817	4.588	25
Gebyrer til depotselskab	296	0	296	360	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.901	0	1.901	2.295	0
Øvrige omkostninger	0	62	62	27	36
Fast administrationshonorar	541	0	541	655	0
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.540</b>	<b>103</b>	<b>6.643</b>	<b>7.925</b>	<b>81</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>					
Børsnoterede finansielle instrumenter				93,0%	95,1%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				5,5%	0,0%
Øvrige finansielle instrumenter				-3,1%	1,1%
Andre aktiver og passiver				4,6%	3,8%

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

Noter

	2014		2013	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>				
Investment grade AAA-AA		1%		0%
Investment grade A-BBB		48%		55%
Non Investment grade BB-CCC		36%		32%
Ingen rating		15%		8%
Andre inklusiv kontanter		0%		5%
<b>Formue fordelt på varighed</b>				
Varighed 0-2 år		8%		9%
Varighed 2-5 år		35%		38%
Varighed > 5 år		58%		53%
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>		<b>2014</b>		<b>2013</b>
<b>Aktiv</b>	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminsforretninger	0	1.021	0	6.404
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>1.021</b>	<b>0</b>	<b>6.404</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	16.175	0	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>16.175</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		<b>2014</b>		<b>2013</b>
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	392.681	573.860	481.741	729.314
Emissioner i året	590	924	6.700	10.179
Indløsninger i året	70.823	108.161	95.760	139.773
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		455		568
Overført fra resultatopgørelsen		23.507		-26.428
<b>Formue ultimo</b>	<b>322.448</b>	<b>490.585</b>	<b>392.681</b>	<b>573.860</b>

Noter

7 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	23.507	-26.428	101.006	26.133	138.646
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	490.585	573.860	729.314	656.099	865.564
Cirkulerende andele (stk.)	3.224.480	3.926.810	4.817.410	5.017.410	6.858.410
Indre værdi	152,14	146,14	151,39	130,76	126,20
Omkostningsprocent	1,22	1,21	1,23	1,22	1,27
Årets afkast (%)	4,05	-3,44	15,78	3,66	15,46
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	229.786	211.827	364.639	374.959	443.656
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	356.673	284.101	349.795	593.686	708.149
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	586.458	495.928	714.435	968.645	1.151.805
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	496.252	288.888	632.137	715.289	846.652
Omsætningshastighed	0,46	0,22	0,45	0,46	0,45
ÅOP	1,61	1,52	1,65	1,74	1,72
Sharpe Ratio	0,95	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,35	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,18	-	-	-	-
Information Ratio	0,08	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	5,72	-3,41	15,40	4,70	12,28
Sharpe Ratio	0,97	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,11	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 13/05/2011

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI World High Dividend Yield inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060293538

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret på modne aktiemarkeder i Europa, Nordamerika og Asien samt Oceanien eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. Investeringerne rettes imod virksomheder der forventes at udbetale et højt udbytte til aktionærene. Der kan dog være selskaber i porteføljen, der i perioder enten ikke, eller kun i begrænset omfang, udbetaler udbytte.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks over aktier med højt udbytte. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af

det eventuelle udbytte.

Selvom om afdelingens investeringer primært er rettet mod aktier med højt udbytte, hvilket ofte findes blandt selskaber med en stabil udvikling, vil afkastet på afdelingens investeringer og dermed på afdelingen kunne variere betydeligt over tiden blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, politiske, markeds-mæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med tidshorisont på ca. 5 år.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2014 et positivt afkast på 16,5 procent, hvilket var nøjagtigt det samme som afdelingens benchmark.

Når et helt år er gået, er der naturligvis altid aktier, som har givet et godt afkast, og aktier, som har givet et dårligt afkast. Set over hele året har de amerikanske aktier været de mest positive. De ni bedste aktier målt på absolut afkast i danske kroner er amerikanske, og de syv bedste aktier målt på relativt afkast var også amerikanske. Uden den kraftige stigning i den amerikanske dollar havde det nok ikke været så markant. I 2014 har der været flere aktier, som har bidraget positivt til afkastet, herunder især amerikanske CVS Health. Året før var CVS også blandt de bedste aktier. CVS Health er at betragte som et mix af et apotek, Matas og Seven-Eleven, kombineret med visse sundhedsydelse, som knytter kunderne tættere til selskabet. Selskabet er yderst profitabelt og behandler sine aktionærer godt. Mere eller mindre hele årets resultat bliver udbetalt til aktionærene i form af udbytter og aktietilbagekøb. Vi har også i 2014 profiteret af vores investeringer i amerikanske el-forsyningsselskaber, hvor alle fire tilbageværende investeringer er at finde i top syv over årets absolutte afkast. Årsagerne er trefoldige: 1) en stigende dollar er positivt, når afkastet måles i danske kroner, og 2) rimelig vækst i indtjeningen i disse relativt stabile selskaber og 3) faldende renter i USA har drevet værdiansættelsen af disse obligationsaktier op.

Set under et har energisektoren været den dårligste sektor i 2014. En naturlig årsag er naturligvis, at olieprisen faldt kraftigt i andet halvår af 2014. På det aktiespecifikke område er der da også fire energi-aktier blandt de ti dårligste aktier med hensyn til både absolut og relativt afkast. Den dårligste aktie i 2014 er dog noget så rimeligt fredsommeligt som svenske SCA, der mest er kendt for at producere køkkenruller (blandt andet Edet og Lotus), toiletpapir (blandt andet Edet og Lotus), babybleer (blandt andet Libero og Up&Go) og hygiejnebind (især Libresse) samt inkontinensprodukter (især TENA).

Aktien har gennem 2014 været udsat for en såkaldt de-rating, hvor værdiansættelsen af aktien er blevet lavere, og aktien dermed billigere.

Der har været to årsager hertil, mener vi: For det første har regnskaberne i årets løb ikke levet helt op til de forventninger, som var bygget op over det gode år 2013, og for det andet har den store amerikanske konkurrent, Procter and Gamble (producent af blandt andet Pampers-bleer), gjort sin entré på inkontinens-markedet, hvor SCA ellers har nydt godt af høj vækst og høj profit.

Afdelingens formue udgjorde 2.388.994 tusinde kroner ultimo 2014 mod 2.470.251 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -81.257 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -336.977 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 343.194 tusinde kroner. Der foreslås et udbytte på 12,90 kroner pr. bevis.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko og selskabsspecifikke forhold.

#### Forventninger til 2015

Afdelingen fokuserer på aktier med relativt høje og stabile udbytter. Sådanne aktier er generelt mindre følsomme over for den økonomiske udvikling end andre aktier. Det er derfor forventningen, at afdelingen i 2015 (som i de foregående år) vil udvise mindre kursudsving end det generelle aktiemarked. I forhold til de årlige udsving i aktiekurserne er de årlige udsving i udbytterne meget mindre. Vi forventer derfor endnu et år med gode udbytter fra de aktier, vi har investeret i. Vi kan dog ikke love, at aktierne stiger i 2015, som de gjorde det i 2014, 2013 og 2012. Dertil er det alt for svært at spå om (kortsigtede) udsving i aktiekurserne – og det er jo også netop derfor, at vi i afdelingen har valgt at fokusere på de mere sikre udbytter end de mere usikre kursstigninger. I Højt Udbytte Aktier beskæftiger vi os sædvanligvis ikke med at lave specifikke forudsigelser for aktiemarkedet. Når det er sagt, kan man ved at se på fakta få en vis fornemmelse af, hvordan 2015 kunne forme sig:

#### Observationer:

- Aktier har givet gode afkast de sidste seks år.
- De fleste aktieindeks er på eller tæt på deres højeste niveau nogensinde.
- Global lavvækst (realvækst og nominel vækst) gør det svært at finde resultatvækst til en rimelig pris.
- Værdiansættelsen af aktiemarkedene er i overkanten af historiske gennemsnit.
- Udbytteaktier er stadig billigere end det brede aktieindeks.

- Udbytteaktier udviser typisk lavere risiko end det brede aktieindeks. Dette gælder især i perioder med kursfald.

#### Konklusion:

- Det totale afkast på aktier vil i de kommende år sandsynligvis være lavere end i de forgangne år.
- Risikoen for en korrektion i aktiemarkedet stiger, jo mere aktierne stiger, og jo dyrere aktierne bliver.
- I en sådan situation vil udbyttet betyde mere for det total afkast, end i en situation hvor afkastet er drevet af kursstigninger uden tilsvarende vækst i resultatet.

Vi mener derfor, at hvis man skal investere i aktier, er udbytteaktier et billigere og mindre usikkert alternativ til de øvrige typer af aktier, og at man samtidig får en højere rente (udbytte).

De finansielle markeder er konstant udsat for diverse risici. Nogle risici er forventelige, nemlig de risici, der er forbundet med forudsigelser vedrørende den økonomiske vækst, inflation med videre. Her vil der med sikkerhed blive både glæder og skuffelser i 2015, om end rækkefølgen og størrelsen ikke kan forudsiges. Andre risici kommer mere ud af det blå og kan omfatte krige mellem lande, borgerkrige, bank-, valuta- og finanskriser og naturkatastrofer med videre. Der er i verden hele tiden latente kriser, som kan blusse op på kort tid.

Et tema, som ganske sikkert vil dominere 2015, er olieprisen, ganske som den har domineret andet halvår og især sidste kvartal af 2014. Vil olieprisen fortsætte nedad? Hvor er bunden i olieprisen? Vil olieprisen stige kraftigt igen, efter man har set de første tegn på, at udbuddet af olie begynder at falde eller holde sig på et lavt niveau, om end med udsving? En anden risiko knytter sig til Europa, som hænger sammen med krisen i Sydeuropa, herunder især Grækenland og Italien, men også Frankrig, hvor de økonomiske reformer trækker i langdrag. Situationen i Rusland og krisen mellem Rusland, Ukraine og Europa kan måske udvikle sig til det værre, hvis Rusland på grund af faldet i olieprisen føler, at hvad "indad tabes, skal udad vindes". Der er naturligvis altid et spørgsmålstegn forbundet med Kina; kan Kina holde det økonomiske tempo oppe, eller vil væksten aftage mere end forventet med de afledte effekter, dette kan medføre på eksempelvis valutasiden i hele Sydøstasien (en dominoeffekt af valuta-devalueringer som i 1997-98)? Medmindre krigen i Syrien breder sig til andre og mere økonomisk "tunge" lande i regionen, vil krigen, om end tragisk og katastrofal, nok ikke få den store indflydelse på de internationale aktiemarkeder.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-38	-10	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	82.774	96.209	Indestående i depotselskab	4.442	9.759
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>82.736</b>	<b>96.199</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	25	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>4.467</b>	<b>9.789</b>
Kapitalandele	308.352	204.157	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-383	-1.469	Noterede aktier fra danske selskaber	116.394	100.604
Øvrige aktiver/passiver	-2	-156	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	2.262.106	2.353.055
3 Handelsomkostninger	4.775	2.907	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>2.378.500</b>	<b>2.453.659</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>303.192</b>	<b>199.625</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>385.928</b>	<b>295.824</b>	Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	3.489	4.645
4 Administrationsomkostninger	35.157	35.950	Andre tilgodehavender	2.918	1.434
Resultat før skat	350.771	259.874	Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.988	1.718
5 Skat	7.577	7.533	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>15.395</b>	<b>7.797</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>343.194</b>	<b>252.341</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.398.362</b>	<b>2.471.245</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Passiver</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			7 Medlemmernes formue	2.388.994	2.470.251
Udlodningsregulering	-1.043	13.741	<b>Anden gæld</b>		
Overført fra sidste år	1.696	0	Skyldige omkostninger	747	960
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>653</b>	<b>13.741</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.621	34
<b>Til disposition</b>	<b>343.847</b>	<b>266.096</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>9.368</b>	<b>994</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>			<b>Passiver i alt</b>	<b>2.398.362</b>	<b>2.471.245</b>
8 Til rådighed for udlodning	217.074	102.702	<b>9 Femårsoversigt</b>		
Foreslået udlodning	216.640	101.006			
Overført til udlodning næste år	434	1.696			
Overført til formue	126.773	163.394			
<b>I alt disponeret</b>	<b>343.847</b>	<b>266.096</b>			

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-38	-10			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-38</b>	<b>-10</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra danske selskaber		3.673	3.432			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		79.101	92.777			
<b>I alt udbytter</b>		<b>82.774</b>	<b>96.209</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		7.269	7.642			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-2.494	-4.735			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>4.775</b>	<b>2.907</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	48	48	0	43	43
Revisionshonorar	0	26	26	0	28	28
Markedsføringsomkostninger	22.264	58	22.322	22.564	86	22.650
Gebyrer til depotselskab	1.419	0	1.419	1.770	0	1.770
Andre omk. i forb. med formueplejen	8.905	0	8.905	9.026	0	9.026
Øvrige omkostninger	0	212	212	27	150	177
Fast administrationshonorar	2.225	0	2.225	2.256	0	2.256
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>34.813</b>	<b>344</b>	<b>35.157</b>	<b>35.643</b>	<b>307</b>	<b>35.950</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					7.577	7.533
<b>I alt skat</b>					<b>7.577</b>	<b>7.533</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,6%	99,3%
Andre aktiver og passiver					0,4%	0,7%

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

Noter

	2014	2013
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Health Care	23%	22%
Stabile forbrugsgoder	11%	14%
Finans	11%	12%
Energi	11%	10%
Cykliske forbrugsgoder	11%	10%
Andre inklusiv kontanter	33%	32%
<b>Formue fordelt på lande</b>		
USA	43%	43%
Storbritannien	14%	16%
Schweiz	14%	10%
Danmark	5%	4%
Tyskland	6%	4%
Andre inklusiv kontanter	18%	23%

7 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	1.942.419	2.470.251	1.178.258	1.359.396
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		101.006		58.913
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		13.532		-23.855
Emissioner i året	134.515	179.051	924.941	1.135.357
Indløsninger i året	397.552	516.382	160.780	195.153
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		354		1.064
Udlodningsregulering		1.043		-13.741
Overført udlodning fra sidste år		-1.696		0
Overført udlodning til næste år		434		1.696
Foreslået udlodning		216.640		101.006
Overført fra resultatopgørelsen		126.773		163.394
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.679.382</b>	<b>2.388.994</b>	<b>1.942.419</b>	<b>2.470.251</b>

8 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år	1.696	0
Renter og udbytter	81.284	96.199
Ikke refunderbar skat	-7.577	-8.442
Kursgevinster til udlodning	177.871	37.154
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.134	17.398
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>252.140</b>	<b>142.309</b>
Administrationsomkostninger	-35.157	-35.950
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	91	-3.657
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>217.074</b>	<b>102.702</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011*)
Årets nettoresultat (t.kr.)	343.194	252.355	115.800	55.430
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	2.388.994	2.470.251	1.359.396	824.476
Cirkulerende andele (stk.)	16.793.820	19.424.190	11.782.580	7.888.440
Indre værdi	142,25	127,17	113,91	104,52
Udlodning (%)	12,90	5,20	5,00	2,25
Omkostningsprocent	1,59	1,62	1,65	1,14
Årets afkast (%)	16,47	14,71	12,77	4,46
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.017.243	1.646.422	709.454	830.869
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.393.485	734.254	264.879	60.079
Værdipapiriomsætning, brutto (t.kr.)	2.410.727	2.380.676	974.333	890.948
Værdipapiriomsætning, netto (t.kr.)	1.583.569	905.583	487.817	104.680
Omsætningshastighed	0,36	0,20	0,24	0,15
ÅOP	2,11	2,05	2,24	1,94
Sharpe Ratio	2,00	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,71	-	-	-
Tracking Error (%)	2,21	-	-	-
Information Ratio	-0,01			
Benchmark:				
Afkast (%)	16,48	16,63	10,94	3,28
Sharpe Ratio	2,02	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,65	-	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 13.05. - 31.12.2011.

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 30/09/1996

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0015935019

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i danske statsobligationer, statsgaranterede obligationer og realkreditobligationer. Obligationerne skal have en forventet kort løbetid i gennemsnit. Afdelingen søger at være formuebevarende. Det vil sige, at afdelingen tilstræber stabile og mindre afkast.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.

Målet er at give et afkast, som ligger på niveau med eller over et indeks for danske obligationer med kort løbetid. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Investering i denne afdeling med primært danske obligationer vil generelt være behæftet med lavere risiko end investering i afdelinger med aktier eller udenlandske obligationer. Afkastet kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Afdelingens investorer forventes at have en kort investeringshorisont

- dog længere end et år - og en mellem risikovillighed.

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast bliver udbetalt som udbytte. Størrelsen afhænger blandt andet af renter og kursgevinster. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 2. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i 2014 et afkast på 2,4 procent. Afkastet var noget over forventningerne ved årets begyndelse, som lød på et afkast omkring 0 procent. Afkastet var bedre end sammenligningsindekset, som gav 0,6 procent. Afkastet var dermed tilfredsstillende. Det højere afkast på porteføljen var en konsekvens af et fald i renterne, herunder særligt på lange obligationer, i hele 2014. Ved indgangen til 2014 var det ikke vores forventning, at vi ville se et rentefald af den størrelsesorden. Det var til gengæld vores forventning, at såvel ikke-konverterbare som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer i 2014, og den forventning holdt stik. Da en meget stor andel af porteføljen er investeret i ikke-konverterbare og konverterbare realkreditobligationer, er merafkastet på denne type af obligationer, i forhold til korte statsobligationer, en vigtig forklaring på merafkastet på porteføljen relativt til sammenligningsindekset. De øvrige obligationer i porteføljen, som overvejende er junior covered bonds udstedt af realkreditinstitutterne, ydede også et ikke ubetydeligt bidrag til merafkastet.

Vi oplevede et uens rentebillede i 2014. De korte renter faldt kun moderat, mens de lange renter faldt kraftigt. Centralbankerne, herunder særligt Den Europæiske Centralbank, spillede igen en vigtig rolle i renteutviklingen, og Den Europæiske Centralbank leverede flere rentenedsættelser og søsatte flere opkøbsprogrammer. Opkøbsprogrammerne og rentenedsættelserne er et led i Den Europæiske Centralbanks bestræbelser på at rette op på den faldende inflation. Den Europæiske Centralbank kæmper en hård og svær kamp for at stimulere inflationen. Manglende politiske reformer og faldende oliepriser er hårde modspillere. Det er vores forventning, at inflationen i Europa vil ligge tæt på nul procent i første kvartal af 2015. Obligationismarkedet forventer derfor, at Den Europæiske Centralbank vil lempe pengepolitikken yderligere ved at påbegynde opkøb af europæiske statsobligationer.

Beslutningen om at købe statsobligationer er ikke enkel og ukontroversiel. Der er modstand mod den blandt centrale aktører i Den Europæiske Centralbank, men der vurderes at være et flertal for opkøb i centralbankens samlede pengepolitiske komité.

Faldet i de lange renter er ikke en unaturlig reaktion på den stigende forventning om et stort opkøb af statsobligationer i eurozonen. I tidligere tilfælde, blandt andet i USA og i Storbritannien, har forventningens glæde dog været den største, i den forstand at når opkøbet først er gået i gang, er renterne begyndt at stige igen.

I Danmark var der også aktivitet på den pengepolitiske front. Danmarks Nationalbank gik i begyndelsen af 2014 i den modsatte retning af Den Europæiske Centralbank og satte renten op i slutningen af april. Det skete efter en periode, hvor den danske krone lå svagt i forhold til euroen og, hvor Nationalbanken interвенerede i valutamarkedet. Mod slutningen af 2014 var det modsatte tilfældet. Den danske krone blev gradvist styrket, og Nationalbanken interвенerede i valutamarkedet i september, oktober og november. En selvstændig rentenedsættelse blev det dog ikke til fra Nationalbankens side, men det er meget tænkeligt, at den kommer i begyndelsen af 2015.

Efter et afkastmæssigt stærkt første halvår 2014 var anden halvdel af 2014 noget mere udfordrende. Halvåret var en vanskelig periode for realkreditmarkedet, som skulle absorbere en stigende udstedelse af lange, fastforrentede obligationer, store konverteringer af højtforrentede obligationer og omlægning af korte rentetilpasningslån til andre typer af lån. Det havde som konsekvens, at den meget stærke afkastudvikling vi så i første halvår på realkreditobligationer, absolut såvel som relativt til statsobligationer, bremsede noget op i andet halvår og i særdeleshed i fjerde kvartal.

Det høje konverteringsomfang var drevet af det kraftige fald i den lange rente, som åbnede op for en række nye, attraktive fastforrentede konverteringsmuligheder. Tyveårige lån med en kupon på 2 procent og 30-årige lån med én på 2,5 procent var uimodståelige for mange låntagere. På falderebet i fjerde kvartal lancerede de største realkreditinstitutter ovenikøbet en 30-årig obligation med en kupon på 2 procent. Der skal ikke meget mere end et beskedent rentefald til, før den bliver attraktiv for langt de fleste låntagere. Det vil forlænge den nuværende konverteringsbølge et godt stykke ind i 2015.

Afdelingens formue udgjorde 7.391.911 tusinde kroner ultimo 2014 mod 7.215.246 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 176.665 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 127.559 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 172.247 tusinde kroner. Der foreslås et udbytte på 1,40 kroner pr. bevis.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, likviditetsrisiko og selskabsspecifikke forhold.

#### Forventninger til 2015

Vi forventer, at porteføljen vil give et lavt, men dog formentligt positivt afkast i 2015. Udgangspunktet er meget lave obligationsrenter. Renten på statsobligationer vil være negativ frem til 2017, og selv om renten på korte rentetilpasningsobligationer steg lidt hen over efteråret, så er renterne fortsat lavere end ved indgangen til 2014.

Såvel korte rentetilpasningsobligationer som konverterbare realkreditobligationer ventes at levere et merafkast til korte statsobligationer i 2015. Men udsigterne for særligt den sidste kategori er blevet noget mere usikker. Som nævnt ovenfor blev højtforrentede, konverterbare realkreditobligationer i stort omfang konverteret i efteråret 2014, og der er fortsat udsigt til høje, ekstraordinære indfrielse i 2015. Prisfastsættelsen af højtforrentede realkreditobligationer har naturligvis tilpasset sig en situation med høje indfrielse, men der er fortsat stor usikkerhed om, hvor stor og hvor langvarig den nuværende konverteringsbølge bliver.

Afkastforventningerne er baseret på et rentebillede, hvor de korte renter forbliver uændrede et godt stykke tid frem. Som beskrevet ovenfor, er den største udfordring i eurozonen p.t. den meget lave inflation. De tiltag, der gøres for at rette op på den lave og faldende inflation, tror vi, vil fastholde både korte og lange renter på et lavt niveau.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	161.942	156.435	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>161.942</b>	<b>156.435</b>	Indestående i depotselskab	64.259	44.555
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
Obligationer	45.304	-29.625	<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>64.289</b>	<b>44.585</b>
2 Handelsomkostninger	2.533	1.697	<b>Obligationer</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>42.771</b>	<b>-31.322</b>	Noterede obligationer fra danske udstedere	7.603.893	7.264.787
<b>I alt indtægter</b>	<b>204.713</b>	<b>125.113</b>	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>7.603.893</b>	<b>7.264.787</b>
3 Administrationsomkostninger	32.466	29.477	<b>Andre aktiver</b>		
Resultat før skat	172.247	95.636	Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	69.100	86.083
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>172.247</b>	<b>95.636</b>	Andre tilgodehavender	6	0
<b>Resultatdisponering og udlodnings- opgørelse</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	151.177	383
<b>Formuebevægelser</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>220.283</b>	<b>86.466</b>
Udlodningsregulering	1.452	9.744	<b>Aktiver i alt</b>		
Overført fra sidste år	757	9.400		<b>7.888.465</b>	<b>7.395.838</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>2.209</b>	<b>19.144</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Til disposition</b>	<b>174.456</b>	<b>114.780</b>	5 Medlemmernes formue	7.391.911	7.215.246
<b>Foreslag til anvendelse</b>			<b>Anden gæld</b>		
6 Til rådighed for udlodning	113.810	128.107	Skyldige omkostninger	1.290	407
Foreslået udlodning	113.450	127.350	Mellemværende vedr. handelsafvikling	495.264	180.185
Overført til udlodning næste år	360	757	<b>I alt anden gæld</b>	<b>496.554</b>	<b>180.592</b>
Overført til formue	60.646	-13.327	<b>Passiver i alt</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>174.456</b>	<b>114.780</b>		<b>7.888.465</b>	<b>7.395.838</b>
			7 Femårsoversigt		

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-127	-239
Noterede obligationer fra danske udstedere		161.995	155.978
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		0	660
Andre renteindtægter		74	36
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>161.942</b>	<b>156.435</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		3.271	2.548
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-738	-851
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>2.533</b>	<b>1.697</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	159	159
Revisionshonorar	0	61	61
Markedsføringsomkostninger	21.205	196	21.401
Gebyrer til depotselskab	2.530	0	2.530
Andre omk. i forb. med formueplejen	731	0	731
Øvrige omkostninger	10	270	280
Fast administrationshonorar	7.304	0	7.304
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>31.780</b>	<b>686</b>	<b>32.466</b>
		<b>28.765</b>	<b>712</b>
			<b>29.477</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		102,9%	100,7%
Andre aktiver og passiver		-2,9%	-0,7%
<p>Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>			
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>			
Investment grade AAA-AA		75%	77%
Investment grade A-BBB		17%	17%
Non Investment grade BB-CCC		0%	1%
Ingen rating		8%	5%
<b>Formue fordelt på varighed</b>			
Varighed 0-2 år		50%	52%
Varighed 2-5 år		49%	43%
Varighed > 5 år		1%	5%



Noter

5 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	7.959.393	7.215.246	6.693.308	6.105.962
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser		127.350		133.866
Ændring i udbetalt udl. p.g.a. emission/indløsning		4.209		5.012
Emissioner i året	573.460	519.178	1.618.048	1.461.110
Indløsninger i året	429.256	391.634	351.963	320.478
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		15		1.870
Udlodningsregulering		-1.452		-9.744
Overført udlodning fra sidste år		-757		-9.400
Overført udlodning til næste år		360		757
Foreslået udlodning		113.450		127.350
Overført fra resultatopgørelsen		60.646		-13.327
<b>Formue ultimo</b>	<b>8.103.597</b>	<b>7.391.911</b>	<b>7.959.393</b>	<b>7.215.246</b>

6 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år		757	9.400
Renter		162.069	156.435
Kursgevinster til udlodning		-18.002	-17.995
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		1.869	12.545
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>		<b>146.693</b>	<b>160.385</b>
Administrationsomkostninger		-32.466	-29.477
Udlodningsregulering administrationsomkostninger		-417	-2.801
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>		<b>113.810</b>	<b>128.107</b>

7 Femårsoversigt

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	172.247	95.636	113.909	163.334	148.451
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	7.391.911	7.215.246	6.105.962	4.189.341	4.304.003
Cirkulerende andele (stk.)	81.035.970	79.593.930	66.933.080	45.498.860	46.886.970
Indre værdi	91,22	90,65	91,22	92,08	91,80
Udlodning (%)	1,40	1,60	2,00	2,75	3,00
Omkostningsprocent	0,45	0,45	0,46	0,45	0,46
Årets afkast (%)	2,41	1,59	2,10	3,71	4,67
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	3.823.775	3.614.021	3.126.410	2.054.661	3.463.700
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	3.526.703	2.460.944	3.968.315	2.070.510	1.949.552
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	7.350.478	6.074.965	7.094.726	4.125.170	5.413.252
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	5.693.088	4.046.247	5.664.997	2.379.645	3.350.094
Omsætningshastighed	0,39	0,31	0,51	0,27	0,46
ÅOP	0,64	0,63	0,66	0,62	0,65
Sharpe Ratio	2,21	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,03	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,78	-	-	-	-
Information Ratio	1,81	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,63	-0,19	0,61	3,00	3,27
Sharpe Ratio	0,69	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,27	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: 01/04/2008

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0060130318

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer minimum 75 procent af formuen i danske statsobligationer, statsgaranterede obligationer og realkreditobligationer. Obligationerne i porteføljen skal have en forventet kort løbetid i gennemsnit. Maksimalt 10 procent af formuen må være i virksomhedsobligationer uden statsgaranti. Afdelingens formål er at være formuebevarende. Det vil sige, at afdelingen tilstræber stabile og mindre afkast.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. I denne afdeling skal virksomhedsobligationer og obligationer udstedt i udenlandsk valuta minimum have en god kreditkarakter på BBB-. Dog kan 10 procent af formuen placeres i obligationer uden kreditkarakter. Hvis en obligations kreditkarakter falder ned under BBB-, må afdelingen gerne beholde obligationen, dog må maksimalt 5 procent af formuen bestå af disse obligationer. Læs mere om kreditkarakterer på [www.bankinvest.dk/dk/kreditkarakter](http://www.bankinvest.dk/dk/kreditkarakter).

Målet er at give et afkast, som ligger på niveau med eller over et indeks for danske obligationer med kort løbetid. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette indeks består af danske statsobligationer.

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. Afdelingen betaler ikke udbytte, men akkumulerer i stedet værdistigninger i afdelingen og dermed i kursen på investeringsbeviserne. Investering i denne afdeling med primært danske obligationer vil generelt være behæftet med lavere risiko end investering i afdelinger med aktier eller uden-

landske obligationer. Afkastet kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investor forventes at være pensionsinvestorer eller investorer med midler under virksomheds-skatteordningen.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 2. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i 2014 et afkast på 1,5 procent. Afkastet var noget over forventningerne ved årets begyndelse, som lød på et afkast omkring 0 procent. Afkastet var bedre end sammenligningsindekset, som gav 0,6 procent. Afkastet var dermed tilfredsstillende. Det højere afkast på porteføljen var en konsekvens af faldet i renterne, herunder særligt på lange obligationer, i hele 2014. Ved indgangen til 2014 var det ikke vores forventning, at vi ville se et rentefald af den størrelsesorden. Det var til gengæld vores forventning, at såvel ikke-konverterbare som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer i 2014, og den forventning holdt stik. Da en meget stor andel af porteføljen er investeret i ikke-konverterbare og konverterbare realkreditobligationer er merafkastet på denne type af obligationer, i forhold til korte statsobligationer, en vigtig forklaring på merafkastet på porteføljen relativt til sammenligningsindekset. De øvrige obligationer i porteføljen, som er junior covered bonds udstedt af realkreditinstitutterne, ydede også et bidrag til merafkastet.

Vi oplevede et uens rentebillede i 2014. De korte renter faldt kun moderat, mens de lange renter faldt kraftigt. Centralbankerne, herunder særligt Den Europæiske Centralbank, spillede igen en vigtig rolle i renteutviklingen, og Den Europæiske Centralbank leverede flere rentenedsættelser og søsatte flere opkøbsprogrammer. Opkøbsprogrammerne og rentenedsættelserne er et led i Den Europæiske Centralbanks bestræbelser på at rette op på den faldende inflation. Den Europæiske Centralbank kæmper en hård og svær kamp for at stimulere inflationen. Manglende politiske reformer og faldende oliepriser er hårde modspillere. Det er vores forventning, at inflationen i Europa vil ligge tæt på nul procent i første kvartal af 2015. Obligationsmarkedet forventer derfor, at Den Europæiske Centralbank vil lempe pengepolitikken yderligere ved at påbegynde opkøb af europæiske statsobligationer.

Beslutningen om at købe statsobligationer er ikke enkel og ukontroversiel. Der er modstand mod den blandt centrale aktører i Den Europæiske Centralbank, men der vurderes at være et flertal for opkøb i centralbankens samlede pengepolitiske komité.

Faldet i de lange renter er ikke en unaturlig reaktion på den stigende forventning om et stort opkøb af statsobligationer i eurozonen. I tidligere tilfælde, blandt andet i USA og i Storbritannien, har forventningens glæde dog været den største, i den forstand at når opkøbet først er gået i gang, er renterne begyndt at stige igen.

I Danmark var der også aktivitet på den pengepolitiske front. Danmarks Nationalbank gik i begyndelsen af 2014 i den modsatte retning af Den Europæiske Centralbank og satte renten op i slutningen af april. Det skete efter en periode, hvor den danske krone lå svagt i forhold til euroen, og hvor Nationalbanken intervererede i valutamarkedet. Mod slutningen af 2014 var det modsatte tilfældet. Den danske krone blev gradvist styrket, og Nationalbanken intervererede i valutamarkedet i september, oktober og november. En selvstændig rentenedsættelse blev det dog ikke til fra Nationalbankens side, men det er meget tænkeligt, at den kommer i begyndelsen af 2015.

Efter et afkastmæssigt stærkt første halvår 2014 var anden halvdel af 2014 noget mere udfordrende. Halvåret var en vanskelig periode for realkreditmarkedet, som skulle absorbere en stigende udstedelse af lange, fastforrentede obligationer, store konverteringer af højtforrentede obligationer og omlægning af korte rentetilpasningslån til andre typer af lån. Det havde som konsekvens, at den meget stærke afkastudvikling vi så i første halvår på realkreditobligationer, absolut såvel som relativt til statsobligationer, bremsede noget op i andet halvår og i særdeleshed i fjerde kvartal.

Det høje konverteringsomfang var drevet af det kraftige fald i den lange rente, som åbnede op for en række nye, attraktive fastforrentede konverteringsmuligheder. Tyveårige lån med en kupon på 2 procent og 30-årige lån med én på 2,5 procent var uimodståelige for mange låntagere. På falderebet i fjerde kvartal lancerede de største realkreditinstitutter ovenikøbet en 30-årig obligation med en kupon på 2 procent. Der skal ikke meget mere end et beskedent rentefald til, før den bliver attraktiv for langt de fleste låntagere. Det vil forlænge den nuværende konverteringsbølge et godt stykke ind i 2015.

Afdelingens formue udgjorde 433.292 tusinde kroner ultimo 2014 mod 433.102 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 190 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -6.331 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 6.521 tusinde kroner.

**Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, likviditetsrisiko og selskabsspecifikke forhold.

#### Forventninger til 2015

Vi forventer, at porteføljen vil give et lavt, men dog formentligt positivt afkast i 2015. Udgangspunktet er meget lave korte obligationsrenter. Renten på statsobligationer vil være negativ frem til 2017, og selvom renten på korte rentetilpasningsobligationer steg lidt hen over efteråret, så er renterne fortsat lavere end ved indgangen til 2014.

Såvel korte rentetilpasningsobligationer som konverterbare realkreditobligationer ventes at levere et merafkast til korte statsobligationer i 2015. Men udsigterne for særligt den sidste kategori er blevet noget mere usikker. Som nævnt ovenfor blev højtforrentede, konverterbare realkreditobligationer i stort omfang konverteret i efteråret 2014, og der er fortsat udsigt til høje, ekstraordinære indfrielse i 2015. Prisfastsættelsen af højtforrentede realkreditobligationer har naturligvis tilpasset sig en situation med høje indfrielse, men der er fortsat stor usikkerhed om, hvor stor og hvor langvarig den nuværende konverteringsbølge bliver.

Afkastforventningerne er baseret på et rentebillede, hvor de korte renter forbliver uændrede et godt stykke tid frem. Som beskrevet ovenfor er den største udfordring i eurozonen p.t. den meget lave inflation. De tiltag, der gøres for at rette op på den lave og faldende inflation, tror vi, vil fastholde både korte og lange renter på et lavt niveau.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	9.070	9.280
<b>I alt renter</b>	<b>9.070</b>	<b>9.280</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	-355	-3.088
2 Handelsomkostninger	196	123
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-551</b>	<b>-3.211</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>8.519</b>	<b>6.069</b>
3 Administrationsomkostninger	1.998	1.750
<b>Resultat før skat</b>	<b>6.521</b>	<b>4.319</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>6.521</b>	<b>4.319</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
Overført til formue	6.521	4.319
<b>I alt disponeret</b>	<b>6.521</b>	<b>4.319</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	320	9.910
Indestående i andre pengeinstitutter	30	26
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>350</b>	<b>9.936</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	445.500	423.461
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>445.500</b>	<b>423.461</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter m.m.	3.413	4.840
Andre tilgodehavender	1	7
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.039	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>8.453</b>	<b>4.847</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>454.303</b>	<b>438.244</b>
<b>Passiver</b>		
5 Medlemmernes formue	433.292	433.102
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	58	11
Mellemværende vedr. handelsafvikling	20.952	5.131
<b>I alt anden gæld</b>	<b>21.010</b>	<b>5.142</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>454.302</b>	<b>438.244</b>

6 Femårsoversigt

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-25	-12
Noterede obligationer fra danske udstedere		9.095	9.292
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>9.070</b>	<b>9.280</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		226	183
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-30	-60
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>196</b>	<b>123</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	10	10
Revisionshonorar	0	13	13
Markedsføringsomkostninger	1.296	12	1.308
Gebyrer til depotselskab	126	0	126
Andre omk. i forb. med formueplejen	45	0	45
Øvrige omkostninger	0	57	57
Fast administrationshonorar	439	0	439
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.906</b>	<b>92</b>	<b>1.998</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		0	7
		0	5
		1.099	14
		138	0
		38	0
		27	22
		400	0
		1.702	48
			1.750
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		102,8%	97,8%
Andre aktiver og passiver		-2,8%	2,2%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.			
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>			
Investment grade AAA-AA		67%	77%
Investment grade A-BBB		22%	17%
Non Investment grade BB-CCC		10%	1%
Ingen rating		1%	5%
<b>Formue fordelt på varighed</b>			
Varighed 0-2 år		46%	52%
Varighed 2-5 år		54%	43%
Varighed > 5 år		0%	5%

Noter

5 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	362.891	433.102	278.228	328.246
Emissioner i året	8.502	10.272	94.863	112.491
Indløsninger i året	13.700	16.608	10.200	12.093
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		5		139
Overført fra resultatopgørelsen		6.521		4.319
<b>Formue ultimo</b>	<b>357.693</b>	<b>433.292</b>	<b>362.891</b>	<b>433.102</b>

6 Femårsoversigt

	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	6.521	4.319	6.307	25.545	26.548
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	433.292	433.102	328.246	396.849	894.582
Cirkulerende andele (stk.)	3.576.930	3.628.910	2.782.280	3.424.280	7.991.280
Indre værdi	121,14	119,35	117,98	115,89	111,94
Omkostningsprocent	0,46	0,47	0,47	0,47	0,49
Årets afkast (%)	1,49	1,17	1,80	3,53	3,83
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	259.538	247.163	191.427	363.032	761.281
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	236.917	143.503	290.270	862.509	458.127
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	496.455	390.666	481.697	1.225.541	1.219.408
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	430.399	262.853	430.297	521.090	878.757
Omsætningshastighed	0,49	0,35	0,59	0,32	0,57
ÅOP	0,66	0,65	0,67	0,64	0,71
Sharpe Ratio	1,75	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,00	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,70	-	-	-	-
Information Ratio	1,23	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,63	-0,19	0,61	3,00	3,27
Sharpe Ratio	0,69	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,27	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 01/08/1980

Risikoklasse: 3

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM6

Fondskode: DK0010014422

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer i danske statsobligationer, statsgaranterede obligationer og realkreditobligationer. Obligationerne skal have en forventet lang løbetid i gennemsnit.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for danske obligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Investering i denne afdeling med primært danske obligationer vil generelt være behæftet med lavere risiko end investering i afdelinger med udenlandske obligationer. Afkastet kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investorer forventes at være selskaber, fonde, kommuner og investorer, der investerer pensionsmidler, med kort tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i 2014 et afkast på 10,2 procent. Afkastet var væsentligt over forventningerne ved årets begyndelse, som lød på et afkast tæt på 0 procent. Afkastet var bedre end sammenligningsindekset, som gav 8,1 procent. Afkastet var dermed tilfredsstillende. Afkastet på porteføljen, der var væsentligt højere end forventet, var en konsekvens af det betydelige fald i mellemlange og lange renter i 2014. Ved indgangen til 2014 var det ikke vores forventning, at vi ville se et rentefald af den størrelsesorden. Det var til gengæld vores forventning, at såvel ikke-konverterbare som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer i 2014, og den forventning holdt stik. Da den overvejende del af porteføljen er investeret i realkreditobligationer, er merafkastet på denne type af obligationer også en vigtig forklaring på merafkastet på porteføljen i forhold til sammenligningsindekset. Porteføljen indledte året med en forholdsvis lang varighed (cirka 6,5 år) blandt andet som følge af et tilkøb af lange, konverterbare realkreditobligationer, som på det tidspunkt var billige. De har leveret et merafkast til de korte og mellemlange statsobligationer i sammenligningsindekset. De lange statsobligationer leverede, som følge af det betydelige rentefald, høje afkast i 2014. Porteføljen har ligget stort set neutralt vægtet på lange statsobligationer i forhold til sammenligningsindekset.

Vi oplevede et uensartet rentebillede i 2014. De korte renter faldt kun moderat, mens de lange renter faldt kraftigt. Centralbankerne, herunder særligt Den Europæiske Centralbank, spillede igen en vigtig rolle i renteutviklingen, og Den Europæiske Centralbank leverede flere rentenedsættelser og søsatte flere opkøbsprogrammer. Opkøbsprogrammerne og rentenedsættelserne er et led i Den Europæiske Centralbanks bestræbelser på at rette op på den faldende inflation. Den Europæiske Centralbank kæmper en hård og svær kamp for at stimulere inflationen. Manglende politiske reformer og faldende oliepriser er hårde modspillere. Det er vores forventning, at inflationen i Europa vil ligge tæt på nul procent i første kvartal af 2015.

Obligationsmarkedet forventer derfor, at Den Europæiske Centralbank vil lempe pengepolitikken yderligere ved at påbegynde opkøb af europæiske statsobligationer.

Beslutningen om at købe statsobligationer er ikke enkel og ukontroversiel. Der er modstand mod den blandt centrale aktører i centralbanken, men der vurderes at være et flertal for opkøb i centralbankens samlede styrelsesråd.

Faldet i de lange renter er en naturlig reaktion på den stigende forventning om et stort opkøb af statsobligationer i eurozonen. I tidligere tilfælde, blandt andet i USA og i Storbritannien, har forventningens glæde dog været den største. Når opkøbet først er gået i gang, er renterne begyndt at stige igen.

I Danmark var der også aktivitet på den pengepolitiske front. Danmarks Nationalbank gik i begyndelsen af 2014 i den modsatte retning af Den Europæiske Centralbank og satte renten op i slutningen af april. Det skete efter en periode, hvor den danske krone lå svagt i forhold til euroen, og hvor Nationalbanken interвенerede i valutamarkedet. Mod slutningen af året var det modsatte tilfældet. Den danske krone blev gradvist styrket, og Nationalbanken interвенerede i valutamarkedet i september, oktober og november. En selvstændig rentenedsættelse blev det dog ikke til fra Nationalbankens side, men det er meget tænkeligt, at den kommer i begyndelsen af 2015.

Efter et afkastmæssigt stærkt første halvår 2014 var anden halvdel af 2014 noget mere udfordrende. Halvåret var en vanskelig periode for realkreditmarkedet, som skulle absorbere en stigende udstedelse af lange, fastforrentede obligationer, store konverteringer af højtforrentede obligationer og omlægning af korte rentetilpasningslån til andre typer af lån. Det havde som konsekvens, at den meget stærke afkastudvikling vi så i første halvår på realkreditobligationer, absolut såvel som relativt til statsobligationer, bremsede noget op i andet halvår og i særdeleshed i fjerde kvartal.

Det høje konverteringsomfang var drevet af det kraftige fald i den lange rente, som åbnede op for en række nye, attraktive fastforrentede konverteringsmuligheder. Tyveårige lån med en kupon på 2 procent og 30-årige lån med en rente på 2,5 procent var uimodståelige for mange låntagere. På falderebet i fjerde kvartal lancerede de største realkreditinstitutter ovenikøbet en 30-årig obligation med en kupon på 2 procent. Der skal ikke meget mere end et beskedent rentefald til, før den bliver attraktiv for langt de fleste låntagere. Det vil forlænge den nuværende konverteringsbølge et godt stykke ind i 2015.

Afdelingens formue udgjorde 4.267.907 tusinde kroner ultimo 2014 mod 3.631.132 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 636.775 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget

nettoemissioner for i alt 402.899 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 379.420 tusinde kroner. Der foreslås et udbytte på 4,00 kroner pr. bevis.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, selskabsspecifikke forhold og likviditetsrisiko.

#### Forventninger til 2015

Vi forventer, at porteføljen vil give et lavt afkast i 2015. Udgangspunktet er meget lave obligationsrenter. Renten på statsobligationer vil være negativ frem til 2017, og selvom renten på rentetilpasningsobligationer steg lidt hen over efteråret, så er renterne fortsat lavere end ved indgangen til 2014. Det gælder i særlig grad for mellemlange og lange rentetilpasningsobligationer.

Rentetilpasningsobligationer og konverterbare realkreditobligationer ventes at levere et merafkast i forhold til tilsvarende statsobligationer i 2015. Men udsigterne for særligt den sidste kategori er blevet noget mere usikker. Som nævnt ovenfor blev højtforrentede, konverterbare realkreditobligationer i stort omfang konverteret i efteråret 2014, og der er fortsat udsigt til høje, ekstraordinære indfrielse i 2015. Prisfastsættelsen af højtforrentede realkreditobligationer har naturligvis tilpasset sig en situation med høje indfrielse, men der er fortsat stor usikkerhed om, hvor stor og hvor langvarig den nuværende konverteringsbølge bliver. Det betyder også stor usikkerhed om, hvor stor udstedelsen af lavtforrentede realkreditobligationer med kuponer mellem 1,5 og 2,5 procent bliver. En massiv konverteringsbølge tilfører mange lange realkreditobligationer til markedet. Det kan være vanskeligt for investorerne at absorbere en sådan mængde obligationer med lang varighed. Derfor er det sandsynligt, at realkreditobligationer, i hvert fald i perioder i 2015, vil have svært ved at matche statsobligationerne afkastmæssigt.

Afkastforventningerne er i øvrigt baseret på et rentebillede, hvor renterne forbliver nogenlunde uændrede et godt stykke tid frem. Som beskrevet ovenfor er den største udfordring i eurozonen p.t. den meget lave inflation. De tiltag, der gøres for at rette op på den lave og faldende inflation, tror vi, vil fastholde både korte og lange renter på et lavt niveau også i 2015.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	111.596	115.756	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>111.596</b>	<b>115.756</b>	Indestående i depotselskab	44.107	32.640
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	26	25
Obligationer	292.695	-108.107	<b>I alt likvide midler</b>	<b>44.133</b>	<b>32.665</b>
2 Handelsomkostninger	1.037	1.243	<b>Obligationer</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>291.658</b>	<b>-109.350</b>	Noterede obligationer fra danske udstedere	4.367.993	3.541.307
<b>I alt indtægter</b>	<b>403.254</b>	<b>6.406</b>	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	46.237	45.477
3 Administrationsomkostninger	23.834	22.363	<b>I alt obligationer</b>	<b>4.414.230</b>	<b>3.586.784</b>
Resultat før skat	379.420	-15.957	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>379.420</b>	<b>-15.957</b>	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	35.841	37.529
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>35.841</b>	<b>37.546</b>
<b>Formuebevægelser</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
Udlodningsregulering	8.213	565		<b>4.494.204</b>	<b>3.656.995</b>
Overført fra sidste år	1.702	649	<b>Passiver</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>9.915</b>	<b>1.214</b>	5 Medlemmernes formue	4.267.907	3.631.132
<b>Til disposition</b>	<b>389.335</b>	<b>-14.743</b>	<b>Anden gæld</b>		
<b>Foreslag til anvendelse</b>			Skyldige omkostninger	1.634	209
6 Til rådighed for udlodning	167.931	149.248	Mellemværende vedr. handelsafvikling	224.663	25.654
Foreslået udlodning	167.931	147.546	<b>I alt anden gæld</b>	<b>226.297</b>	<b>25.863</b>
Overført til udlodning næste år	0	1.702	<b>Passiver i alt</b>		
Overført til formue	221.404	-163.991		<b>4.494.204</b>	<b>3.656.995</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>389.335</b>	<b>-14.743</b>	7 Femårsoversigt		

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-152	-82
Noterede obligationer fra danske udstedere		108.491	114.902
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		936	936
Andre aktiver		2.321	0
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>111.596</b>	<b>115.756</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		1.549	1.703
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-512	-460
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>1.037</b>	<b>1.243</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	87	87
Revisionshonorar	0	38	38
Markedsføringsomkostninger	15.894	106	16.000
Gebyrer til depotselskab	1.580	0	1.580
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.987	0	1.987
Øvrige omkostninger	10	164	174
Fast administrationshonorar	3.968	0	3.968
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>23.439</b>	<b>395</b>	<b>23.834</b>
			<b>21.938</b>
			<b>425</b>
			<b>22.363</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		103,4%	98,8%
Andre aktiver og passiver		-3,4%	1,2%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.			
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>			
Investment grade AAA-AA		88%	86%
Investment grade A-BBB		5%	6%
Non Investment grade BB-CCC		0%	1%
Ingen rating		6%	5%
Andre inklusiv kontanter		2%	2%
<b>Formue fordelt på varighed</b>			
Varighed 0-2 år		23%	13%
Varighed 2-5 år		38%	24%
Varighed > 5 år		39%	63%

Noter

5 Medlemmernes formue	2014		2013		
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi	
Formue primo	3.783.225	3.631.132	3.658.612	3.734.871	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		147.546		210.370	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		2.002		-686	
Emissioner i året	597.699	582.546	448.278	442.397	
Indløsninger i året	182.638	179.891	323.665	319.749	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		244		626	
Udlodningsregulering		-8.213		-565	
Overført udlodning fra sidste år		-1.702		-649	
Overført udlodning til næste år		0		1.702	
Foreslået udlodning		167.931		147.546	
Overført fra resultatopgørelsen		221.404		-163.991	
<b>Formue ultimo</b>	<b>4.198.286</b>	<b>4.267.907</b>	<b>3.783.225</b>	<b>3.631.132</b>	
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>					
Tab overført fra sidste år			0	-19.817	
Udlodning overført fra sidste år			1.702	649	
Renter			111.748	115.756	
Kursgevinster til udlodning			69.692	74.458	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			9.546	607	
Frivillig udlodning			410	0	
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>193.098</b>	<b>171.653</b>	
Administrationsomkostninger			-23.834	-22.363	
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-1.333	-42	
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>167.931</b>	<b>149.248</b>	
<b>7 Femårsoversigt</b>					
	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	379.420	-15.957	201.786	285.233	175.631
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	4.267.907	3.631.132	3.734.871	3.769.435	2.447.468
Cirkulerende andele (stk.)	41.982.860	37.832.250	36.586.120	37.370.540	25.115.430
Indre værdi	101,66	95,98	102,08	100,87	97,45
Udlodning (%)	4,00	3,90	5,75	3,50	6,00
Omkostningsprocent	0,61	0,61	0,63	0,63	0,63
Årets afkast (%)	10,24	-0,39	4,84	10,46	8,47
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.975.759	1.791.425	3.737.002	2.953.900	1.257.325
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.439.457	1.864.255	3.926.978	1.641.526	999.152
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	3.415.216	3.655.680	7.663.979	4.595.426	2.256.477
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.287.206	2.667.384	3.733.993	2.533.255	1.141.394
Omsætningshastighed	0,29	0,36	0,44	0,45	0,26
ÅOP	0,82	0,82	0,85	0,85	0,85
Sharpe Ratio	1,43	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	4,10	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,20	-	-	-	-
Information Ratio	0,21	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	8,06	-2,52	3,86	13,63	8,40
Sharpe Ratio	0,95	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	5,69	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 07/08/1991

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI EM Latin America 10/40 inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010174622

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret i latinamerikanske lande eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. For eksempel virksomheder beliggende i Brasilien, Mexico og Chile.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdeling Latinamerika er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for de latinamerikanske aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afdelingens investeringer er rettet mod en region med et generelt

højt vækstpotentiale men også en region med politisk og markedsræssig ustabilitet. Dette samt selskabsspecifikke forhold, den generelle økonomiske udvikling, udsving i valutakurser eller forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer betyder, at afdelingens afkast kan variere betydeligt over tid. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med en lang investeringshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2014 et afkast på -3,8 procent, mens sammenligningsindekset gav et afkast på -0,3 procent. Alt i alt et skuffende resultat, som ikke levede op til de forventninger, vi havde ved årets begyndelse.

Det har da også været et udfordrende år for aktiemarkederne i den latinamerikanske region. Faldende råvarepriser, svækkede valutaer, renteforhøjelse i Brasilien og reducerede vækstforventninger til stort set samtlige lande i regionen. Ligesom 2014 var et miserabelt år for brasiliansk fodbold, blev det det også for brasiliansk økonomi og de finansielle markeder. Ved indgangen til året forventede markedet en økonomisk vækst på 2,5 procent for 2014 og 3,5 procent for 2015. Siden er væksten aftaget voldsomt, og den brasilianske økonomi har befundet sig i recession i 2014. Vækstforventningerne til 2015 er også løbende blevet nedjusteret til nu 0,85 procent.

I Brasilien blev aktiemarkedet særligt skuffet over genvalget af Dilma Rousseff som præsident efter et tæt løb i anden valgrunde med Aécio Neves da Cunha i oktober måned. Vi afventer fortsat offentliggørelsen af Dilmas overordnede politiske program, som skal løfte Brasilien ud af den nuværende situation med lav vækst og høj inflation. Den udprægede mangel på økonomiske reformer, manglende infrastrukturinvesteringer, underskud på de eksterne balancer, den fortsat høje inflation og nu også faldende global efterspørgsel og priser på en lang række råvarer, heriblandt de seneste kraftige prisfald på olie og jernmalm, har i den grad tydeliggjort det dilemma, som Dilma Rousseff står overfor. Hun skal have inflationen ned, men det kræver en stram pengepolitik, som til gengæld vil dræne den i forvejen svage økonomiske vækst yderligere og samtidig vanskeliggøre en gennemførelse af de finanspolitiske stramninger og økonomiske reformer, som Brasilien har så hårdt brug for.

Mens Brasilien lider under ikke at have gennemført økonomiske reformer, lider de øvrige lande, som allerede er i fuld gang med at gennemføre reformer, under det pres, som skattereformerne lægger på økonomierne, mens effekten af navnlig de vækstskebnende reformer, som for eksempel energireformen i Mexico, lader vente på sig. Hvad

angår Mexico og energireformen, er de nuværende lave og stadigt faldende olie- og gaspriser bestemt ikke opløftende.

Den globalt set stigende geopolitiske uro, vi har været vidne til i 2014, har bestemt ikke været befordrende for investorernes risikovillighed og dermed deres appetit på latinamerikanske aktier.

På landeniveau var det især valget af aktier og den deraf følgende overvægt i Brasilien, som bidrog positivt til kvartalets relative resultat, men også aktievalget i Peru bidrog positivt til det relative resultat. På den anden side kom de største negative bidrag på landeniveau fra landene Mexico, Panama og Colombia.

På sektorniveau var det især valget af aktier og overvægten i Finans samt valget af aktier i Stabilt forbrug og valget af aktier og overvægten i Telekom-sektoren, som gav de største positive bidrag til det relative afkast. I den modsatte ende kommer de største negative bidrag til det relative afkast i 2014 fra sektorerne Energi, Industri og Materialer, hvilket for Energi og Materialer naturligvis afspejler de kraftigt faldende priser på jernmalm, olie og gas. I Industri var det især det panamanske luftfartselskab, Copa Holding, som i høj grad bidrog negativt til det relative resultat. Selskabet blev hårdt ramt af krisen i Venezuela, hvor selskabet fortsat mangler at få udbetalt omkring 500 millioner dollar, som landets ledelse tilbageholder på grund af landets økonomiske krise.

På selskabsniveau blev Copa Holding således også det selskab, som stod for det største negative bidrag til porteføljens relative afkast, efterfulgt af det mexicanske bryggeri, Cultiba, der i 2014 blev hårdt ramt af introduktionen af de nye sukkerafgifter på sodavand i forbindelse med den mexicanske skattereform. Det største positive bidrag kom fra den brasilianske udbyder af uddannelser, Anhanguera, der i sommerens løb blev overtaget af konkurrenten, Kroton. Også den store overvægt i Cetip, den brasilianske obligationsbørs, bidrog i høj grad positivt til det relative afkast.

Afdelingens formue udgjorde 320.723 tusinde kroner ultimo 2014 mod 460.107 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -139.384 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -99.304 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde -12.809 tusinde kroner. Der foreslås et udbytte på 6,50 kroner pr. bevis.

#### Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, likviditetsrisiko og modpartsrisiko.

Likviditetsrisikoen består primært i, at afdelingen investerer på de latinamerikanske markeder, der hovedsageligt har åbent, efter det danske marked er lukket. Der er derfor en risiko for, at der ved kraftige kursfald, når markederne åbner om eftermiddagen dansk tid, har været en indløsning i løbet af formiddagen dansk tid. Det påvirker også markedsrisikoen i afdelingen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

Afdelingen har placeret en del af formuen i American Depository Receipts (ADRs) og Global Depository Receipts (GDRs), hvilket medfører en ikke uvæsentlig modpartsrisiko.

#### Forventninger til fremtiden

Overordnet set er fremgangen i den amerikanske økonomi og udsigten til en stabiliseret vækst i Kina på omkring 7 procent og forventningen om et moderat opsving i Europa et fornuftigt grundlag til at etablere en bund under de latinamerikanske aktier, men de politiske usikkerheder - det være sig indenlandske som geopolitiske - gør det overordnede billede af 2015 noget sløret.

I Latinamerika vil flere af landene forsat slås med effekterne af de indførte reformer, mens det politiske udspil fra Brasiliens præsident ventes med spænding. Det er svært at sige noget om udfaldet her, da vi ikke kender de politiske hensigter, men som tidligere nævnt er det ikke et helt let dilemma, der skal løses i Brasilien.

Da Saudi-Arabien ikke vil agere såkaldt svingstat og reducere olieproduktionen, er der ikke udsigt til, at stigende olie- og gaspriser vil komme den latinamerikanske region til hjælp.

Selvom der er positive forventninger til udviklingen i den amerikanske økonomi, og de seneste reformer i Kina antages at kunne stabilisere væksten her omkring de 7 procent, er det tvivlsomt, om det i sig selv kan føre til stigende råvarepriser og dermed give en hjælpende hånd til Latinamerika.

Mens vi i det lange perspektiv generelt er positive vis-a-vis den stigende reformaktivitet i Latinamerika, kan det ikke udelukkes, at 2015 bliver et yderst moderat år for de latinamerikanske aktier.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	-6	-9
2 Udbytter	14.708	26.170
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.702</b>	<b>26.161</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	-19.701	-106.057
Valutakonti	-4	-224
Øvrige aktiver/passiver	10	-25
3 Handelsomkostninger	232	44
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-19.927</b>	<b>-106.350</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-5.225</b>	<b>-80.189</b>
4 Administrationsomkostninger	6.534	9.270
Resultat før skat	-11.759	-89.459
5 Skat	1.050	1.123
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-12.809</b>	<b>-90.582</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-404	-4.575
Overført fra sidste år	19	422
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-385</b>	<b>-4.153</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-13.194</b>	<b>-94.735</b>
Foreslag til anvendelse		
8 Til rådighed for udlodning	14.112	30.197
Foreslået udlodning	14.112	30.178
Overført til udlodning næste år	0	19
Overført til formue	-27.306	-124.932
<b>I alt disponeret</b>	<b>-13.194</b>	<b>-94.735</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	5.713	5.834
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>5.743</b>	<b>5.864</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	314.917	453.962
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>314.917</b>	<b>453.962</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	661	540
Andre tilgodehavender	45	47
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	67
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>706</b>	<b>654</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>321.366</b>	<b>460.480</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	320.723	460.107
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	98	210
Mellemværende vedr. handelsafvikling	545	163
<b>I alt anden gæld</b>	<b>643</b>	<b>373</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>321.366</b>	<b>460.480</b>

9 Femårsoversigt

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-6	-9			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-6</b>	<b>-9</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		14.708	26.170			
<b>I alt udbytter</b>		<b>14.708</b>	<b>26.170</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		685	1.137			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-453	-1.093			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>232</b>	<b>44</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	8	8	0	11	11
Revisionshonorar	0	13	13	0	6	6
Markedsføringsomkostninger	2.884	10	2.894	4.175	23	4.198
Gebyrer til depotselskab	599	0	599	745	0	745
Andre omk. i forb. med formueplejen	2.499	0	2.499	3.618	0	3.618
Øvrige omkostninger	0	119	119	28	107	135
Fast administrationshonorar	402	0	402	557	0	557
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.384</b>	<b>150</b>	<b>6.534</b>	<b>9.123</b>	<b>147</b>	<b>9.270</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat				1.050		1.123
<b>I alt skat</b>				<b>1.050</b>		<b>1.123</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,2%		98,7%
Andre aktiver og passiver				1,8%		1,3%

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

Noter

2014 2013

Formue fordelt på sektorer

Finans	34%	26%
Råvarer	15%	18%
Stabile forbrugsgoder	17%	17%
Cykliske forbrugsgoder	7%	7%
Telekommunikation	8%	9%
Andre inklusiv kontanter	19%	23%

Formue fordelt på lande

Brasilien	58%	57%
Mexico	27%	23%
Chile	5%	6%
Panama	3%	4%
Peru	4%	4%
Andre inklusiv kontanter	3%	6%

7 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	279.429	460.107	325.225	720.671
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser		30.178		79.680
Ændring i udbetalt udlod. p.g.a. emission/indløsning		2.907		5.905
Emissioner i året	4.710	7.643	35.217	61.502
Indløsninger i året	67.024	107.121	81.013	157.956
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		174		247
Udlodningsregulering		404		4.575
Overført udlodning fra sidste år		-19		-422
Overført udlodning til næste år		0		19
Foreslået udlodning		14.112		30.178
Overført fra resultatopgørelsen		-27.306		-124.932
<b>Formue ultimo</b>	<b>217.115</b>	<b>320.723</b>	<b>279.429</b>	<b>460.107</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	0	-13
Udlodning overført fra sidste år	19	422
Renter og udbytter	14.734	26.161
Ikke refunderbar skat	-1.050	-1.139
Kursgevinster til udlodning	7.347	18.598
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.104	-5.182
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>19.946</b>	<b>38.847</b>
Administrationsomkostninger	-6.534	-9.270
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	700	620
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>14.112</b>	<b>30.197</b>



Noter

9 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	-12.809	-90.582	95.199	-209.066	280.550
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	320.723	460.107	720.671	886.625	1.238.337
Cirkulerende andele (stk.)	2.171.150	2.794.290	3.252.250	4.312.240	4.593.920
Indre værdi	147,72	164,66	221,59	205,61	269,56
Udlodning (%)	6,50	10,80	24,50	7,75	18,25
Omkostningsprocent	1,70	1,63	1,62	1,62	2,50
Årets afkast (%)	-3,79	-16,65	11,59	-17,67	29,94
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	53.469	90.076	136.736	106.435	400.159
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	172.128	237.204	378.229	231.499	429.399
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	225.597	327.280	514.965	337.934	829.558
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	76.326	12.743	220.815	100.201	473.755
Omsætningshastighed	0,10	0,01	0,14	0,05	0,22
ÅOP	2,14	2,02	2,19	2,11	3,23
Sharpe Ratio	-0,08	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	17,35	-	-	-	-
Tracking Error	3,34	-	-	-	-
Information Ratio	0,08	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-0,32	-17,11	8,32	-16,07	25,67
Sharpe Ratio	-0,10	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	17,48	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 21/12/2006

Risikoklasse: 5

Benchmark: 50% MSCI Frontier Markets inkl. nettoudbytte og 50% MSCI Frontier Markets ex. GCC inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060053734

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder, der skal være hjemme-hørende eller børsnoteret i Latinamerika, Central- eller Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien eksklusiv Japan eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks.

Investeringerne rettes imod virksomheder i de såkaldte nye emerging markets-lande som eksempelvis Kasakhstan og Nigeria. Det er lande, som befinder sig på et tidligt økonomisk stadie, men som forventes at vokse hurtigt. Landene er økonomisk attraktive, men også præget af større usikkerhed og uro end mere modne emerging markets-lande som for eksempel Brasilien.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillæget omfatter 9 markeder.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for alle de nye aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning

indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afdelingens investeringer er rettet mod regioner med generelt høje vækstrater og hvor udviklingen i flere lande/regioner er præget af ustabilitet både politisk og økonomisk. Dette samt selskabsspecifikke forhold udsving i valutakurser eller forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer betyder, at afdelingens afkast kan variere betydeligt over tid. Investor forventes at være private og selskaber med lang tidshorison.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i andet halvår et beskedent afkast på 1,6 procent sammenlignet med 0,5 procent for sammenligningsindekset. Det positive merafkast kunne dog ikke ændre på, at 2014 på mange måder blev et skuffende år for afdelingen. Afdelingen klarede sig svagere end sit benchmark over året som følge af et negativt merafkast i første halvdel af 2014, og afkastet for hele året på 8,9 procent var lavere end afkastet for både globale aktier (MSCI AC World steg 18,4 procent) og emerging markets-aktier (MSCI EM steg 11,2 procent), alt udtrykt i kroneafkast.

Da vi udtrykte vores forventninger til afdelingen ved halvåret, var vi moderat positive, men vores forventninger blev kraftigt undermineret af det markante olieprisfald, der indtrådte i anden halvdel af 2014. Afdelingens benchmark har en landesammensætning, hvor omtrent halvdelen af landene er nettoeksportører af olie. Det store og pludselige olieprisfald fik væsentlige konsekvenser for nogle af disse olieeksporterende lande, heriblandt Nigeria, Kasakhstan og lande i Mellemøsten. Overordnet set dominerede historien omkring olieprisfaldet alle andre begivenheder i frontier-aktivklassen i årets sidste måneder.

Efter næsten tre år med relativt stabile oliepriser over 100 dollar pr. tønde faldt olieprisen med over 50 procent fra 110 dollar, som var gennemsnittet for de første seks måneder af året, til cirka 50 dollar kort før deadline for denne rapport. Alene i fjerde kvartal faldt olieprisen med 39 procent.

Når vi ser tilbage, kan det undre, at kun meget få aktører forudså denne dramatiske korrektion af olieprisen, selvom flere af de underliggende årsager må siges at have eksisteret i en længere periode. Man kan nævne den nye og volumenstærke udvinding af skiferolie i USA, en genoprettelse af produktionen i tidligere krigsramte lande såsom Libyen og Irak, forsøg på at forbedre energi-effektiviteten via øgede investeringer i genanvendelig energi (sol- og vindkraft med mere) og ikke mindst

OPECs nye strategi om at kæmpe for markedsandele frem for som tidligere at forsøge at holde priserne oppe gennem udbudsdisciplin.

De to bedste enkeltbidrag i 2014 kom begge fra pakistanske selskaber, hvor Lucky Cement og Engro Corp steg med henholdsvis 52 procent og 73 procent for året (udtrykt i kroneafkast). Pakistan er netto-importør af olie og fik gavn af den faldende oliepris i perioden, hvilket også var tilfældet for de to pågældende energi-intensive selskaber.

Det største negative bidrag til merafkastet kom fra Afren, en olie- og gasproducent i Nigeria. Selskabet blev ramt af en kombination af faldende oliepriser og mistillid til ledelsen i selskabet, da den administrerende direktør og tre andre underdirektører blev suspenderet og senere fyret i andet halvår. I denne situation blev den negative effekt af olieprisfaldet forstærket, og aktien faldt med over 50 procent alene i fjerde kvartal og med 70 procent for året. Værdien af Afrens underliggende aktiver, som fik os til at holde fast i aktien trods modgangen, er anerkendt af andre aktører. I den sidste uge af 2014 blev Afren således kontaktet af sin nigerianske konkurrent Seplat med henblik på en eventuel overtagelse eller fusion, og aktien reagerede positivt på denne nyhed.

Afdelingens formue udgjorde 1.764.650 tusinde kroner ultimo 2014 mod 1.677.100 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettovækst på 87.550 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -70.997 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 158.547 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

#### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets, likviditetsrisiko og modpartsrisiko.

De lande, der investeres i, er på et tidligt økonomisk stadie og de finansielle markeder er ikke så veludviklet. I flere af disse lande foregår handlen på ikke anerkendte børser. Omkring 42 procent af formue er placeret i aktier, der handles på ikke anerkendte børser. Dette medfører en betydelig likviditetsrisiko. Skulle hele afdelingens formue realiseres viser beregninger, at en væsentlig del af formuen stadigvæk ikke ville være solgt efter tre dage.

Nogle investeringer er foretaget i lande med risiko for enten borgerkrig og anden politisk uro eller naturkatastrofer, hvilket kan få stor indvirkning på aktiernes prisfastsættelse. Derfor er der nogle særlige risici i afdelingen.

Afdelingen har placeret en del af formuen i American Depository Receipts (ADRs) og Global Depository Receipts (GDRs), hvilket medfører en ikke uvæsentlig modpartsrisiko.

#### Forventninger til 2015

Faldet i olieprisen og den umiddelbare kamp om markedsandele påvirker hele verden, og de fulde langsigtede konsekvenser af de lavere oliepriser er på dette stadie endnu ikke kendt. Det ville være urealistisk at antage eller forvente, at frontier-universet vil være upåvirket af de prisbevægelser, som vi har set i løbet af de sidste måneder. Økonomierne i mange udviklingslande er stadig i høj grad afhængige af råvareeksport. På den positive side af oliespekteret finder vi Pakistan, Kenya, Egypten og Sri Lanka – alle olieimporterende lande, som ligger i en vækstbane kendetegnet af økonomisk ekspansion, investeringer til at bygge eller genopbygge manglende infrastruktur, øget finansiel inklusion og et stigende forbrug, som bør få gavn af de lavere oliepriser.

Verden står ikke stille, og de enkelte landes regeringers evne til at håndtere den virkelighed og de problemer, som de står overfor, vil på den lange bane have en større effekt på fremtiden for disse lande og økonomier end udsving i olieprisen. Den lave grad af korrelation med resten af verdens aktier vil bestå i en lang årrække som en af de store gevinster ved frontier-universet som aktivklasse.

Vi forventer, at frontier markets vil blive ved med at levere attraktive afkast til de investorer, der ligesom vi tror på, at lokale og internationale selskaber vil fortsætte med at udforske, udvikle og trække på de vækstmarkeder, som udgør vores frontier-investeringsunivers.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	31	-55
2 Udbytter	118.569	63.605
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>118.600</b>	<b>63.550</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	552	73
Kapitalandele	96.075	234.520
Valutakonti	1.185	-5.383
Øvrige aktiver/passiver	41	-272
3 Handelsomkostninger	11.176	5.087
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>86.677</b>	<b>223.851</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>205.277</b>	<b>287.401</b>
4 Administrationsomkostninger	41.864	32.145
<b>Resultat før skat</b>	<b>163.413</b>	<b>255.256</b>
5 Skat	4.866	4.374
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>158.547</b>	<b>250.882</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	40.737	-497.369
Overført fra sidste år/tab	-694.929	528
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-654.192</b>	<b>-496.841</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-495.645</b>	<b>-245.959</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
8 Til rådighed for udlodning	-371.625	-694.929
Overført til udlodning næste år	-371.625	-694.929
Overført til formue	-124.020	448.970
<b>I alt disponeret</b>	<b>-495.645</b>	<b>-245.959</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	59.085	55.323
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>59.115</b>	<b>55.353</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede konvertible obligationer fra danske udstedere	552	0
6 <b>I alt obligationer</b>	<b>552</b>	<b>0</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.709.099	1.613.471
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.709.099</b>	<b>1.613.471</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter udbytte m.m.	600	310
Andre tilgodehavender	7	21
Mellemværende vedr. handelsafvikling	784	9.320
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.391</b>	<b>9.651</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.770.157</b>	<b>1.678.475</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	1.764.650	1.677.100
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.863	1.350
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.644	25
<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.507</b>	<b>1.375</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.770.157</b>	<b>1.678.475</b>
9 <b>Femårsoversigt</b>		

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-31	-55
Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere		62	0
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>31</b>	<b>-55</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		118.569	63.605
<b>I alt udbytter</b>		<b>118.569</b>	<b>63.605</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		14.308	14.499
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-3.132	-9.412
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>11.176</b>	<b>5.087</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	40	40
Revisionshonorar	0	23	23
Andre honorarer til revisorer	7	0	7
Markedsføringsomkostninger	18.364	51	18.415
Gebyrer til depotselskab	4.794	0	4.794
Andre omk. i forb. med formueplejen	16.528	0	16.528
Øvrige omkostninger	62	160	222
Fast administrationshonorar	1.835	0	1.835
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>41.590</b>	<b>274</b>	<b>41.864</b>
			<b>31.842</b>
			<b>303</b>
			<b>32.145</b>
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat		4.866	4.374
<b>I alt skat</b>		<b>4.866</b>	<b>4.374</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		96,9%	96,2%
Andre aktiver og passiver		3,1%	3,8%

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

Noter

	2014	2013
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Mellemøsten / Afrika	60%	69%
Asien	22%	19%
Østeuropa	4%	7%
Europa	2%	0%
Latinamerika	11%	1%
Andre inklusiv kontanter	1%	4%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	43%	42%
Stabile forbrugsgoder	14%	21%
Energi	11%	10%
Telekommunikation	8%	7%
Råvarer	9%	7%
Andre inklusiv kontanter	15%	12%

7 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.675.014	1.677.100	612.310	509.528
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser		0		32.146
Ændring i udbetalt udlod. p.g.a. emission/indløsning		0		-34.322
Emissioner i året	104.560	110.739	1.101.404	1.012.869
Indløsninger i året	159.449	182.517	38.700	37.414
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		781		7.703
Udlodningsregulering		-40.737		504.571
Overført udlodning fra sidste år		694.929		-528
Overført udlodning til næste år		-371.625		-694.929
Foreslået udlodning		0		0
Overført fra resultatopgørelsen		-124.020		441.768
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.620.125</b>	<b>1.764.650</b>	<b>1.675.014</b>	<b>1.677.100</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	-694.929	-296.937
Udlodning overført fra sidste år	0	528
Renter og udbytter	118.576	63.550
Ikke refunderbar skat	-4.866	-4.374
Kursgevinster til udlodning	168.857	39.673
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	40.737	-497.369
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>-371.625</b>	<b>-694.929</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-371.625</b>	<b>-694.929</b>

Noter

<sup>9</sup> Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	158.547	250.882	132.409	-92.859	123.637
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.764.650	1.677.100	509.528	381.320	624.412
Cirkulerende andele (stk.)	16.201.250	16.750.140	6.123.100	6.025.070	8.056.050
Indre værdi	108,92	100,12	83,21	63,29	77,51
Udlodning (%)	0,00	0,00	5,25	3,25	2,75
Omkostningsprocent	2,30	2,43	2,46	2,41	2,79
Årets afkast (%)	8,78	27,33	37,57	-15,19	28,79
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	858.854	1.301.258	209.724	230.171	300.807
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	844.992	387.295	195.068	335.330	226.634
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.703.846	1.688.553	404.791	565.501	527.441
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.330.885	592.421	272.826	299.227	374.262
Omsætningshastighed	0,37	0,22	0,32	0,31	0,35
ÅOP	3,56	3,41	3,68	3,54	4,09
Sharpe Ratio	1,13	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	12,50	-	-	-	-
Tracking Error (%)	6,58	-	-	-	-
Information Ratio	0,82	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	15,81	19,36	11,45	-20,02	28,88
Sharpe Ratio	0,77	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	11,23	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 01/10/1982

Risikoklasse: 3

Benchmark: 50% Barclays Euro Treasury 1-10 years index hedget til danske kroner og 50% Barclays US Treasury Intermediate index hedget til danske kroner

Fondskode: DK0010032671

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer overalt i verden. Primært i statsgaranterede obligationer, stats- og virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. Der kan investeres op til 10 procent i danske obligationer.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Den gode kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for globale obligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afdelingen investerer i udenlandske obligationer med god kreditværdighed. Det medfører generelt en lavere risiko end at investere i obligationsafdelinger, der investerer i emerging markets lande. Afdelingens afkast kan variere moderat over tiden. Historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i udenlandske obligationer betyder at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. Investorer forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med kort tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i 2014 et afkast på 6,2 procent, hvilket er markant over forventningerne ved årets start, hvor forventningerne gik på et lavt afkast, og det kunne ikke udelukkes, at afkastet blev negativt. Afkastet var over sammenligningsindekset, der gav et afkast på 5,9 procent. Afkastet i afdelingen er dermed tilfredsstillende. Forklaringen på merafkastet skal findes i en række forskellige dispositioner, der er foretaget i løbet af året. Som udgangspunkt har afdelingen været eksponeret til Italien, Irland og Spanien, hvilket har bidraget til merafkastet. Derudover har afdelingen været eksponeret til Frankrig, hvilket ligeledes har bidraget, og den har haft en overvægt i varighed i amerikanske statsobligationer. Det tilfredsstillende er især, at der er mange faktorer, der forklarer merafkastet.

Året 2014 vil blive husket for en mere diversificeret vækst mellem lande og regioner, generelt positive aktiemarkeder, dollarstyrkelse, en frit faldene oliepris, faldende lange obligationsrenter samt den geopolitiske konflikt mellem Vesten og Rusland. Stigende global vækst gennem 2014 resulterede i moderat stigende globale aktier, helt som vi ventede. Til gengæld var faldet i de lange obligationsrenter en overraskelse set i lyset af den stærkere økonomiske vækst. Udviklingen skabte dog den bedste af alle verdener med flotte afkast på både aktier og obligationer.

Den amerikanske vækst satte i stigende grad tempoet op, til trods for at vintervejret i årets første måneder for en stund skjulte det underliggende vækstmomentum. Beskæftigelsesfremgangen var



stærk og bragte arbejdsstyrken tættere på fuld beskæftigelse, alt imens lønvæksten forblev moderat. Det blev ligeledes året, hvor den amerikanske centralbank (Federal Reserve) bragte seks års massive obligationsopkøbsprogrammer til ophør.

Anderledes tilspidset var situationen i eurozonen. Trods en moderat vækst gennem året tog den manglende inflation det altoverskyggende fokus. Den Europæiske Centralbank, måtte ad flere gange lempe pengepolitikken både gennem flere rentenedsættelser, likviditetstil-delinger og mindre opkøbsprogrammer (ABS og covered bonds). Disse tiltag svækkede euroen over for dollaren med hele 12 procent, og de gunstigere eksportforhold var medvirkende til at skabe en Stoxx600-fremgang på 4,4 procent. Forventningerne til et storstilet opkøbsprogram i statsobligationer voksede, som månederne gik, da inflationsforventningerne ikke længere var velforankrede. Væksten i eurozonen var fortsat præget af betydelig divergens og reformtørke i flere centrale lande. En større folkelig skepsis voksede over for det europæiske projekt. Det kom blandt andet til udtryk ved EU-parla-mentsvalget og skabte i slutningen af året bekymringer for Græken-lands fremtid i eurosamarbejdet.

Olieprisen blev stort set halveret i andet halvår. Udviklingen skyldtes primært et overudbud af olie, da amerikanernes olieproduktion var den højeste i 30 år, og flere lande i Mellemøsten/Afrika finansiere- de krige og uroligheder gennem en stigende olieproduktion. OPEC valgte ikke at sænke olieproduktionen, da saudierne frygtede, at det ville reducere deres markedsandele. Den lavere oliepris var med til at sænke den overordnede inflation over det meste af verden, sætte gang i det amerikanske privatforbrug og skabe yderligere økono- miske problemer i råvareeksporterende lande såsom Rusland og Brasilien.

Afdelingens formue udgjorde 1.473.255 tusinde kroner ultimo 2014 mod 570.961 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotil- vækst på 902.294 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 888.263 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 51.004 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

#### **Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelin- ger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

Modpartsrisikoen består primært i anvendelsen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen.

#### **Forventninger til fremtiden**

BankInvest forventer, at porteføljen vil give et lavt afkast i 2015. Udgangspunktet er meget lave obligationsrenter. Renten på tyske og danske statsobligationer vil være negativ frem til henholdsvis 2020 og 2017, og selvom renten på rentetilpasningsobligationer steg lidt hen over efteråret, så er renterne fortsat lavere end ved indgangen til 2014.

Afkastforventningerne er i øvrigt baseret på et rentebillede, hvor renterne forbliver nogenlunde uændrede et godt stykke tid frem. Som beskrevet ovenfor er den største udfordring i eurozonen p.t. den meget lave inflation. De tiltag, der gøres for at rette op på den lave og faldende inflation, tror vi, vil fastholde både korte og lange renter på et lavt niveau også i 2015, og være positive for især de lande, der giver en mer- rente i forhold til tyske statsobligationer.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	21.641	9.991
<b>I alt renter</b>	<b>21.641</b>	<b>9.991</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	117.515	-22.874
Afledte finansielle instrumenter	-77.090	6.624
Valutakonti	-163	-149
Øvrige aktiver/passiver	-50	0
2 Handelsomkostninger	1.082	279
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>39.130</b>	<b>-16.678</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>60.771</b>	<b>-6.687</b>
3 Administrationsomkostninger	9.767	3.452
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>51.004</b>	<b>-10.139</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	859	9.913
Overført fra sidste år	324	547
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>1.183</b>	<b>10.460</b>
<b>Til disposition</b>	<b>52.187</b>	<b>321</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
7 Til rådighed for udlodning	0	28.471
Foreslået udlodning	0	28.147
Overført til udlodning næste år	0	324
Overført til formue	52.187	-28.150
<b>I alt disponeret</b>	<b>52.187</b>	<b>321</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	47.915	33.697
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>47.945</b>	<b>33.727</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	126.623	0
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	1.325.399	418.343
Unoterede obligationer	0	114.097
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>1.452.022</b>	<b>532.440</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Noterede afledte finansielle instrumenter	0	435
Unoterede afledte finansielle instrumenter	303	2.491
4,5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>303</b>	<b>2.926</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter m.m.	9.927	4.524
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.815	1.153
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>12.742</b>	<b>5.677</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.513.012</b>	<b>574.770</b>
<b>Passiver</b>		
6 Medlemmernes formue	1.473.255	570.961
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	28.651	313
4,5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>28.651</b>	<b>313</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.874	3.485
Mellemværende vedr. handelsafvikling	9.232	11
<b>I alt anden gæld</b>	<b>11.106</b>	<b>3.496</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.513.012</b>	<b>574.770</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-61	-15			
Noterede obligationer fra danske udstedere		837	284			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		20.865	9.654			
Unoterede obligationer		0	68			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>21.641</b>	<b>9.991</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		1.742	576			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-660	-297			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>1.082</b>	<b>279</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	22	22	0	7	7
Revisionshonorar	0	17	17	0	7	7
Markedsføringsomkostninger	5.472	27	5.499	2.160	13	2.173
Gebyrer til depotselskab	1.087	0	1.087	279	0	279
Andre omk. i forb. med formueplejen	2.052	0	2.052	540	0	540
Øvrige omkostninger	0	90	90	27	19	46
Fast administrationshonorar	1.000	0	1.000	400	0	400
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>9.611</b>	<b>156</b>	<b>9.767</b>	<b>3.406</b>	<b>46</b>	<b>3.452</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,6%		73,3%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				0,0%		20,0%
Øvrige finansielle instrumenter				-1,9%		0,4%
Andre aktiver og passiver				3,3%		6,3%

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

Noter		2014		2013	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		24%		28%	
Investment grade A-BBB		25%		22%	
Ingen rating		50%		45%	
Andre inklusiv kontanter		1%		5%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		2%		7%	
Varighed 2-5 år		60%		45%	
Varighed > 5 år		38%		48%	
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>					
<b>Aktiv</b>	<b>noteret</b>	<b>2014</b>	<b>noteret</b>	<b>2013</b>	<b>noteret</b>
Valutaterminsforretninger	0	303	0	2.491	
Futures	0	0	435	0	
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>303</b>	<b>435</b>	<b>2.491</b>	
<b>Passiv</b>					
Valutaterminsforretninger	0	28.651	0	313	
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>28.651</b>	<b>0</b>	<b>313</b>	
<b>6 Medlemmernes formue</b>					
	<b>Cirk. beviser</b>	<b>2014</b>	<b>Cirk. beviser</b>	<b>2013</b>	<b>Formue-værdi</b>
Formue primo	511.770	570.961	336.994	398.705	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser		28.147		13.480	
Ændring i udbetalt udlod. p.g.a. emission/indløsning		-8.826		884	
Emissioner i året	794.524	887.578	253.956	285.014	
Indløsninger i året	0	0	79.180	90.577	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		685		554	
Udlodningsregulering		-859		-9.913	
Overført udlodning fra sidste år		-324		-547	
Overført udlodning til næste år		0		324	
Foreslået udlodning		0		28.147	
Overført fra resultatopgørelsen		52.187		-28.150	
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.306.294</b>	<b>1.473.255</b>	<b>511.770</b>	<b>570.961</b>	
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>					
Udlodning overført fra sidste år			324	547	
Renter			21.702	9.991	
Kursgevinster til udlodning			-21.727	11.472	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			1.463	12.199	
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>1.762</b>	<b>34.209</b>	
Administrationsomkostninger			-1.158	-3.452	
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-604	-2.286	
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>0</b>	<b>28.471</b>	

Noter

8 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	51.004	-10.139	22.115	34.009	36.115
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.473.255	570.961	398.705	451.747	523.708
Cirkulerende andele (stk.)	13.062.940	5.117.700	3.369.940	3.920.050	4.610.810
Indre værdi	112,78	111,57	114,82	115,24	113,58
Udlodning (%)	0,00	5,50	4,00	3,00	6,75
Omkostningsprocent	1,01	0,98	0,96	0,95	1,04
Årets afkast (%)	6,20	-2,46	5,39	7,96	4,34
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.558.623	458.549	220.233	319.666	643.425
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	754.841	281.685	280.893	434.246	834.876
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	2.313.465	740.234	501.125	753.912	1.478.301
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.436.494	358.090	412.891	637.857	1.058.688
Omsætningshastighed	0,74	0,51	0,49	0,68	0,79
ÅOP	1,30	1,24	1,26	1,26	1,38
Sharpe Ratio	1,00	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,55	-	-	-	-
Tracking Error (%)	3,12	-	-	-	-
Information Ratio	-0,69	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	5,87	-0,72	3,78	6,81	17,63
Sharpe Ratio	1,26	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	4,55	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 27/11/2014

Risikoklasse: 6

Benchmark: Russel 2000 Index

Fondskode: DK0010032671

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S / Pyramis Global Advisors

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer primært i aktier i mindre virksomheder, såkaldte small cap-virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret i USA eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Afkastet af aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tiden, og det pointeres, at historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Der kan således ske store udsving i netto-værdien af foreningsandelene bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer). Ydermere indebærer investering i udlandet en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer. De typiske investorer i afdelingen forventes at være private som investerer for pensions eller frie midler samt selskaber.

Afdelingen henvender sig primært til investorer med en lang investeringshorisont.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for amerikanske small cap-virksomheder. Det kaldes også for afdelingens sammenligningsindeks.

Som investor får du en løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinster og reguleres af lovgivningen. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af et eventuelt udbytte.

Afkastet af aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tiden, og det pointeres, at historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Der kan således ske store udsving i netto-værdien af foreningsandelene bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer). Ydermere indebærer investering i udlandet en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6.

### Afkast og formueudvikling

USA Small Cap Aktier blev lanceret som ny afdeling d. 26. november 2014 og har således kun eksisteret i lidt over en måned. I denne korte levetid har afkastet været på 5,0 procent mod sammenligningsindekset på 4,9 procent. Heraf kom 3,5 procent fra en stærkere dollar. Den pæne aktiekursstigning skal dog også ses i lyset af den overraskende høje BNP-vækst på 5,0 procent i tredje kvartal i USA og udmeldingen fra centralbanken om, at den ikke har travlt med at hæve renterne. Trods disse forhold faldt markedets forventninger til small cap-virksomhedernes fremtidige indtjeningssevne i kvartalet et par procent i tråd med udviklingen for S&P500. Indtjeningsfaldet kan alene tilskrives faldet i olieprisen, som har ramt energisektoren meget hårdt.

Afdelingen blev lanceret for at give kunderne mulighed for at investere i et aktieprodukt, der udelukkende investerer i small cap-aktier, det vil sige virksomheder med en markedsværdi på under 4 milliarder dollar. Denne gruppe af aktier har over tid vist sig at give et bedre afkast end de afdelinger, som overvejende investerer i store virksomheder. Til gengæld skal man forvente, at kursudsvingene på sådanne small cap-aktieafdelinger også er betydeligt højere end de globale afdelinger og large cap-afdelingerne. Man skal derfor vente kursudsving, som man også ser det i emerging markets.

Afdelingens formue udgjorde 173.393 tusinde kroner ultimo 2014. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 165.953 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 7.440 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

**Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici**

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko og selskabsspecifikke forhold.

**Forventninger til 2015**

Markedet har i stigende udstrækning tillid til det amerikanske opsving takket være en villighed til at betale mere for en fremtidig kronens indtjening, end man gjorde for et og to år siden. Der er da også meget, der tyder på, at USA fortsætter med at levere god økonomisk vækst, om end det bratte fald i olieprisen har modsat rettede væksteffekter, og derfor skaber noget usikkerhed. På den ene side falder energiudgifterne kraftigt, hvilket giver mere plads til forbrug, som udgør drivkraften i amerikansk økonomi. På den anden side har der været argumenteret for et betydeligt løft i den økonomiske vækst fra udvinding og produktion af skifergas. Den lavere oliepris fører til lavere gaspriser, hvilket betyder, at omkring halvdelen af skiferfelterne ikke længere er rentable. En kraftig opbremsning i investeringer og produktion kan derved risikere at ramme væksten i USA på længere sigt. Dog er vi af den opfattelse, at det er nettopositivt for amerikansk økonomi med lavere energipriser.

Samlet for 2015 venter vi, at afdelingen leverer et afkast på 5 til 10 procent svarende nogenlunde til den forventede vækst i virksomhedernes indtjening.

Resultatopgørelse		Balance pr. 31. december	
	2014*) (t.kr.)		2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		<b>Aktiver</b>	
1 Renteindtægter	-3	Likvide midler	
2 Udbytter	140	Indestående i depotselskab	4.316
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>137</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	10
		<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>4.326</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		<b>Kapitalandele</b>	
Kapitalandele	7.305	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	172.026
Valutakonti	405	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>172.026</b>
Øvrige aktiver/passiver	-5		
3 Handelsomkostninger	12	<b>Andre aktiver</b>	
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>7.693</b>	Tilgodehavende renter udbytte m.m.	75
		Andre tilgodehavender	61
<b>I alt indtægter</b>	<b>7.830</b>	Mellemværende vedr. handelafvikl.	57
4 Administrationsomkostninger	356	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>193</b>
Resultat før skat	7.474	<b>Aktiver i alt</b>	<b>176.545</b>
5 Skat	34		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>7.440</b>	<b>Passiver</b>	
		7 Medlemmernes formue	173.393
<b>Resultatdisponering og udlodning- sopgørelse</b>		<b>Anden gæld</b>	
Formuebevægelser		Skyldige omkostninger	127
Udlodningsregulering	-2	Mellemværende vedr. handelsafvikl..	3.025
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-2</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.152</b>
<b>Til disposition</b>	<b>7.438</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>176.545</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		<b>9 Femårsoversigt</b>	
8 Til rådighed for udlodning	0		
Overført til formue	7.438		
<b>I alt disponeret</b>	<b>7.438</b>		

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014



Noter		2014*	
		(t.kr.)	
1	<b>Renteindtægter</b>		
	Indestående i pengeinstitutter		-3
	<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-3</b>
2	<b>Udbytter</b>		
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber		140
	<b>I alt udbytter</b>		<b>140</b>
3	<b>Handelsomkostninger</b>		
	Bruttohandelsomkostninger		110
	Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-98
	<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>12</b>
4	<b>Administrationsomkostninger</b>		<b>2014</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
	Honorar til bestyrelse m.v.	0	1
	Revisionshonorar	0	11
	Markedsføringsomkostninger	132	0
	Gebyrer til depotselskab	36	0
	Andre omk. i forb. med formueplejen	158	0
	Fast administrationshonorar	18	0
	<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>344</b>	<b>12</b>
5	<b>Skat</b>		
	Ikke refunderbar skat		34
	<b>I alt skat</b>		<b>34</b>

Noter

	2014
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>	
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,2%
Øvrige finansielle instrumenter	0,8%
<p>Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>	
<b>Formue fordelt på sektorer</b>	
Finans	23%
IT	20%
Industri	15%
Cykliske forbrugsgoder	14%
Health Care	12%
Andre inklusiv kontanter	16%
<b>Formue fordelt på landefordeling</b>	
USA	94%
Danmark	2%
Canada	2%
Israel	1%
Storbritannien	1%
Andre inklusiv kontanter	0%
<b>7 Medlemmernes formue</b>	<b>2014</b>
	<b>Cirk. Formue-</b>
	<b>beviser værdi</b>
Emissioner i året	165.254 165.307
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag	646
Udlodningsregulering	2
Overført fra resultatopgørelsen	7.438
<b>Formue ultimo</b>	<b>165.254 173.393</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>	
Renter og udbytter	140
Ikke refunderbar skat	-34
Kursgevinster til udlodning	41
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	4
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>151</b>
Administrationsomkostninger	-145
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-6
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>0</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2014*)
Årets nettoresultat (t.kr.)	7.440
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	173.393
Cirkulerende andele (stk.)	1.652.540
Indre værdi	104,93
Omkostningsprocent	2,17
Årets afkast (%)	4,95
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	175.955
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	11.123
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	187.078
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	20.955
Omsætningshastighed	0,06
ÅOP	2,62
Sharpe Ratio	-
Standardafvigelse (%)	-
Tracking Error (%)	-
Information Ratio	-
Benchmark:	
Afkast (%)	4,86
Sharpe Ratio	-
Standardafvigelse (%)	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 26/05/2003

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporates Index hedget til DKK

Fondskode: DK0010296813

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt primært i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. Globalt betyder, at der både kan investeres i de udviklede markeder som for eksempel Europa og USA samt de mindre udviklede markeder som for eksempel Latinamerika og Asien. Strategien indeholder ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Virksomhedsobligationer giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har forøget risiko for tab.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. Obligationerne i denne afdeling skal have en god karakter på BBB- eller derover. En mindre del kan dog have en karakter, der ikke overholder dette krav.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for globale virksomhedsobligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast kan muligvis blive udbetalt som udbytte. Størrelsen afhænger blandt andet af renter og kursgevinster. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af udbyttet.

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer. Afdelingens risiko vil typisk være lavere end en global aktieafdeling. Afdelingens afkast kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i virksomhedsobligationer betyder, at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med middel tidshorizont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,9 procent, mens benchmarket leverede 8,1 procent. Afdelingens lavere afkast skyldtes forventninger primo året om stigende tyske statsobligationsrenter, faldende kreditpræmier og et afkast på cirka 2 procent i 2015. Vi vurderede, at sandsynligheden for japanske rentetilstande var lille i 2014, og afdelingen havde derfor færre meget lange (30-årige) obligationer end universet.

I forbindelse med halvårsregnskabet blev 2014-forventningerne hævet til cirka 5,5 procent, hvoraf de 4,3 procentpoint allerede var leveret i første halvår. Vores forventninger blev igen i andet halvår overtruffet af markedet, da de tyske statsrenter lukkede året på niveau med de japanske.

I løbet af 2014 faldt universets effektive rente fra 2,1 til 1,1 procent. Kreditpræmien faldt fra 1,2 til 1 procent, og universet leverede et merafkast til tyske statsobligationer på 2,4 procentpoint (forventet 2,5 procent). Den implicite tyske statsobligationsrente faldt fra 0,9 til 0,1 procent.

Første kvartal blev drevet af generelt svage økonomiske nøgletal og geopolitisk uro omkring Ukraine. Den Europæiske Centralbank styrkede retorikken omkring euroens betydning for inflationen. Fra kreditsiden var der positive nyheder til Irland og Spanien, der fik de-

res kreditvurderinger opjusteret. Universets effektive rente lukkede kvartalet i 1,8 procent.

Den Europæiske Centralbank annoncerede i andet kvartal, at ultra-rationelle værktøjer ville blive brugt, hvis de økonomiske prognoser vedblev med at være dårlige. Fra maj blev bankerne (herunder også afdelingen) pålagt negativ indlånsrente. Universets effektive rente lukkede i 1,5 procent. Ruslands-sanktionerne blev strammet fra begge sider.

Universets effektive rente faldt i tredje kvartal til lige under 1,3 procent. Meget svage økonomiske nøgletal fra Europa og en større risiko for et "Japan style deflation"-scenario fik Den Europæiske Centralbank til at annoncere et opkøbsprogram for ABS- (Asset Backed Securities) og realkreditobligationer. Hensigten var at ansøre lånevækst og ikke mindst svække euroen. Afdelingens rentefølsomhed blev hævet, og beholdningen af (livs-)forsikringsobligationer blev reduceret.

Tiltagende signaler fra Den Europæiske Centralbank om statsobligationsopkøb (QE) i starten af 2015, aggressiv QE fra Japan og et markant fald (42 procent) i olieprisen, der gav større skvulp på high yield og emerging markets, var hovedoverskrifterne i fjerde kvartal. USA leverede på ny gode økonomiske data, og den europæiske stresset af banksektoren blev en "non-event". Den nye EU-Kommission fremlagde forslag om en ny investeringspulje på 315 milliarder euro (fra 2015 til 2017), men Kommissionen kunne kun skaffe 21 milliarder euro af finansieringen. Planen blev hurtigt fundet utilstrækkelig. Finland, Frankrig, Italien og Rusland fik deres kreditvurderinger nedjusteret.

Markedet oplevede flere gange i 2014, at selv meget likvide obligationer ikke kunne afhændes til de indikerede skærmpriiser (investorbankernes kursindikationer, der benyttes til at opgøre afdelingens indre værdi). Manglende likviditet er blevet et nyt fænomen, som vi også forventer at opleve i 2015. Afdelingens indløsningsfradrag kan forventes hævet i disse perioder.

Afdelingens formue udgjorde 5.961.785 tusinde kroner ultimo 2014 mod 5.923.667 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 38.118 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -64.398 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 393.404 tusinde kroner. Der foreslås et udbytte på 4,70 kroner pr. bevis.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

Modpartsrisikoen består primært i anvendelsen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen.

#### Forventninger til afkast for 2015

Virksomhederne har det generelt godt. Vi forventer, at den største katalysator for 2015 vil blive Den Europæiske Centralbanks ageren. Vi forventer, at renterne vil forblive lave igennem en længere periode.

Konsekvensen af det meget lave renteniveau er blot, at selv små rentestigninger (lidt over et kvart procentpoint) kan sende afkastet i negativt territorie. For 2015 forventer vi et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1 procent.

Med valg i otte EU-lande, hvor EU-skeptikerne forventes at få fremgang, og en ekstrem fokus på tolkning af udmeldinger fra Den Europæiske Centralbank forventer vi, at afkastet vil blive volatilt i hele 2015.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	192.964	225.251
<b>I alt renter</b>	<b>192.964</b>	<b>225.251</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	272.970	-12.275
Afledte finansielle instrumenter	-3.416	-5.665
Valutakonti	-481	-632
Øvrige aktiver/passiver	-1	0
2 Handelsomkostninger	5.298	2.703
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>263.774</b>	<b>-21.275</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>456.738</b>	<b>203.976</b>
3 Administrationsomkostninger	63.334	63.224
Resultat før skat	393.404	140.752
4 Skat	0	-96
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>393.404</b>	<b>140.848</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-1.801	-1.515
Overført fra sidste år	2.273	4.055
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>472</b>	<b>2.540</b>
<b>Til disposition</b>	<b>393.876</b>	<b>143.388</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
8 Til rådighed for udlodning	327.450	301.031
Foreslået udlodning	323.297	298.758
Overført til udlodning næste år	4.153	2.273
Overført til formue	66.426	-157.643
<b>I alt disponeret</b>	<b>393.876</b>	<b>143.388</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	62.390	265.841
Indestående i andre pengeinstitutter	30	25
5 <b>I alt likvide midler</b>	<b>62.420</b>	<b>265.866</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	404.691	381.171
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.340.189	5.139.532
Unoterede obligationer	58.228	28.835
5 <b>I alt obligationer</b>	<b>5.803.108</b>	<b>5.549.538</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	2.536	1.701
5,6 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>2.536</b>	<b>1.701</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter m.m.	94.481	111.604
Andre tilgodehavender	366	367
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>94.847</b>	<b>111.971</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.962.911</b>	<b>5.929.076</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	5.961.785	5.923.667
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Noterede afledte finansielle instrumenter	0	970
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	2.895
5,6 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>3.865</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.126	1.544
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.126</b>	<b>1.544</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.962.911</b>	<b>5.929.076</b>

9 Femårsoversigt

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-232	-295
Noterede obligationer fra danske udstedere		10.992	10.462
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		181.396	213.967
Unoterede obligationer		796	144
Andre aktiver		12	973
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>192.964</b>	<b>225.251</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		6.635	3.715
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.337	-1.012
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>5.298</b>	<b>2.703</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	129	129
Revisionshonorar	0	51	51
Markedsføringsomkostninger	41.519	159	41.678
Gebyrer til depotselskab	3.446	0	3.446
Andre omk. i forb. med formueplejen	11.862	0	11.862
Øvrige omkostninger	10	230	240
Fast administrationshonorar	5.928	0	5.928
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>62.765</b>	<b>569</b>	<b>63.334</b>
	<b>62.584</b>	<b>640</b>	<b>63.224</b>
<b>4 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat		0	-96
<b>I alt skat</b>		<b>0</b>	<b>-96</b>
<b>5 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		96,4%	93,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		1,0%	0,5%
Andre aktiver og passiver		2,6%	6,3%

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

Noter		2014		2013	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		6%		4%	
Investment grade A-BBB		91%		91%	
Non Investment grade BB-CCC		2%		1%	
Andre inklusiv kontanter		1%		4%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		16%		27%	
Varighed 2-5 år		40%		43%	
Varighed > 5 år		44%		30%	
<b>6 Afledte finansielle instrumenter</b>					
<b>Aktiv</b>	<b>noteret</b>	<b>2014</b>	<b>noteret</b>	<b>2013</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminforretninger	0	2.536	0	1.701	
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>2.536</b>	<b>0</b>	<b>1.701</b>	
<b>Passiv</b>					
Valutaterminforretninger	0	0	0	2.895	
Futures	0	0	970	0	
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>970</b>	<b>2.895</b>	
<b>7 Medlemmernes formue</b>					
	<b>Cirk.</b>	<b>2014</b>	<b>Cirk.</b>	<b>2013</b>	
	<b>beviser</b>	<b>Formue-</b>	<b>beviser</b>	<b>Formue-</b>	
		<b>værdi</b>		<b>værdi</b>	
Formue primo	6.947.872	5.923.667	7.242.758	6.258.220	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		298.758		235.390	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		7.870		18.129	
Emissioner i året	710.895	598.933	561.198	474.259	
Indløsninger i året	780.106	665.129	856.084	736.643	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.798		4.244	
Udlodningsregulering		1.801		1.515	
Overført udlodning fra sidste år		-2.273		-4.055	
Overført udlodning til næste år		4.153		2.273	
Foreslået udlodning		323.297		298.758	
Overført fra resultatopgørelsen		66.426		-157.643	
<b>Formue ultimo</b>	<b>6.878.661</b>	<b>5.961.785</b>	<b>6.947.872</b>	<b>5.923.667</b>	



Noter

	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>		
Udlodning overført fra sidste år	2.273	4.055
Renter	192.732	225.251
Kursgevinster til udlodning	197.580	136.464
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-2.278	-1.927
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>390.307</b>	<b>363.843</b>
Administrationsomkostninger	-63.334	-63.224
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	477	412
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>327.450</b>	<b>301.031</b>

<b>9 Femårsoversigt</b>	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	393.404	140.848	639.113	129.672	462.778
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	5.961.785	5.923.667	6.258.220	4.660.206	5.096.792
Cirkulerende andele (stk.)	68.786.610	69.478.720	72.427.580	57.870.800	61.880.180
Indre værdi	86,67	85,26	86,40	80,53	82,37
Udlodning (%)	4,70	4,30	3,25	4,00	4,00
Omkostningsprocent	1,07	1,06	1,08	1,06	1,10
Årets afkast (%)	6,94	2,48	12,65	2,72	9,82
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	4.608.120	2.621.616	2.935.184	1.217.077	2.307.205
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	4.620.948	2.976.510	1.595.109	1.811.830	2.445.920
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	9.229.068	5.598.126	4.530.293	3.028.907	4.753.125
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	7.369.002	4.073.396	2.465.348	2.177.802	3.764.233
Omsætningshastighed	0,62	0,34	0,22	0,22	0,38
ÅOP	1,40	1,34	1,40	1,42	1,47
Sharpe Ratio	1,72	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,52	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,14	-	-	-	-
Information Ratio	0,80	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	8,07	2,13	12,70	1,90	4,98
Sharpe Ratio	1,54	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,35	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: 16/01/2006

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060019636

Porteføljeraådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt primært i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. Globalt betyder, at der både kan investeres i de udviklede markeder som for eksempel Europa og USA samt de mindre udviklede markeder som for eksempel Latinamerika og Asien. Strategien indeholder ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Virksomhedsobligationer giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har forøget risiko for tab.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. Obligationerne i denne afdeling skal have en god karakter på BBB- eller derover. En mindre del kan dog have en karakter, der ikke overholder dette krav.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for globale virksomhedsobligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. Afdelingen betaler ikke udbytte, men akkumulerer i stedet værdistigninger i afdelingen og dermed i kursen på investeringsbeviserne. Afdelingen er målrettet pensionsopsparing eller midler under virksomhedsordningen.

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer. Afdelingens risiko vil typisk være lavere end en global aktieafdeling. Afdelingens afkast kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i virksomhedsobligationer betyder, at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. Investor forventes at have med middel tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,9 procent, mens benchmarket leverede 8,1 procent. Afdelingens lavere afkast skyldtes forventninger primo året om stigende tyske statsobligationsrenter, faldende kreditpræmier og et afkast på cirka 2 procent i 2015. Vi vurderede, at sandsynligheden for japanske rentetilstande var lille i 2014, og afdelingen havde derfor færre meget lange (30-årige) obligationer end universet.

I forbindelse med halvårsregnskabet blev 2014-forventningerne hævet til cirka 5,5 procent, hvoraf de 4,3 procentpoint allerede var leveret i første halvår. Vores forventninger blev igen i andet halvår overtruffet af markedet, da de tyske statsrenter lukkede året på niveau med de japanske.

I løbet af 2014 faldt universets effektive rente fra 2,1 til 1,1 procent. Kreditpræmien faldt fra 1,2 til 1 procent, og universet leverede et merafkast til tyske statsobligationer på 2,4 procentpoint (forventet 2,5 procent). Den implicite tyske statsobligationsrente faldt fra 0,9 til 0,1 procent.

Første kvartal blev drevet af generelt svage økonomiske nøgletal og geopolitisk uro omkring Ukraine. Den Europæiske Centralbank styrkede retorikken omkring euroens betydning for inflationen. Fra kreditsiden var der positive nyheder til Irland og Spanien, der fik deres kreditvurderinger opjusteret. Universets effektive rente lukkede

kvartalet i 1,8 procent.

Den Europæiske Centralbank annoncerede i andet kvartal, at ultra-rationelle værktøjer ville blive brugt, hvis de økonomiske prognoser vedblev med at være dårlige. Fra maj blev bankerne (herunder også afdelingen) pålagt negativ indlånsrente. Universets effektive rente lukkede i 1,5 procent. Ruslands-sanktionerne blev strammet fra begge sider.

Universets effektive rente faldt i tredje kvartal til lige under 1,3 procent. Meget svage økonomiske nøgletal fra Europa og en større risiko for et "Japan style deflation"-scenario fik Den Europæiske Centralbank til at annoncere et opkøbsprogram for ABS- (Asset Backed Securities) og realkreditobligationer. Hensigten var at anspore lånevækst og ikke mindst svække euroen. Afdelingens rentefølsomhed blev hævet, og beholdningen af (livs-)forsikringsobligationer blev reduceret.

Tiltagende signaler fra Den Europæiske Centralbank om statsobligationsopkøb (QE) i starten af 2015, aggressiv QE fra Japan og et markant fald (42 procent) i olieprisen, der gav større skvulp på high yield og emerging markets, var hovedoverskrifterne i fjerde kvartal. USA leverede på ny gode økonomiske data, og den europæiske stresset af banksektoren blev en "non-event". Den nye EU-Kommission fremlagde forslag om en ny investeringspulje på 315 milliarder euro (fra 2015 til 2017), men Kommissionen kunne kun skaffe 21 milliarder euro af finansieringen. Planen blev hurtigt fundet utilstrækkelig. Finland, Frankrig, Italien og Rusland fik deres kreditvurderinger nedjusteret.

Markedet oplevede flere gange i 2014, at selv meget likvide obligationer ikke kunne afhændes til de indikerede skærmpriiser (investorbankernes kursindikationer, der benyttes til at opgøre afdelingens indre værdi). Manglende likviditet er blevet et nyt fænomen, som vi også forventer at opleve i 2015. Afdelingens indløsningsfradrag kan forventes hævet i disse perioder.

Afdelingens formue udgjorde 750.004 tusinde kroner ultimo 2014 mod 820.096 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -70.092 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -124.363 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 54.271 tusinde kroner.

#### Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

Modpartsrisikoen består primært i anvendelsen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen.

#### Forventninger til afkast for 2015

Virksomhederne har det generelt godt. Vi forventer, at den største katalysator for 2015 vil blive Den Europæiske Centralbanks ageren. Vi forventer, at renterne vil forblive lave igennem en længere periode.

Konsekvensen af det meget lave renteniveau er blot, at selv små rentestigninger (lidt over et kvart procentpoint) kan sende afkastet i negativt territorie. For 2015 forventer vi et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1 procent.

Med valg i otte EU-lande, hvor EU-skeptikerne forventes at få fremgang, og en ekstrem fokus på tolkning af udmeldinger fra Den Europæiske Centralbank forventer vi, at afkastet vil blive volatilt i hele 2015.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	26.666	30.671
<b>I alt renter</b>	<b>26.666</b>	<b>30.671</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	37.250	413
Afledte finansielle instrumenter	-210	-719
Valutakonti	-27	-231
2 Handelsomkostninger	778	425
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>36.235</b>	<b>-962</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>62.901</b>	<b>29.709</b>
3 Administrationsomkostninger	8.630	8.726
<b>Resultat før skat</b>	<b>54.271</b>	<b>20.983</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>54.271</b>	<b>20.983</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
Overført til formue	54.271	20.983
<b>I alt disponeret</b>	<b>54.271</b>	<b>20.983</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
Likvide midler		
Indestående i depotselskab	6.017	28.679
Indestående i andre pengeinstitutter	30	27
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>6.047</b>	<b>28.706</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	57.864	51.373
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	656.568	721.322
Unoterede obligationer	17.482	4.553
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>731.914</b>	<b>777.248</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	361	147
4.5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>361</b>	<b>147</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter m.m.	11.785	15.421
Andre tilgodehavender	46	54
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>11.831</b>	<b>15.475</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>750.153</b>	<b>821.576</b>
<b>Passiver</b>		
6 Medlemmernes formue	750.004	820.096
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Noterede afledte finansielle instrumenter	0	145
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	398
4.5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>543</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	149	45
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	892
<b>I alt anden gæld</b>	<b>149</b>	<b>937</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>750.153</b>	<b>821.576</b>

7 Femårsoversigt

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-18	-78
Noterede obligationer fra danske udstedere		1.586	1.340
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		24.962	29.283
Unoterede obligationer		134	23
Andre aktiver		2	103
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>26.666</b>	<b>30.671</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		930	582
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-152	-157
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>778</b>	<b>425</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	18	18
Revisionshonorar	0	16	16
Markedsføringsomkostninger	5.673	22	5.695
Gebyrer til depotselskab	402	0	402
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.621	0	1.621
Øvrige omkostninger	0	70	70
Fast administrationshonorar	808	0	808
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>8.504</b>	<b>126</b>	<b>8.630</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		8.635	91
		8.726	8.726
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		95,3%	94,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		2,3%	0,6%
Andre aktiver og passiver		2,4%	5,3%

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

Noter		2014		2013	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		6%		4%	
Investment grade A-BBB		91%		92%	
Non Investment grade BB-CCC		2%		1%	
Andre inklusiv kontanter		1%		3%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		14%		28%	
Varighed 2-5 år		43%		41%	
Varighed > 5 år		43%		31%	
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>					
<b>Aktiv</b>	<b>noteret</b>	<b>2014</b>	<b>noteret</b>	<b>2013</b>	<b>noteret</b>
Valutaterminsforretninger	0	361	0	147	
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>361</b>	<b>0</b>	<b>147</b>	
<b>Passiv</b>					
Futures	0	0	0	398	
Valutaterminsforretninger	0	0	145	0	
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>145</b>	<b>398</b>	
<b>6 Medlemmernes formue</b>					
	<b>Cirk.</b>	<b>2014</b>	<b>Cirk.</b>	<b>2013</b>	
	<b>beviser</b>	<b>Formue-</b>	<b>beviser</b>	<b>Formue-</b>	
		<b>værdi</b>		<b>værdi</b>	
Formue primo	641.602	820.096	626.755	780.476	
Emissioner i året	14.911	19.542	87.387	109.383	
Indløsninger i året	107.877	144.229	72.540	91.417	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		324		671	
Overført fra resultatopgørelsen		54.271		20.983	
<b>Formue ultimo</b>	<b>548.636</b>	<b>750.004</b>	<b>641.602</b>	<b>820.096</b>	

Noter

7 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	54.271	20.983	74.643	11.101	24.574
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	750.004	820.096	780.476	447.846	468.533
Cirkulerende andele (stk.)	5.486.360	6.416.020	6.267.550	4.052.050	4.345.850
Indre værdi	136,70	127,82	124,53	110,52	107,81
Omkostningsprocent	1,07	1,08	1,10	1,08	1,14
Årets afkast (%)	6,94	2,65	12,68	2,51	9,03
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	596.789	446.421	482.907	219.443	278.205
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	678.451	400.698	197.221	248.389	145.516
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.275.240	847.118	680.128	467.832	423.721
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.067.459	619.044	292.421	142.535	251.428
Omsætningshastighed	0,66	0,38	0,22	0,14	0,36
ÅOP	1,40	1,36	1,42	1,43	1,52
Sharpe Ratio	1,71	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,46	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,99	-	-	-	-
Information Ratio	0,77	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	8,07	2,13	12,70	1,90	4,98
Sharpe Ratio	1,54	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,35	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 28/07/2010

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060003044

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt primært i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. Globalt betyder, at der både kan investeres i de udviklede markeder som for eksempel Europa og USA samt de mindre udviklede markeder som for eksempel Latinamerika og Asien. Strategien indeholder ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Virksomhedsobligationer giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har forøget risiko for tab.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. Obligationerne i denne afdeling skal have en god karakter på BBB- eller derover. En mindre del kan dog have en karakter, der ikke overholder dette krav.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Afdelingen søger at overholde de 10 etiske principper i FN Global Compact. For eksempel overholdelse af menneskerettighederne og afskaffelse af børnearbejde. Det sker ved hjælp af særlige etiske analyser af virksomhederne, som betyder at nogle virksomheder fravælges. Afdelingen fravælger endvidere selskaber, som har mere end 10 procent af deres omsætning inden for tobak, alkohol, spil samt våben eller mere end 3 procent fra pornografi. Læs mere om etik og socialt ansvarlige investeringer (SRI) i ledelsesberetningen i årsrapporten under afsnittet samfundsansvar eller på [www.bankinvest.dk/dk/etik](http://www.bankinvest.dk/dk/etik).

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for globale virksomhedsobligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer. Afdelingens risiko vil typisk være lavere end en global aktieafdeling. Afdelingens afkast kan variere moderat over tiden. Historiske afkast kan ikke anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Investering i virksomhedsobligationer betyder, at afdelingen har en eksponering til valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner og dermed påvirke afdelingens afkast. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med middel tidshorison.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2014 et afkast på 6,8 procent, mens benchmarket leverede 8,1 procent. Afdelingens lavere afkast skyldtes forventninger primo året om stigende tyske statsobligationsrenter, faldende kreditpræmier og et afkast på cirka 2 procent i 2015. Vi vurderede, at sandsynligheden for japanske rentetilstande var lille i 2014, og afdelingen havde derfor færre meget lange (30-årige) obligationer end universet.

I forbindelse med halvårsregnskabet blev 2014-forventningerne hævet til cirka 5,5 procent, hvoraf de 4,3 procentpoint allerede var leveret i første halvår. Vores forventninger blev igen i andet halvår overtrumfet af markedet, da de tyske statsrenter lukkede året på



niveau med de japanske.

I løbet af 2014 faldt universets effektive rente fra 2,1 til 1,1 procent. Kreditpræmien faldt fra 1,2 til 1 procent, og universet leverede et merafkast til tyske statsobligationer på 2,4 procentpoint (forventet 2,5 procent). Den implicitte tyske statsobligationsrente faldt fra 0,9 til 0,1 procent.

Første kvartal blev drevet af generelt svage økonomiske nøgletal og geopolitisk uro omkring Ukraine. Den Europæiske Centralbank styrkede retorikken omkring euroens betydning for inflationen. Fra kreditsiden var der positive nyheder til Irland og Spanien, der fik deres kreditvurderinger opjusteret. Universets effektive rente lukkede kvartalet i 1,8 procent.

Den Europæiske Centralbank annoncerede i andet kvartal, at ultraditionelle værktøjer ville blive brugt, hvis de økonomiske prognoser vedblev med at være dårlige. Fra maj blev bankerne (herunder også afdelingen) pålagt negativ indlånsrente. Universets effektive rente lukkede i 1,5 procent. Ruslands-sanktionerne blev strammet fra begge sider.

Universets effektive rente faldt i tredje kvartal til lige under 1,3 procent. Meget svage økonomiske nøgletal fra Europa og en større risiko for et "Japan style deflation"-scenario fik Den Europæiske Centralbank til at annoncere et opkøbsprogram for ABS- (Asset Backed Securities) og realkreditobligationer. Hensigten var at ansøre lånevækst og ikke mindst svække euroen. Afdelingens rentefølsomhed blev hævet, og beholdningen af (livs-)forsikringsobligationer blev reduceret.

Tiltagende signaler fra Den Europæiske Centralbank om statsobligationsopkøb (QE) i starten af 2015, aggressiv QE fra Japan og et markant fald (42 procent) i olieprisen, der gav større skvulp på high yield og emerging markets, var hovedoverskrifterne i fjerde kvartal. USA leverede på ny gode økonomiske data, og den europæiske stresset af banksektoren blev en "non-event". Den nye EU-Kommission fremlagde forslag om en ny investeringspulje på 315 milliarder euro (fra 2015 til 2017), men Kommissionen kunne kun skaffe 21 milliarder euro af finansieringen. Planen blev hurtigt fundet utilstrækkelig. Finland, Frankrig, Italien og Rusland fik deres kreditvurderinger nedjusteret.

Markedet oplevede flere gange i 2014, at selv meget likvide obligationer ikke kunne afhændes til de indikerede skærmpriiser (investorbankernes kursindikationer, der benyttes til at opgøre afdelingens indre værdi). Manglende likviditet er blevet et nyt fænomen, som vi også forventer at opleve i 2015. Afdelingens indløsningsfradrag kan forventes hævet i disse perioder.

Afdelingens formue udgjorde 565.015 tusinde kroner ultimo 2014 mod 632.964 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -67.949 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -107.799 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 39.850 tusinde kroner. Det foreslås, at der udbetales 7,00 kroner pr. bevis i udbytte for 2014.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelingen, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

Modpartsrisikoen består primært i anvendelsen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen.

#### **Forventninger til afkast for 2015**

Virksomhederne har det generelt godt. Vi forventer, at den største katalysator for 2015 vil blive Den Europæiske Centralbanks ageren. Vi forventer, at renterne vil forblive lave igennem en længere periode. Konsekvensen af det meget lave renteniveau er blot, at selv små rentestigninger (lidt over et kvart procentpoint) kan sende afkastet i negativt territorie. For 2015 forventer vi et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1 procent.

Med valg i otte EU-lande, hvor EU-skeptikerne forventes at få fremgang, og en ekstrem fokus på tolkning af udmeldinger fra Den Europæiske Centralbank forventer vi, at afkastet vil blive volatilt i hele 2015.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	19.958	25.355	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>19.958</b>	<b>25.355</b>	Indestående i depotselskab	4.358	13.796
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	30	27
Obligationer	27.088	448	<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>4.388</b>	<b>13.823</b>
Afledte finansielle instrumenter	-209	-1.499	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	-43	157	Noterede obligationer fra danske udstedere	43.741	53.188
2 Handelsomkostninger	542	317	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	494.474	550.146
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>26.294</b>	<b>-1.211</b>	Unoterede obligationer	12.958	4.553
<b>I alt indtægter</b>	<b>46.252</b>	<b>24.144</b>	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>551.173</b>	<b>607.887</b>
3 Administrationsomkostninger	6.402	7.023	Unoterede afledte finansielle instrumenter	274	64
Resultat før skat	39.850	17.121	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>274</b>	<b>64</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>39.850</b>	<b>17.121</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			Tilgodehavende renter m.m.	9.291	11.784
<b>Formuebevægelser</b>			Andre tilgodehavender	3	11
Udlodningsregulering	-3.477	5.697	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.294</b>	<b>11.795</b>
Overført fra sidste år	0	-50.865	<b>Aktiver i alt</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-3.477</b>	<b>-45.168</b>		<b>565.129</b>	<b>633.569</b>
<b>Til disposition</b>	<b>36.373</b>	<b>-28.047</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Foreslag til anvendelse</b>			6 Medlemmernes formue	565.015	632.964
7 Til rådighed for udlodning	32.203	0	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Foreslået udlodning	32.173	0	Noterede afledte finansielle instrumenter	0	97
Overført til udlodning næste år	30	0	Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	414
Overført til formue	4.170	-28.047	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>511</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>36.373</b>	<b>-28.047</b>	<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	114	94
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>114</b>	<b>94</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>565.129</b>	<b>633.569</b>
			8 Femårsoversigt		

Noter		2014	2013
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-7	-33
Noterede obligationer fra danske udstedere		1.279	1.519
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		18.559	23.699
Unoterede obligationer		127	23
Andre aktiver		0	147
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>19.958</b>	<b>25.355</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		681	488
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-139	-171
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>542</b>	<b>317</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	13	13
Revisionshonorar	0	15	15
Markedsføringsomkostninger	4.248	16	4.264
Gebyrer til depotselskab	228	0	228
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.214	0	1.214
Øvrige omkostninger	0	64	64
Fast administrationshonorar	604	0	604
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.294</b>	<b>108</b>	<b>6.402</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		6.946	77
		7.023	7.023
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		95,3%	95,3%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		2,3%	0,7%
Øvrige finansielle instrumenter		0,0%	-0,1%
Andre aktiver og passiver		2,4%	4,0%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.			
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>			
Investment grade AAA-AA		7%	4%
Investment grade A-BBB		90%	92%
Non Investment grade BB-CCC		2%	1%
Andre inklusiv kontanter		1%	3%
<b>Formue fordelt på varighed</b>			
Varighed 0-2 år		16%	28%
Varighed 2-5 år		43%	41%
Varighed > 5 år		41%	31%

Noter

5 Afledte finansielle instrumenter	2014		2013	
	noteret	unoteret	noteret	unoteret
<b>Aktiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	274	0	64
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>274</b>	<b>0</b>	<b>64</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	0	0	414
Futures	0	0	97	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>97</b>	<b>414</b>
6 Medlemmernes formue	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	549.992	632.964	667.882	748.787
Emissioner i året	24.547	28.751	37.720	42.892
Indløsninger i året	114.922	136.915	155.610	176.552
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		365		716
Udlodningsregulering		3.477		-5.697
Overført udlodning fra sidste år		0		50.865
Overført udlodning til næste år		30		0
Foreslået udlodning		32.173		0
Overført fra resultatopgørelsen		4.170		-28.047
<b>Formue ultimo</b>	<b>459.617</b>	<b>565.015</b>	<b>549.992</b>	<b>632.964</b>
7 Til rådighed for udlodning				
Udlodning overført fra sidste år			0	-50.865
Renter			19.967	25.355
Kursgevinster til udlodning			22.115	24.667
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-4.104	5.697
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>37.978</b>	<b>4.854</b>
Administrationsomkostninger			-6.402	-4.321
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			627	-533
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>32.203</b>	<b>0</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	39.850	17.121	88.785	17.838	72.687
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	565.015	632.964	748.787	676.460	887.304
Cirkulerende andele (stk.)	4.596.170	5.499.920	6.678.820	6.835.040	9.188.040
Indre værdi	122,93	115,09	112,11	98,97	96,57
Udlodning (%)	7,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,06	1,05	1,07	1,07	1,12
Årets afkast (%)	6,83	2,65	13,27	2,51	10,39
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	425.129	299.502	322.139	160.115	568.115
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	508.372	403.916	267.885	377.345	447.799
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	933.501	703.419	590.024	537.460	1.015.914
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	743.565	456.343	346.463	261.921	750.962
Omsætningshastighed	0,61	0,34	0,24	0,17	0,48
ÅOP	1,38	1,33	1,39	1,40	1,52
Sharpe Ratio	1,68	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,33	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,63	-	-	-	-
Information Ratio	0,17	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	8,07	2,13	12,70	1,90	4,98
Sharpe Ratio	1,60	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,42	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 20/03/2013

Risikoklasse: 4

Benchmark: Barclays US High Yield 2% Issuer Cap hedget til DKK

Fondskode: DK0060461424

Porteføljerådgiver: State Street Global Advisors Limited

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt i værdipapirer primært i virksomhedsobligationer. Investering globalt betyder, at der både kan investeres i de udviklede markeder som for eksempel Europa og USA samt de mindre udviklede markeder som for eksempel Latinamerika og Asien. Strategien indeholder ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Afdelingen fokuserer på virksomhedsobligationer, men andre obligationstyper vil til tider også kunne findes i porteføljen.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. Obligationerne i denne afdeling skal primært have en karakter under BBB-. Ikkebørsnoterede obligationer handlet på det amerikanske marked for High Yield obligationer skal på købstidspunktet minimum have en karakter på C.

Der kan anvendes særlige finansielle aftaler for at reducere eller øge risikoen. For andre valutaer end DKK og EUR må afdelingens valutakursrisiko mod den enkelte valuta ikke overstige 5 procent af formuen.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer

herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for amerikanske high yield obligationer. Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast kan blive udbetalt som udbytte. Størrelsen afhænger blandt andet af renter og kursgevinster. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af udbyttet. Investor forventes at være private som investerer for pensions- eller frie midler samt selskaber med en mellemlang til lang tidshorizont.

Afkastet af obligationsinvesteringer kan variere moderat over tiden, og det pointeres, at historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer, evt. ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter som nævnt ovenfor. Brugen af afledte finansielle instrumenter forventes kun i begrænset omfang at påvirke afdelingens overordnede risikoprofil.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 4. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav et afkast på 1,8 procent, mens benchmarket steg 2,0 procent. Afkastet blev noget lavere end forventet primo året (et afkast på cirka 5 procent.) og endnu lavere end vores reviderede forventninger (cirka 7,25 procent) fra medio 2014. I første halvår leverede afdelingen et afkast på 5,8 procent, mens andet halvår kostede cirka 4 procentpoint i afkast.

I løbet af 2014 steg universets effektive rente fra 5,6 til 6,6 procent med et toppunkt på 7,3 procent den 16. december. Hele stigningen kom fra kreditpræmien, da den implicitte amerikanske statsobligationsrente lå på omkring 1,8 procent. Fjerde kvartal var dyrt, da energirelaterede obligationer, der udgjorde cirka 13 procent af universet, fik det meget svært med tocifrede kursfald. Afdelingen var cirka 3 procentpoint undervægtet i energisektoren i 2014. Universets effektive rente uden energi steg således fra 5,6 til 6,2 procent i 2014.

Første kvartal var påvirket af svage økonomiske nøgletal, blandt andet som følge af en lang vinter i Nordamerika, geopolitisk uro omkring Krim-halvøen, meget lave konkursrater og mulighed for obligationsopkøb fra Den Europæiske Centralbanks side. Kun fire amerikanske virksomheder gik konkurs, og Moody's' 12 måneders konkursrate faldt til 0,6 procent målt på udestående gæld. Universets rente faldt

til 5,2 procent, og kreditpræmien til 3,6 procent.

I andet kvartal var de økonomiske nøgletal lidt mere blandede. I april gik TXU (Energy Futures) konkurs med en samlet obligationsgæld på 17 milliarder dollar (samlet gæld på 36 milliarder dollar) – det var historiens største High Yield-konkurs. TXU's endelige var dog ventet af markedet (afdelingen havde ingen TXU-obligationer). Moody's' 12 måneders konkursrate (målt på udestående gæld) steg herved til 2,1 procent. Universets rente faldt til 4,9 procent, og kreditpræmien til 3,4 procent.

I tredje kvartal kom den amerikanske vækst tilbage på sporet (vækst i andet kvartal på 4,6 procent), hvilket burde være gode nyheder, da cirka 90 procent af universet består af nordamerikanske virksomhedsobligationer. Men markedet tog kun i en kort overgang notits af de pæne data. Den amerikanske centralbank (FED) prikkede flere gange til gældsmarkedet og talte om bobler inden for (søstermarkedet) "Leveraged Loans". De amerikanske High Yield-fonde begyndte at se større indløsninger (cirka 20 milliarder dollar svarende til cirka 1,5 procent af universet), og primo september fremrykkede FED rentestien. FED informerede ultimo kvartalet de amerikanske banker om, at de kunne blive mødt af stigende kapitalkrav til Leverage Loans. Universets rente steg til 6,1 procent, og kreditpræmien til 4,2 procent. Likviditeten var i perioder dårlig.

I første halvdel af fjerde kvartal reagerede markedet positivt på fortsat stærke økonomiske data (vækst i tredje kvartal på 5 procent) og på en ændret retorik (fra en snarlig til en lidt senere renteforhøjelse) fra et FED-medlem. Medio november faldt universets rente til 5,9 procent. Herefter skiftede man fokus til energisektoren, da oledata viste overudbud (cirka 0,7 millioner tønder olie om dagen). Markedet ventede, at OPEC på mødet den 27. november ville skære i produktionen, men de kunne ikke blive enige. Olieprisen (WTI) faldt 42 procent i kvartalet, og gennemsnitskursen på energi-obligationer faldt med cirka 18 procent (renten steg til 10 procent).

I december blev universets fjerdestørste konkurs nogensinde en realitet, da Ceasars Entertainment med en gæld på 18 milliarder dollar (heraf HY-obligationer til en samlet værdi af 12,7 milliarder dollar) kom under rekonstruktion (som forventet). Afdelingen havde ikke eksponering til Ceasars. Moody's' 12 måneders konkursrate steg ultimo året til henholdsvis 3 procent (gældsvægtet) og 1,6 procent (udstedervægtet). Det var fortsat noget under det historiske (de seneste 25 års) gennemsnit på henholdsvis 3,8 procent og 4,9 procent.

Afdelingen lukkede året med en effektiv rente på 6,3 procent og en rentefølsomhed på cirka 4,6 år.

Markedet oplevede flere gange i 2014, at selv meget likvide obligationer ikke kunne afhændes til de indikerede "skærmpriser" (investe-

ringsbankernes kursindikationer, der benyttes til at opgøre afdelingens indre værdi). Manglende likviditet er blevet et nyt fænomen, som vi også forventer at opleve i 2015. Afdelingens indløsningsfradrag kan forventes hævet i disse perioder.

Afdelingens formue udgjorde 1.787.334 tusinde kroner ultimo 2014 mod 992.920 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 794.414 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 883.141 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde 457 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

**Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici**  
Udover de særlige risici, som er gældende for obligationsafdelingen, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valutarisiko, selskabsspecifikke forhold og modpartsrisiko.

Modpartsrisikoen består primært i anvendelsen af valutaforwards til at mindske valutarisikoen.

#### Forventninger til 2015

Vi forventer, at det positive vækstspor fortsætter i USA i 2015, og at konkursraten derfor vil ligge pænt under det historiske gennemsnit. Dette gælder dog ikke energisektoren, og olieprisudviklingen vil få en meget stor betydning for universets afkast i 2015.

I år har vi baseret forventningerne til 2015 på tre simple scenarier med oliepriser på henholdsvis 40 dollar, 53 dollar (uændret) og 75 dollar pr. tønde olie (WTI). Det er i tråd med de største investeringsbankers olie-forecast, der spænder fra 50 dollar til 75 dollar med et bundniveau på omkring 40 dollar for andet kvartal. Scenarierne viser, at afkastet ved et uændret renteniveau ultimo 2015 vil ligge i niveauet -1 procent (oliepris på 40 dollar) til +4,5 procent (oliepris på 75 dollar). Vi forventer, at olieprisen i løbet af 2015 vil stabilisere sig på et lidt højere niveau end det nuværende, og forventer derfor et afkast i kroner på cirka 3 procent.

De største investeringsbanker forventer stigende amerikanske statsrenter (+0,5 procentpoint) i 2015. En renteændring på 0,25 procentpoint vil påvirke afkastet med cirka +/-1 procentpoint. Dette er ikke indarbejdet i vores forventninger. Større afkastudsving må forventes i 2015.

Afdelingen, der følger en aktiv investeringsstrategi, forventes at levere et afkast på niveau med universet.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013* (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	99.397	29.522
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>99.397</b>	<b>29.522</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	148.562	-40.321
Afledte finansielle instrumenter	-226.729	40.722
Valutakonti	2.978	-3.295
2 Handelsomkostninger	522	153
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-75.711</b>	<b>-3.047</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>23.698</b>	<b>26.475</b>
3 Administrationsomkostninger	22.641	7.462
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>1.045</b>	<b>19.013</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	6.594	27.699
Overført fra sidste år	680	0
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>7.274</b>	<b>27.699</b>
<b>Til disposition</b>	<b>8.319</b>	<b>46.712</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
7 Til rådighed for udlodning	-116.138	81.206
Foreslået udlodning	0	80.526
Overført til udlodning næste år	-116.138	680
Overført til formue	124.457	-34.494
<b>I alt disponeret</b>	<b>8.319</b>	<b>46.712</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.03. – 31.12.2013.

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	61.528	64.562
Indestående i andre pengeinstitutter	30	36
<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>61.558</b>	<b>64.598</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	516.812	161.111
Unoterede obligationer	1.225.138	754.318
<b>4 I alt obligationer</b>	<b>1.741.950</b>	<b>915.429</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	11.308
<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>11.308</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	29.696	14.667
Andre tilgodehavender	32	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.449	3.769
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>37.177</b>	<b>18.436</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.840.685</b>	<b>1.009.771</b>
<b>Passiver</b>		
6 Medlemmernes formue	1.787.334	992.920
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	52.012	36
<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>52.012</b>	<b>36</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.315	3.776
Mellemværende vedr. handelsafvikling	24	13.039
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.339</b>	<b>16.815</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.840.685</b>	<b>1.009.771</b>

## 8 Femårsoversigt



Noter		2014	2013*			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-42	-5			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		22.993	4.999			
Unoterede obligationer		75.560	23.797			
Andre aktiver		886	731			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>99.397</b>	<b>0</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		1.110	507			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-588	-354			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>522</b>	<b>153</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013*</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	35	35	0	11	11
Revisionshonorar	0	21	21	0	12	23
Markedsføringsomkostninger	9.462	41	9.503	4.859	22	4.881
Gebyrer til depotselskab	1.491	0	1.491	486	0	486
Andre omk. i forb. med formueplejen	9.871	0	9.871	1.512	0	1.512
Øvrige omkostninger	10	124	134	0	40	40.
Fast administrationshonorar	1.586	0	1.586	520	0	520
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>22.420</b>	<b>221</b>	<b>22.641</b>	<b>7.377</b>	<b>85</b>	<b>7.462</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				28,9%		16,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				68,5%		76,0%
Øvrige finansielle instrumenter				-2,9%		1,1%
Andre aktiver og passiver				5,4%		6,7%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.						
<b>Kreditværdighed</b>						
Investment grade A-BBB				1%		1%
Non Investment grade BB-CCC				98%		93%
Andre inklusiv kontanter				1%		6%
<b>Varighed</b>						
Varighed < 2 år				8%		15%
Varighed 2-5 år				59%		59%
Varighed > 5 år				33%		26%

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.03. - 31.12.2013.

Noter

2014  
(t.kr.)

2013  
(t.kr.)

5 Afledte finansielle instrumenter

Aktiv	2014		2013	
	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminsforretninger	0	0	0	11.308
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>11.308</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	52.012	0	36
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>52.012</b>	<b>0</b>	<b>36</b>

6 Medlemmernes for mue

	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	958.645	992.920	0	0
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		80.526	0	0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-8.658	0	0
Emissioner i året	1.209.389	1.200.445	958.912	968.755
Indløsninger i året	327.082	325.385	267	276
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		7.493		5.428
Udlodningsregulering		-6.594		-27.699
Overført udlodning fra sidste år		-680	0	0
Overført udlodning til næste år		-116.138		680
Foreslået udlodning		0		80.526
Overført fra resultatopgørelsen		124.457		-34.494
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.840.952</b>	<b>1.787.334</b>	<b>958.645</b>	<b>992.920</b>

7 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år	680	0
Renter	99.420	29.522
Kursgevinster til udlodning	-222.832	31.447
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	6.594	27.699
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>-116.138</b>	<b>92.376</b>
Administrationsomkostninger	0	-7.462
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	0	-3.708
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-116.138</b>	<b>81.206</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2014	2013 *)
Årets nettoresultat (t.kr.)	1.045	19.013
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.787.334	992.920
Cirkulerende andele (stk.)	18.409.520	9.586.450
Indre værdi	97,09	103,58
Udlodning (%)	0,00	8,40
Omkostningsprocent	1,45	1,14
Årets afkast (%)	1,76	3,32
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.725.966	1.166.929
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.048.008	210.712
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	2.773.975	1.377.640
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.305.240	415.762
Omsætningshastighed	0,42	0,32
ÅOP	1,81	1,83
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-
Tracking Error (%)	-	-
Information Ratio	-	-
Benchmark:		
Afkast (%)	1,99	4,05
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.03. - 31.12.2013.

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 30/06/1990

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Market Europe 10/40 inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010155753

Porteføljeraådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, Pengene investeres i aktier i virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Østeuropa, eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. Østeuropa inkluderer blandt andet Tyrkiet, Grækenland og alle lande i det tidligere USSR. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa.

Afdelingens investeringer skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, der i begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at fondsbørserne/markederne lever op til en nærmere defineret standard, jf. Finanstilsynets retningslinjer herom.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for de østeuropæiske aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks).

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

Afkastet på afdelingens aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Den politiske udvikling i landene samt i eurozonen grundet samhandlen har også betydning for afkastet på afdelingens investeringer. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med en lang investeringshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingens afkast var i 2014 på -19,4 procent, mens sammenligningsindeksets var på -19,9 procent. Mens et relativt afkast på +0,5 procentpoint må betragtes som acceptabelt, var det absolutte afkast bestemt ikke tilfredsstillende og levede således ikke op til de forventninger, vi havde ved årets begyndelse.

Når det er sagt, så havde vi bestemt heller ikke forventet, at uroen i Ukraine i slutningen af 2013 ville føre til russisk annektering af Krim-halvøen, ej heller at det ville føre til en genopblusning af tilstanden mellem Rusland på den ene side og EU og USA på den anden, der nærmer sig niveauet under den kolde krig.

Våbenhvilen og noget, som kan ligne en tilnærmelse mellem parterne i Ukraine, har endnu ikke ført til en deeskalering af de geopolitiske spændinger. Således er der for nærværende ingen tegn på en snarlig lempelse af hverken sanktioner eller modsanktioner mellem EU og USA på den ene side og Rusland på den anden. Den overordnede geopolitiske situation er fortsat noget sløret. Hertil kan lægges den seneste udvikling i Grækenland, hvor det ikke lykkedes parlamentet at vælge en ny præsident, hvorfor der i henhold til loven er udskrevet nyvalg til parlamentet til afholdelse den 25. januar 2015. Umiddelbart burde det jo ikke have den store betydning, hvis ikke lige det var for, at det parti, som efter meningsmålingerne står til at vinde valget, er det venstreradikale Syriza, som er stærk modstander af Grækenlands aftaler med EU og IMF omkring reformeringen af græsk økonomi og tilbagebetaling af landets store gæld. Partiet Syriza ses som en mulig kilde til fornyet uro i Europa, da Syriza går til valg på at tilbagerulle de igangsatte reformer og samtidig går efter at få eftergivet en stor del af Grækenlands gæld, hvilket ikke virker til at være en acceptabel vej for EU.

I Rusland forstærker de vestlige sanktioner mod landet den økonomiske nedtur, som startede allerede i 2013. Det samme gør de kraftige fald i prisen på olie og gas og andre råvarer, som vi har været vidne til i 2014. Rusland er verdens største olie- og gaseksportør, og selvom den russiske valuta, rublen, er svækket i stort set samme grad, som

oliepriserne i dollar er faldet, og dermed til dels kompenserer for olieprisfaldet, står Rusland med en kraftigt faldende indtjening i dollar. Valutaindtægter, som er vigtige i forhold til tilbagebetaling af gæld og nye investeringer.

Kapitalflugt, den faldende rubel og en inflation, der har rundet de 11 procent, førte til, at den russiske centralbank hævede renten fem gange i løbet af 2014 med i alt 11,5 procentpoint til 17 procent.

Det er bestemt ikke befordrende for forventningerne til den økonomiske vækst i Rusland, der over de seneste to år kontinuerligt er blevet nedjusteret og nu nærmer sig recessionsniveauer. Det russiske banksystem lider under krisen, og centralbanken måtte i december rede National Bank Trust fra konkurs. Efterfølgende har regeringen vedtaget en større hjælpepakke til banksektoren og har allerede skudt kapital ind i de to store banker, Gazprombank og VTB Bank. Flere af de store selskaber som for eksempel det statskontrollerede olieselskab, Rosneft, mærker også effekten af, at sanktionerne har lukket for muligheden for at rejse kapital i EU og USA. Situationen i Rusland ser med andre ord ikke fantastisk ud.

Tyrkiet skiller sig ud fra mængden, fordi landet som storimportør af energi- og råvarer virkelig drager fordel af de faldende energi- og råvarepriser. Det vil forbedre de nationale makroøkonomiske balancer, virke inflationsdæmpende og sænke selskabernes omkostningsniveauer og dermed muliggøre øgede profitter.

Årets merafkast er primært genereret via valget af aktier og overvægten i energi-, finans- og industrisektoren, mens det samlede afkast fra porteføljens forbrugs- og IT-aktier bidrog negativt til merafkastet.

Afdelingens formue udgjorde 242.410 tusinde kroner ultimo 2014 mod 387.878 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -145.468 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -81.458 tusinde kroner. Årets nettoresultat udgjorde -64.009 tusinde kroner. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2014.

#### Særlige risici - herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Udover de særlige risici, som er gældende for aktieafdelinger, vurderes der at være følgende risici forbundet med afdelingens investeringer: enkelte lande, eksponering mod udlandet, valuta, selskabsspecifikke forhold, nye markeder/emerging markets og modpartsrisiko.

Afdelingen har placeret en del af formuen i American Depository Receipts (ADRs) og Global Depository Receipts (GDRs), hvilket medfører en ikke uvæsentlig modpartsrisiko.

#### Forventninger til 2015

Den geopolitiske ustabilitet rammer Rusland hårdt. De vestlige sanktioner – og for den sags skyld Ruslands modsanktioner – og de kraftigt reducerede priser på olie og gas og andre for landet vigtige eksportråvarer forventes at føre russisk økonomi i recession i 2015, p.t. forventes væksten at blive på -1,75 procent. Da Saudi-Arabien ikke vil agere såkaldt svingstat denne gang og reducere olieproduktionen, er der ikke udsigt til, at stigende olie- og gaspriser vil komme Rusland til hjælp på den korte bane. Spørgsmålet er derfor, om eller hvornår den økonomiske krise i Rusland bliver så hård, at det vil bringe Putin tilbage til forhandlingsbordet vedrørende situationen i Ukraine. Sker det, vil vi formentlig begynde at se de vestlige sanktioner mod Rusland blive rullet tilbage, hvilket vil være til gavn for den russiske økonomi og ikke mindst de russiske selskaber. Men sker det ikke, og forbliver olie- og gaspriserne lave, eller falder de yderligere, er det ikke givet, vi har set de sidste vækstnedjusteringer fra Ruslands side endnu.

I Grækenland er især den politiske situation fortsat noget ustabil, og vinder det mere EU-fjendtlige Syriza det forestående parlamentsvalg, er bekymringen, at det kan resultere i en græsk statsbankerot og dermed føre til en genopblusning af eurokrisen og i værste fald til Grækenlands udtrædelse af EU. Vores vurdering er, at omkostningerne ved ikke at fortsætte samarbejdet med Trojkaen (EU, IMF og Den Europæiske Centralbank) efter et valg vil være for store. De fleste græske partier har allerede meldt ud, at de vil arbejde på at undgå en statsbankerot.

I Tyrkiet afholdes der også valg i løbet af foråret, og her vil fokus være på, om det lykkes præsident Erdogan at konsolidere yderligere magt i præsidentembedet. Forsøget herpå kan få demonstranterne frem i gadebilledet igen – en ustabilitet, som aktiemarkedet typisk ikke bryder sig om. Tyrkiet vil på den anden side fortsat drage stor fordel af de lave priser på olie og gas og andre råvarer, og holder de lave priser over en længere periode, kan 2015 blive endnu et år med et positivt tyrkisk aktiemarked.

Fremgangen i den amerikanske økonomi og udsigten til en stabiliseret vækst i Kina på omkring 7 procent og forventningen om et moderat opsving i Europa kan være et fornuftigt grundlag til at etablere en bund under de østeuropæiske aktier, men de politiske usikkerheder – det være sig indenlandske som geopolitiske – gør det samlede billede af 2015 noget sløret. De østeuropæiske aktier er p.t. billige, hvorfor det alene måske kan vække interesse.

Resultatopgørelse	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	10	5
2 Udbytter	11.626	19.240
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>11.636</b>	<b>19.245</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	-68.918	-43.356
Valutakonti	339	-696
Øvrige aktiver/passiver	17	-48
3 Handelsomkostninger	53	1.099
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-68.615</b>	<b>-45.199</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-56.979</b>	<b>-25.954</b>
4 Administrationsomkostninger	5.894	8.319
Resultat før skat	-62.873	-34.273
5 Skat	1.136	2.674
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-64.009</b>	<b>-36.947</b>
<b>Resultatdisponering og udlodnings- opgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	2.053	7.778
Overført fra sidste år/tab	-16.656	198
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-14.603</b>	<b>7.976</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-78.612</b>	<b>-28.971</b>
<b>Foreslag til anvendelse</b>		
8 Til rådighed for udlodning	-11.933	-16.655
Overført til udlodning næste år	-11.933	-16.655
Overført til formue	-66.679	-12.316
<b>I alt disponeret</b>	<b>-78.612</b>	<b>-28.971</b>

Balance pr. 31. december	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	2.498	4.519
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>2.528</b>	<b>4.549</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	240.627	383.119
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>240.627</b>	<b>383.119</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	19	140
Andre tilgodehavender	53	62
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	281
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>72</b>	<b>483</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>243.227</b>	<b>388.151</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	242.410	387.878
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	311	273
Mellemværende vedr. handelsafvik.	506	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>817</b>	<b>273</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>243.227</b>	<b>388.151</b>

9 Femårsoversigt

Noter		2014	2013			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		10	5			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>10</b>	<b>5</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		11.626	19.240			
<b>I alt udbytter</b>		<b>11.626</b>	<b>19.240</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		331	1.668			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-278	-569			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>53</b>	<b>1.099</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2014</b>	<b>2013</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	7	7	0	9	9
Revisionshonorar	0	13	13	0	5	5
Andre honorarer til revisorer	7	0	7	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	2.377	8	2.385	3.557	19	3.576
Gebyrer til depotselskab	758	0	758	999	0	999
Andre omk. i forb. med formueplejen	2.059	0	2.059	3.083	0	3.083
Øvrige omkostninger	124	141	265	27	145	172
Fast administrationshonorar	400	0	400	475	0	475
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>5.725</b>	<b>169</b>	<b>5.894</b>	<b>8.141</b>	<b>178</b>	<b>8.319</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					1.136	2.717
<b>I alt skat</b>					<b>1.136</b>	<b>2.717</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,3%	98,8%
Andre aktiver og passiver					0,7%	1,2%

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

Noter

2014 2013

Formue fordelt på sektorer

Energi	30%	34%
Finans	38%	33%
Telekommunikation	6%	8%
Råvarer	9%	8%
Stabile forbrugsgoder	5%	8%
Andre inklusiv kontanter	12%	9%

Formue fordelt på lande

Rusland	45%	63%
Polen	17%	15%
Tyrkiet	25%	14%
Tjekkiet	2%	2%
Ungarn	5%	2%
Andre inklusiv kontanter	6%	4%

7 Medlemmernes formue

	2014		2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	214.318	387.877	286.816	573.085
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		12.907
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		829
Emissioner i året	639	957	2.150	4.246
Indløsninger i året	48.712	82.593	74.648	140.765
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		178		337
Udlodningsregulering		-2.053		-9.199
Overført udlodning fra sidste år		16.656		-198
Overført udlodning til næste år		-11.933		-16.656
Overført fra resultatopgørelsen		-66.679		-10.894
<b>Formue ultimo</b>	<b>166.245</b>	<b>242.410</b>	<b>214.318</b>	<b>387.878</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	0	-38.437
Udlodning overført fra sidste år	-16.656	198
Renter og udbytter	11.650	19.287
Ikke refunderbar skat	-1.136	-2.674
Kursgevinster til udlodning	-7.844	-2.807
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	2.053	7.778
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>-11.933</b>	<b>-16.655</b>
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-11.933</b>	<b>-16.655</b>



Noter

<sup>9</sup> Femårsoversigt	2014	2013	2012	2011	2010
Årets nettoresultat (t.kr.)	-64.009	-36.947	114.014	-202.372	151.686
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	242.410	387.878	573.085	578.911	676.293
Cirkulerende andele (stk.)	1.662.450	2.143.180	2.868.160	3.515.100	3.012.540
Indre værdi	145,81	180,98	199,81	164,69	224,49
Udlodning (%)	0,00	0,00	4,50	0,00	3,00
Omkostningsprocent	1,84	1,72	1,72	1,77	1,86
Årets afkast (%)	-19,43	-7,28	21,29	-25,66	26,80
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	17.443	176.971	154.306	292.173	166.659
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	90.687	314.092	262.827	176.070	250.621
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	108.130	491.063	417.133	468.243	417.280
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	17.441	323.505	252.631	205.560	320.810
Omsætningshastighed	0,03	0,33	0,21	0,15	0,25
ÅOP	2,26	2,35	2,32	2,33	2,57
Sharpe Ratio	-0,19	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	19,23	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,80	-	-	-	-
Information Ratio	-0,44	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-19,89	-8,50	25,94	-22,14	26,37
Sharpe Ratio	-0,13	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	19,82	-	-	-	-

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013.

### Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

### Generelt om indregning og måling

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

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

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

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

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

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

### Usikkerhed ved indregning eller måling

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for visse obligationer, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende, primært som følge af illikviditet på markederne. Obligationerne værdiansættes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Forholdet vurderes ikke at have betydning for regnskabsaflæggelsen.

### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, obligationer, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1 600 valutakursen.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

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

### Resultatopgørelse

#### Renter og udbytter

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

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

#### Kursgevinster og -tab

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

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

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

#### Handelsomkostninger

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

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

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

#### Administrationsomkostninger

Direkte omkostninger består af de omkostninger, som direkte kan henføres til den enkelte afdeling. Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationshonoraret til BI Management A/S er opført som "Fast administrationshonorar". Foreningen har desuden indgået aftale med BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S om investeringsrådgivning og markedsføring af afdelingernes investeringsbeviser. Disse omkostninger indgår i henholdsvis posterne "Andre omkostninger i forbindelse med formuepleje" og "Markedsføringsomkostninger".

Fællesomkostninger består af omkostninger som vedrører to eller flere afdelinger/foreninger som administreres af BI Management A/S. Disse omkostninger fordeles mellem afdelingerne/foreningerne i forhold til den gennemsnitlige formue.

#### Skat

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

#### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager hvert år en udlodning i overensstemmelse med foreningens vedtægter og de i ligningslovens § 16 C anførte krav til minimumsindkomst.

Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen.

Minimumsindkomsten opgøres i hovedtræk grundlag af:

- Indtjente renter og udbytter samt nettoindtægter
- Realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Erhvervede skattepligtige nettogevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter
- Afholdte administrationsomkostninger
- Tab til fremførelse

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

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

Udlodningsreguleringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

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

#### Balance

##### Likvide midler

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

##### Kapitalandele og obligationer

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

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

##### Afledte finansielle instrumenter

Noterede afledte finansielle instrumenter måles til lukkekurs (dagsværdi) på balancedagen.

Afledte finansielle instrumenter, som ikke er genstand for offentlig notering, måles til dagsværdi opgjort efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvisning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættel-

sesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Afledte finansielle instrumenter med en positiv dagsværdi optages som en særskilt regnskabspost under aktiver, og afledte finansielle instrumenter med en negativ dagsværdi optages som en særskilt regnskabspost under passiver.

#### Andre aktiver

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

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

#### Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi og består af periodiserede omkostninger til for eksempel rådgivning, administration samt depotgebyr. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

#### Nøgletal

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen.

#### Indre værdi

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

#### Udlodning i procent

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

#### Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige formue opgjort på daglige basis.

#### Sharpe Ratio

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen. Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen). Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det

historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

#### Årets afkast i procent

beregnes som:

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

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

#### ÅOP (Årlige omkostninger i procent)

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetinget honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag. Såfremt afdelingen er en såkaldt Fund of Funds, det vil sige investerer mere end 20 procent af formuen i andre investeringsafdelinger, tillægges en forholdsmæssig andel af deres administrationsomkostninger på opgørelsestidspunktet.

Ingen af foreningens afdelinger anvender resultatbetinget honorar eller foretager investeringer i andre investeringsafdelinger.

#### Værdipapiromsætning, brutto og netto

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

#### Omsætningshastighed

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

#### Standardafvigelse

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet.

Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68 procent sandsynlighed fordele sig +/- en standardaf-

vigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95procent sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnittet. Jo højere standardafvigelse desto større udsving i forhold til gennemsnitsafkastet.

#### **Benchmark (sammenligningsindeks)**

En afdelings afkast sammenlignes oftest med afkastet på et anerkendt sammenligningsindeks (benchmark).

#### **Tracking Error**

Tracking Error angiver spredningen på afkastforskellen mellem afdelingen og dens sammenligningsindeks i forhold til den gennemsnitlige afkastforskel. Tracking Error beskriver således hvor tæt afdelingen følger sit sammenligningsindeks. En lav Tracking Error betyder at afdelingen følger sammenligningsindekset tæt mens en høj Tracking Error modsat betyder at afdelingen og sammenligningsindeks ikke følges særlig tæt.

#### **Information Ratio**

Information Ratio beskriver hvor godt afdelingen har klaret sig i forhold til den relative risiko som der er taget i forhold til sammenligningsindekset. Information Ratio beregnes som afkastforskellen mellem afdelingen og sammenligningsindeks i forhold til Tracking Error. Positiv Information Ratio betyder at afdelingen har klaret sig bedre end sit sammenligningsindeks, hvor en Information Ratio over 0,5 er godt, mens negativ Information Ratio betyder det modsatte.

#### **Kreditværdighed**

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

#### **Varighed**

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

#### **Fusion**

Ved sammenlægning (fusion) af afdelinger indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den erhvervende afdeling til dagsværdi på ombytningdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningdagen vises i en særskilt linje under medlemmernes formue i den fortsættende afdeling.

Der foretages tilpassning af det udlokningspligtige resultat i den fortsættende afdeling.

## Administrationsomkostninger

Oversigten viser foreningens samlede administrationsomkostninger.

	2014 (t.kr.)	2013 (t.kr.)
<b>Bestyrelseshonorar</b>	<b>1.150</b>	<b>971</b>
Revisionshonorar	669	628
Andre honorarer	415	0
<b>Revisionshonorar i alt</b>	<b>1.084</b>	<b>628</b>
Markedsføringsomkostninger	384.082	365.409
Gebyrer til depotselskab	36.232	36.000
Andre omk. i forb. med formueplejen	159.899	157.069
Øvrige omkostninger	4.485	3.982
Fast administrationshonorar	52.765	51.166
<b>Administrationsomkostninger i alt</b>	<b>639.697</b>	<b>615.225</b>

## Omkostningsprocenter – 5 årsoversigt

	2014	2013	2012	2011	2010
Asien	1,68	1,64	1,65	1,62	1,83
Basis	1,61	1,62	1,61	1,60	1,68
Basis (Etik)	1,69	1,66	1,64	1,57	1,68
Pension Basis	1,60	1,59	1,60	1,60	1,67
Danmark	1,60	1,60	1,63	1,63	1,62
Emerging Markets Aktier	1,68	1,37	-	-	-
Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018 *)	0,89	-	-	-	-
Europa Small Cap Aktier *)	1,87	-	-	-	-
Globale Indeksobligationer	0,84	0,80	0,84	0,85	0,87
Globalt forbrug	1,56	1,57	1,60	1,63	1,64
Højrentelände	1,22	1,20	1,21	1,20	1,25
Højrentelände, lokalvaluta	1,37	1,42	1,37	1,35	1,38
Højrentelände Akkumulerende	1,22	1,21	1,23	1,22	1,27
Højt Udbytte Aktier	1,59	1,62	1,65	1,14	-
Korte Danske Obligationer	0,45	0,45	0,46	0,45	0,46
Korte Danske Obligationer Akkumulerende	0,46	0,47	0,47	0,47	0,49
Lange Danske Obligationer	0,61	0,61	0,63	0,63	0,63
Latinamerika	1,70	1,63	1,62	1,62	2,50
New Emerging Markets Aktier	2,30	2,43	2,46	2,41	2,79
Udenlandske Obligationer	1,01	0,98	0,96	0,95	1,04
USA Small Cap Aktier *)	2,17	-	-	-	-
Virksomhedsobligationer	1,07	1,06	1,08	1,06	1,10
Virksomhedsobligationer Akkumulerende	1,07	1,08	1,10	1,08	1,14
Virksomhedsobligationer Etik (SRI)	1,06	1,05	1,07	1,07	1,12
Virksomhedsobligationer High Yield	1,45	1,46	-	-	-
Østeuropa	1,84	1,72	1,72	1,77	1,86

\*) Opgjort på helårsbasis

## Afkast og sammenligningsindeks – 5 årsoversigt

	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Asien</b>					
Afkast afdeling	17,62	1,92	17,74	-18,02	26,13
Afkast sammenligningsindeks	19,12	-1,39	20,95	-14,77	28,12
<b>Basis</b>					
Afkast afdeling	18,01	18,31	15,23	-8,59	15,39
Afkast sammenligningsindeks	18,39	17,49	14,79	-4,51	20,68
<b>Basis (Etik)</b>					
Afkast afdeling	19,07	17,73	16,37	-10,63	14,50
Afkast sammenligningsindeks	18,39	17,49	14,79	-4,51	20,68
<b>Pension Basis</b>					
Afkast afdeling	18,04	18,20	15,18	-8,64	15,01
Afkast sammenligningsindeks	18,39	17,49	14,79	-4,51	20,68
<b>Danmark</b>					
Afkast afdeling	20,52	31,02	24,22	-19,12	29,66
Afkast sammenligningsindeks	17,22	38,30	23,81	-19,90	25,25
<b>Emerging Markets Aktier</b>					
Afkast afdeling	11,32	0,64	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	11,18	0,16	-	-	-
<b>Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018</b>					
Afkast afdeling	-1,22	-	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	-	-	-	-	-
<b>Europa Small Cap Aktier</b>					
Afkast afdeling	3,47	-	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	1,97	-	-	-	-
<b>Globale Indeksobligationer</b>					
Afkast afdeling	7,42	-6,43	6,32	10,13	5,69
Afkast sammenligningsindeks	8,81	-6,00	5,95	11,47	5,61
<b>Globalt forbrug</b>					
Afkast afdeling	12,09	21,23	12,53	4,68	26,72
Afkast sammenligningsindeks	20,05	24,62	17,46	5,05	27,07
<b>Højrentelande</b>					
Afkast afdeling	4,02	-3,63	15,63	3,86	15,54
Afkast sammenligningsindeks	5,72	-3,41	15,40	4,70	12,28
<b>Højrentelande, lokalvaluta</b>					
Afkast afdeling	6,55	-15,04	12,80	-1,61	19,37
Afkast sammenligningsindeks	7,16	-12,92	15,41	0,67	22,26
<b>Højrentelande Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	4,05	-3,44	15,78	3,66	15,46
Afkast sammenligningsindeks	5,72	-3,41	15,40	4,70	12,28
<b>Højt Udbytte Aktier</b>					
Afkast afdeling	16,47	14,71	12,77	4,46	-
Afkast sammenligningsindeks	16,48	16,63	10,94	3,28	-



## Afkast og sammenligningsindeks – 5 årsoversigt

	2014	2013	2012	2011	2010
<b>Korte Danske Obligationer</b>					
Afkast afdeling	2,41	1,59	2,10	3,71	4,67
Afkast sammenligningsindeks	0,63	-0,19	0,61	3,00	3,27
<b>Korte Danske Obligationer Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	1,49	1,17	1,80	3,53	3,83
Afkast sammenligningsindeks	0,63	-0,19	0,61	3,00	3,27
<b>Lange Danske Obligationer</b>					
Afkast afdeling	10,24	-0,39	4,84	10,46	8,47
Afkast sammenligningsindeks	8,06	-2,52	3,86	13,63	8,40
<b>Latinamerika</b>					
Afkast afdeling	-3,79	-16,65	11,59	-17,67	29,94
Afkast sammenligningsindeks	-0,32	-17,11	8,32	-16,07	25,67
<b>New Emerging Markets Aktier</b>					
Afkast afdeling	8,78	27,33	37,57	-15,19	28,79
Afkast sammenligningsindeks	15,81	19,36	11,45	-20,02	28,88
<b>Udenlandske Obligationer</b>					
Afkast afdeling	6,20	-2,46	5,39	7,96	4,34
Afkast sammenligningsindeks	5,87	-0,72	3,78	6,81	17,63
<b>USA Small Cap Aktier</b>					
Afkast afdeling	4,95	-	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	4,86	-	-	-	-
<b>Virksomhedsobligationer</b>					
Afkast afdeling	6,94	2,48	12,65	2,72	9,82
Afkast sammenligningsindeks	8,07	2,13	12,70	1,90	4,98
<b>Virksomhedsobligationer Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	6,94	2,65	12,68	2,51	9,03
Afkast sammenligningsindeks	8,07	2,13	12,70	1,90	4,98
<b>Virksomhedsobligationer Etik (SRI)</b>					
Afkast afdeling	6,83	2,65	13,27	2,51	10,39
Afkast sammenligningsindeks	8,07	2,13	12,70	1,90	4,98
<b>Virksomhedsobligationer High Yield</b>					
Afkast afdeling	1,76	3,32	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	1,99	4,05	-	-	-
<b>Østeuropa</b>					
Afkast afdeling	-19,43	-7,28	21,29	-25,66	26,80
Afkast sammenligningsindeks	-19,89	-8,50	25,94	-22,14	26,37

## Væsentlige aftaler

BankInvests børsnoterede foreninger og afdelinger er ved årsskiftet organiseret i Investeringsforeningen BankInvest, Kapitalforeningen BankInvest og Kapitalforeningen BI Private Equity.

### Struktur

Investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S er ansvarlig for den daglige administration af foreningerne og disses afdelinger. Foreningen har indgået aftale om investeringsrådgivning samt om markedsføring og distribution med BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Denne aftale indebærer, at BI Management A/S ved sine investeringsbeslutninger tager udgangspunkt i de analyser og vurderinger af markedsudviklingen, som BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S præsenterer. Både BI Management A/S og BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er helejede datterselskaber under BI Holding A/S.

### Depotbank

Opbevaring og forvaltning af både værdipapirer og likvide midler varetages af foreningernes depotbank J.P. Morgan Europe (UK), Copenhagen Branch. Depotbanken varetager – foruden opbevaringen af foreningernes/afdelingernes værdipapirer og likvide midler – en række kontrolopgaver i forbindelse med værdipapirhandel, emission, indløsning og lignende. Vederlaget for udførelsen af disse opgaver indgår som en andel af administrationsomkostningerne for de enkelte foreninger og afdelinger.

### Rådgivning af investorer

BankInvest yder ikke rådgivning direkte til medlemmer eller potentielle medlemmer af foreningerne/afdelingerne. Rådgivning i relation til investering varetages af andre dele af den finansielle sektor herunder specielt de over 65 pengeinstitutter, som samarbejder med BankInvest. BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har et omfattende samarbejde med de enkelte pengeinstitutters rådgivere, hvor BankInvest blandt andet stiller information til rådighed via forskellige webbaserede løsninger. Desuden står BankInvest for en lang række møder og kurser rettet mod de enkelte rådgivere hos pengeinstitutterne. Omkostninger her til afholdes af BankInvest.

### Markedsføring

BankInvest varetager normalt ikke markedsføring direkte over for offentligheden, bortset fra en moderat profileringsannoncering. BankInvest producerer og leverer en bred vifte af markedsføringsmaterialer til pengeinstitutterne, som de anvender efter eget valg. Omkostninger hertil afholdes af BankInvest.

### Formidling

Pengeinstitutter, som ifølge aftale med BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S varetager distribution af og rådgivning om investeringsbeviserne, modtager årligt en honorering, der relaterer sig til de enkelte pengeinstitutters salg samt beholdninger af investeringsbeviser opbevaret på egne eller kunders vegne.

### Fastsættelse af priser

BankInvest fastsætter ikke egentlige børskurser for foreningernes og afdelingernes investeringsbeviser. Derimod beregner og rapporterer BankInvest løbende de indre værdier til NASDAQ OMX Copenhagen A/S i henhold til gældende lov og bestemmelser fra NASDAQ OMX Copenhagen A/S.

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er market maker for investeringsbeviserne fra BankInvest. Det vil sige, at BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S sørger for, at der til enhver tid er aktuelle priser på alle foreningernes og afdelingernes investeringsbeviser, og at køb og salg altid kan gennemføres. For denne opgave modtager selskabet et fast årligt vederlag. Samtlige af BankInvests foreninger og afdelinger handles over NASDAQ OMX Copenhagen A/S handelssystemer. Foreningerne betaler et årligt vederlag til NASDAQ OMX Copenhagen A/S i henhold til gældende satser.

### Aktiebog

BI Management A/S fører aktiebog over alle navnenoterede investorer. Denne opgave indeholder løbende administration, udstedelse af adgangskort til generalforsamlinger, stemmesedler samt øvrige forhold omkring afholdelse af generalforsamlinger. Alle investeringsbeviser udstedes gennem Værdipapircentralen A/S. De gebyrer, som Værdipapircentralen A/S opkræver, indgår som en andel af de samlede administrationsomkostninger for de enkelte foreninger og afdelinger.

## Øvrige forhold

Foreningen er i sin løbende drift involveret i diverse sager, herunder særligt skattesager. Sagerne vurderes løbende, og der foretages de nødvendige hensættelser til såvel gevinster og tab. De verserende sager forventes ikke at kunne få en væsentlig betydning for foreningens eller afdelingernes økonomiske stilling.

## Bag om BankInvest

BankInvest er en førende kapitalforvalter og udbyder af investeringsforeninger i Norden med en samlet formue under forvaltning og administration på 88 milliarder kroner. Formålet for BankInvest er at levere aktiv kapitalforvaltning og opsparingsprodukter af høj international kvalitet til et stigende antal kunder i ind- og udland.

BankInvest blev etableret i 1969 og har i dag cirka 106 medarbejdere. Ejerkredsen består af 36 danske pengeinstitutter, hvor ingen ejer mere end cirka 15 procent af aktiekapitalen i virksomheden.

BankInvest samarbejder med 65 danske og udenlandske pengeinstitutter, som formidler information og rådgivning om investering gennem BankInvest.

Størstedelen af formuen forvaltes på vegne af detailkunder (cirka 235.000 private kunder via medlemspengeinstitutterne) og et større antal institutionelle kunder i Danmark og udlandet. En mindre del er tredjeparts-administration, hvor porteføljen forvaltes eksternt.

Formuen er hovedsageligt placeret i obligationer og aktier.

Siden begyndelsen i 1969, da den første investeringsforening i danske aktier blev lanceret, har BankInvest løbende udvidet forretningsomfang og kompetencer.

BankInvest tilpasser løbende udbuddet af produkter og serviceydelser efter kundeønsker og forretningsmæssige overvejelser, og tilbyder ud over en bred vifte af basisprodukter med fokus på danske, europæiske og globale værdipapirer også investeringer i f.eks. emerging markets aktier samt i funds-of-funds-foreninger (foreninger der investerer i andre foreninger).

De senere års øgede fokus blandt investorerne på etiske investeringer – Socially Responsible Investments – imødekommer BankInvest ved at udbyde etisk screenede versioner af udvalgte investeringsprodukter. Det er etiske investeringer, der overholder FN's principper for ansvarlige investeringer, UN PRI.

Gennem BankInvests brede udbud af investeringsforeninger og afdelinger har investorerne mulighed for at sammensætte deres investeringer bedst muligt, således at risikoprofil, investeringshorisont og for eksempel særlige interesseområder afdækkes optimalt set med investorernes øjne. Dertil kommer, at:

- Investorerne slipper for selv løbende at skulle overvåge og tilpasse investeringerne.
- Pengene forvaltes af erfarne, professionelle fagfolk.
- Risikoen reduceres, fordi investeringerne spredes på mange forskellige værdipapirer.
- Investorerne får adgang til værdipapirer, som handles på aktie- og obligationsmarkeder over hele verden.
- Investorerne får bedre handelsbetingelser end ved egen investering i enkeltpapirer.
- Finanstilsynet fører offentligt tilsyn med alle danske investeringsforeninger og finansielle koncerner som BankInvest.

BankInvests investerings- og kapitalforeninger er administreret af investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S. Investeringsforvaltningsselskabet baserer investeringsbeslutningerne på rådgivning fra BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Begge selskaber er 100 procent ejet af moderselskabet BI Holding A/S, som det fremgår af koncernstrukturen i det følgende afsnit.

Investeringsfilosofien, som er mere udførligt beskrevet i afsnittet investeringspolitik, har gennem årene altid været den samme: Et merafkast efter omkostninger kommer ikke af sig selv. Det er et resultat af grundighed og frem for alt indgående viden i BankInvests investeringsteams om de finansielle markeder.

## Koncernstruktur

### Koncerndirektion

Koncerndirektionen udgøres af administrerende direktør Lars Bo Bertram, investeringsdirektør Andrea Panzieri og direktør Christina Larsen.

### BI Holding A/S

BankInvest koncernens moderselskab er en finansiel holdingvirksomhed og en fondsmæglerholdingvirksomhed. Udover at eje datterselskaberne, leverer BI Holding A/S administrative ydelser til resten af koncernen og tredjepartsadministration til eksterne kunder.

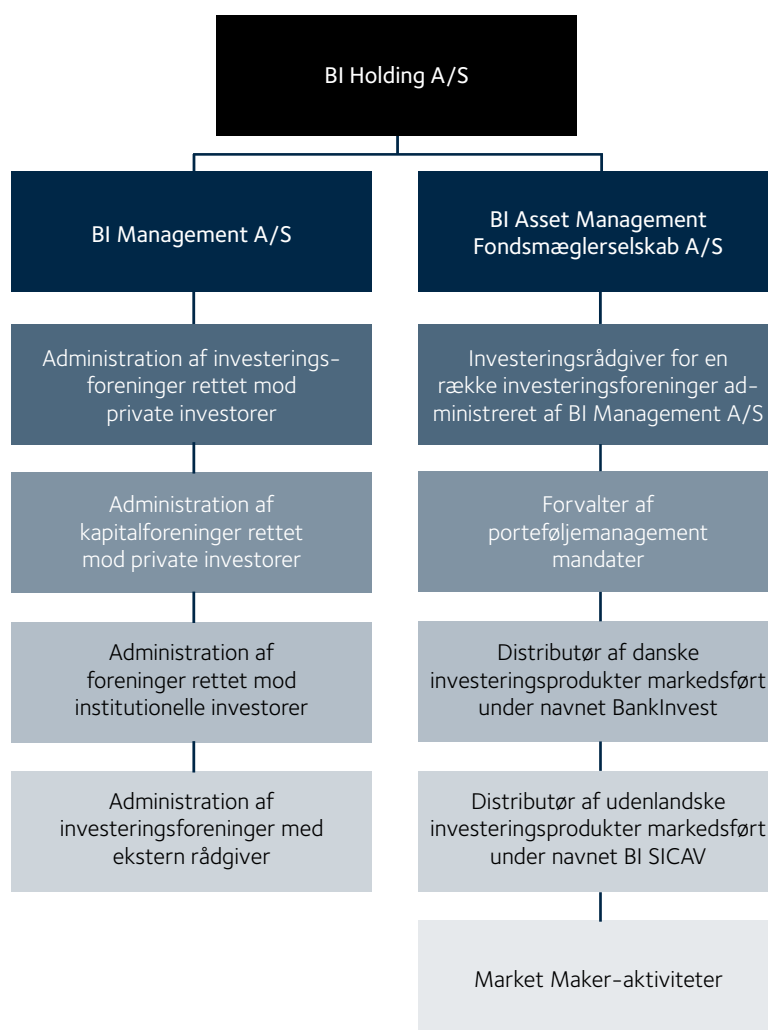
### BI Management A/S

BI Management A/S varetager som investeringsforvaltningsselskab den daglige administration af investeringsforeninger og lignende. En stor del af disse markedsføres under navnet BankInvest. Selskabet er godkendt af Finanstilsynet og underlagt lov om finansiel virksomhed.

### BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er investeringsrådgiver for investeringsforeninger med videre som markedsføres under navnet BankInvest. Herudover tilbyder selskabet porteføljemanagementydelser primært til institutionelle investorer. Til selskabets aktiviteter hører også markedsføring af investeringsbeviser samt at være market maker for BankInvest foreningerne. Selskabet er godkendt af Finanstilsynet og underlagt lov om finansiel virksomhed.

Ud over den anførte selskaber består koncernen af en række mindre selskaber uden væsentlig aktivitet.



## Investeringskæden

Når en investor henvender sig i sit pengeinstitut for at få rådgivning om investering i en af BankInvests investeringsforeninger med tilhørende afdelinger, vil en kæde af transaktioner og beslutninger igangsættes og til sidst føre til investeringer i konkrete værdipapirer.

Kæden begynder i pengeinstituttet, hvor bankrådgiver og investor i fællesskab finder frem til investors: Formål, risikoprofil, skatteforhold, investeringshorisont og formuesammensætning i forhold til de forestående investeringer. Når investor har besluttet, hvilke BankInvest-beviser der skal købes, gennemføres handlen og registreres i investors depot via Værdipapircentralen.

Hvis beviserne er blevet navnenoteret, får BankInvest oplyst navn og adresse på investor. Navnenoteringen er en nødvendighed, hvis investor ønsker at få tilsendt løbende information fra BankInvest samt have stemmeret ved generalforsamlingen.

### Procedure for investeringsstrategien

I hver af de investerings- og kapitalforeninger som BankInvest forvalter, gøres nettosummen af alle køb og salg op løbende. Dette sker for at sikre, at lovens placeringskrav overholdes. Placeringskravene gør, at hvis der kommer mange penge ind i en afdeling, skal de investeres i nye værdipapirer. Beslutningen om, hvilke værdipapirer den enkelte afdeling skal købe eller sælge foretages af BankInvests administrationsselskab, som sørger for at lovgivning samt investeringsstrategi overholdes.

### Investeringsstrategien

Når administrationsselskabet har opgjort, hvor meget der skal investeres i en afdeling, udvælges de konkrete værdipapirer. Ved udvælgelsen henter administrationsselskabet inspiration hos BankInvests investeringsrådgiver, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Dagligt handler BankInvest værdipapirer på børser verden over. Investors penge kan «rejse» fra kontoen i Danmark til et jernbaneselskab i Mexico. Hvis investor sælger sin investering, sælges først værdipapirerne, dernæst indløses investeringsbeviserne og kæden sluttes.

## Investeringspolitik

Aktiv forvaltning er den grundsten, som investeringspolitikken i BankInvest bygger på. Det kræver indsigt, samarbejde og en høj grad af sikkerhed samt effektivitet i forvaltningen.

BankInvest forvalter en række investeringsforeninger med tilhørende afdelinger, som tager afsæt i obligationer eller aktier fra ind- og udland. For at finde frem til de bedste investeringsmuligheder følges den økonomiske og politiske udvikling tæt. Hertil benytter BankInvest sig af et globalt kontaktnet, og medarbejdere deltager løbende i konferencer og besøger virksomheder, alt sammen for at optimere beslutningsgrundlaget for fremtidige investeringer.

### Obligationsinvestering

Obligationsinvesteringerne tager udgangspunkt i en vurdering af de relevante økonomiske og politiske forhold, som kan påvirke renteniveauet. BankInvest har udviklet sine egne modeller, baseret på en række forskellige nøgletal, som følger de største økonomier tæt. På baggrund heraf opstilles og vedligeholdes en prognose for renteutviklingen i ind- og udland. Prognosen vurderer valutakurser, kreditspænd for virksomhedsobligationerne samt udviklingen for obligationerne i Højrentelandene.

Afhængig af porteføljetypen og de faste investeringsrestriktioner, vælges de enkelte obligationer på baggrund af deres prisfastsættelse og særlige karakteristika.

### Aktieinvestering

Aktieinvesteringerne foretages på grundlag af analyser af de enkelte selskaber, for at finde frem til de mest enestående selskaber. Analysegrundlaget er standardiseret for at sikre konsistens samt høj kvalitet og er baseret på teorier om konkurrencemæssige fordele (Competitive Advantages) og konkurrencemæssige strategier (Competitive Strategies). Teorien kobles sammen med en analyse af selskabernes evne til at skabe positive økonomiske afkast ud af deres investerede kapital.

Alle investeringer foretages på baggrund af en vurdering af selskabets forventede fremtidige pengestrømme. Enhver nyinvestering skal indeholde et attraktivt kurspotentiale uanset hvor unikke positioner selskabet har.

### Portefølje- og risikostyring

Lov om investeringsforeninger i Danmark indeholder en række generelle rammer og begrænsninger, som sikrer, at investorerne får en spredning af deres investering og risiko. Hertil kommer, at den enkelte afdeling har faste investeringsbegrænsninger, som afspejler investeringsområdet. Afdelingens risikoramme er beskrevet i markedsføringsmaterialet og nedfældet i central investorinformation, prospektet samt vedtægter.

For at sikre en høj grad af sikkerhed, tryghed og effektivitet i forvaltningen har BankInvest udviklet systemer, som automatisk overvåger investeringsbegrænsningerne og advarer før eventuelle overskridelser indtræffer.

### Handel og omkostninger

BankInvest råder over sin egen handelsafdeling, hvor der handles direkte hos danske og udenlandske børsmæglere. Handelsafdelingen handler kun på vegne af investeringsforeningerne administreret af BankInvest. Den kan ikke disponere for egen regning, hvilket sikrer bedre afregningskurser og lavere omkostninger for investorerne.

### Ansvarlige investeringer og åbenhed

Det øgede fokus blandt investorerne på virksomhedernes samfundsansvar, herunder etiske investeringer – Socially Responsible Investments – imødekommer BankInvest dels ved at have underskrevet UN Principles for Responsible Investment, og dels ved at udbyde etisk screenede versioner af udvalgte produkter.

BankInvest følger de internationalt anerkendte og benyttede standarder for opgørelse og præsentation af afkast på investeringsporteføljer, også kaldet GIPS®-standarder (Global Investment Performance Standards). Brugen af GIPS®-standarderne er med til at sikre investorerne i BankInvests investeringsafdelinger gennemsigthed via den standardiserede måde afkast opgøres og formidles på. BankInvest sikrer årligt, at en ekstern part verificerer, at BankInvest overholder GIPS®-standarderne.

## Børsnotering og handel

BankInvests investerings- og kapitalforeninger og afdelinger er konsekvent optaget til handel på NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Det sikrer investor den bedst mulige information og gennemsigtighed i prisfastsættelsen på beviserne, samt åbenhed om bedste bud og udbud. Ud over "skarpe priser" sikrer noteringen investor, at handelen sker under iagttagelse af gode governance principper, idet beviserne handles på en autoriseret markedsplads med blandt andet offentligt tilsyn og klare regler for offentliggørelse af relevant information. Prisdannelsen kan løbende følges via NASDAQ OMX Copenhagen A/S' hjemmeside: [www.nasdaqomx.com](http://www.nasdaqomx.com)

## Kommunikation

BankInvest stræber efter at levere korrekt og forståelig information til alle investorer. Det er målet, at alle, der investerer gennem BankInvest, til enhver tid har det bedst mulige grundlag at træffe deres investeringsbeslutninger på.

Hjemmesiden [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk) indeholder udførlig information om udviklingen i samtlige foreninger og afdelinger. Informationerne opdateres løbende. Rapporteringen indeholder en gennemgang af det seneste kvartals væsentligste begivenheder, BankInvests vurdering af disse i relation til foreningernes og afdelingernes investeringer, samt et overblik over de investeringsbeslutninger, der er truffet og gennemført.

Investorer, som ønsker uddybende information, kan desuden finde faktuelle oplysninger såsom prospekter, historiske afkast, udbytter, beholdningslister, markedsanalyser og artikler med mere. Disse informationer opdateres med varierende frekvens alt efter relevans.

På hjemmesiden findes også de indre værdier, som BankInvest løbende beregner og oplyser til NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Den indre værdi danner udgangspunkt for kursdannelsen på investeringsbeviserne. Der findes også emissions- og indløsningspriser, beregnet afkast med mere.

Hvert halve år udgiver BankInvest investormagasinet *Ajour* i en trykt og elektronisk version med nyt om de finansielle markeder, investeringsrelevante artikler samt information om udviklingen i de enkelte investeringsforeninger og afdelinger.

En gang om året i forbindelse med indkaldelsen til generalforsamlingen offentliggør BankInvest-foreningerne en årsrapport. Årsrapporten beretter ligeledes om udviklingen i det forgangne år for hver af afdelingerne. I august måned offentliggøres tillige en halvårsrapport.

Sidst men ikke mindst udgiver BankInvest løbende vejledninger og produktinformation om eksisterende og nye foreninger og afdelinger. Materialerne kan rekvireres på hjemmesiden, via lokale og regionale pengeinstitutter eller direkte hos BankInvest.

## Finanskalender

25. februar 2015 Årsrapport 2014  
25. marts 2015 Generalforsamling  
20. august 2015 Halvårsrapport 2015



