

Halvårsrapport 2014

Investeringsforeningen BankInvest

CVR-nr. 26 22 00 92

Halvårs
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
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 Revisionsaktieselskab

Bankforbindelse

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

Produktion

Kandrups Bogtrykkeri A/S

Halvårsrapporten offentliggøres på www.bankinvest.dk. På hjemmesiden findes også information om alle foreninger og afdelinger samt en løbende rapportering, som opdateres månedligt. Hertil kommer artikler om markedsbegivenheder, ny lovgivning med mere.

Indhold

Oversigt over BankInvest foreninger og afdelinger	4
Læsevejledning	5
Ledelsesberetning	
Årets udvikling	6
Forventninger til andet halvår 2014	9
Risikoskala	10
Risici og risikostyring	11
Påtegninger	
Ledelsespåtegning	14
Halvårsregnskaber og afdelingsberetninger	
Asien	15
Basis	19
Basis Etik	23
Pension Basis	27
Danmark	31
Emerging Markets Aktier	35
Europæiske Aktier	39
Pension Europæiske Aktier	43
Globale Indeksobligationer	47
Globalt Forbrug	51
Højrentelande	55
Højrentelande, lokalvaluta	59
Højrentelande Akkumulerende	63
Højt Udbytte Aktier	67
Korte Danske Obligationer	71
Korte Danske Obligationer Akkumulerende	75
Lange Danske Obligationer	79
Latinamerika	83
New Emerging Markets Aktier	87
Udenlandske Obligationer	91
Virksomhedsobligationer	95
Virksomhedsobligationer Akkumulerende	99
Virksomhedsobligationer – Etik (SRI)	103
Virksomhedsobligationer High Yield	107
Østeuropa	111
Fællesnoter	
Anvendt regnskabspraksis	115
Øvrige forhold	115

Oversigt over BankInvests foreninger og afdelinger

BankInvests mange 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 halvårsrapport.

Nedenfor vises en oversigt over de enkelte foreninger og afdelinger;

Investeringsforeningen BankInvest

Asien

Basis

Basis Etik

Pension Basis

Danmark

Emerging Markets Aktier

Europæiske Aktier

Pension Europæiske 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

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 25 afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i første halvdel af 2014 samt giver en status pr. 30. juni 2014.

Afdelingsberetningen er placeret før den enkelte afdelings regnskab. I afdelingsberetningen kommenteres afdelingens resultat for halvåret 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 disse afsnit 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

Foreningen består af 25 aktivt forvaltede afdelinger, hvoraf 13 er aktieafdelinger, og 12 er obligationsafdelinger. De mange forskellige afdelinger giver investorerne en bred vifte af investeringsmuligheder.

Halvårets udvikling i hovedtræk

Foreningens investorer kan se tilbage på et første halvår af 2014 med generelt positive afkast på foreningens aktie- og obligationsafdelinger.

De aktieafdelinger, der investerer i danske, europæiske og globale aktier, har opnået positive afkast. Afkastene ligger i niveauerne 5,1 til 18,2 procent. Afdeling Danmark har givet et lidt bedre afkast end afdelingens sammenligningsindeks, mens afkastene for de europæiske og de globale afdelinger ligger lidt lavere end de respektive sammenligningsindeks.

Afdelingerne med emerging markets-aktier har, i modsætning til sidste år, ligeledes opnået positive afkast i perioden. Afkastene spænder mellem 6,3 og 7,0 procent. Dette er dog undtaget afdeling Østeuropa, som har givet et lille negativt afkast på -0,2 procent. Afdelingerne for latinamerikanske og emerging markets-aktier har præsteret afkast, som er bedre end afdelingernes sammenligningsindeks, mens de øvrige har præsteret lavere afkast end relevante sammenligningsindeks.

Første halvår har været præget af faldende obligationsrenter i det meste af verden. Det betyder også, at såvel afdelingerne med korte som lange danske obligationer har opnået positive afkast. For afdelingerne med korte danske obligationer har afkastene ligget mellem 1,7 og 2,1 procent, mens afdelingen med lange danske obligationer har præsteret et afkast på 6,0 procent – et afkast som er på niveau med afkastet på det globale aktiemarked.

Foreningens afdelinger med globale obligationer har opnået afkast i perioden i niveauet 4,2 procent til 7,1 procent. De opnåede afkast er generelt på niveau med de tilhørende sammenligningsindeks.

De opnåede afkast for første halvår på de brede aktieafdelinger er generelt i tråd med de forventninger, vi gav udtryk for i årsrapporten for 2013. Derimod har styrken i rentefaldet været overraskende, hvilket betyder, at obligationsforeningerne har klaret sig bedre, end det vi havde ventet ved indgangen til året.

Foreningens formue er steget med 2,8 milliarder kroner og udgjorde 54,3 milliarder kroner ved udgangen af halvåret 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 halvåret på 2,6 milliarder kroner. I året er der foretaget nettoemissioner for i alt 2,0 milliarder kroner, som fordeles sig ligeligt mellem aktieafdelingerne og obligationsafdelingerne.

Den økonomiske udvikling

Selvom der ikke var tvivl om det fortsatte globale økonomiske opsving, så var begyndelsen af 2014 kendetegnet ved ekstraordinær stor økonomisk usikkerhed med rod i USA og Kina.

I USA oplevede man en usædvanlig hård vinter, som betød, at de økonomiske nøgletal over en bred front var svagere end ventet. I dag ved vi, at den økonomiske vækst faldt 2,9 procent annualiseret i første kvartal, men dengang var der betydelig usikkerhed med hensyn til vinterens betydning for den økonomiske afmatning. I andet kvartal har man som ventet set et betydeligt opsving i de økonomiske indikatorer. Dette bekræftede, at nedturen i første kvartal var midlertidig og specielt knyttet til den hårde vinter. Det fortsatte økonomiske opsving har desuden betydet, at Federal Reserve har fortsat aftrapningen af deres obligationsopkøbsprogram. Dette ventes helt afsluttet i slutningen af 2014. Selvom vækstopsvinget forekommer robust og moderat i et historisk perspektiv, så hersker der betydelig usikkerhed om pengepolitikken i de kommende år. Det fremgår ikke mindst af centralbankchefernes vidt forskellige forventninger til pengepolitikken. Den betydelige usikkerhed skyldes naturligvis, at man kommer fra en periode med en historisk lempelig pengepolitik. Vores forventninger til centralbankens styringsrente er fortsat, at vi vil opleve en moderat stigning i andet halvår af 2015.

I Europa var der derimod fortsat flere beviser på, at det økonomiske opsving ville fortsætte, og at opsvinget bredte sig til stadig flere lande. Derimod fik deflationsfrygten stadig større styrke i starten af året. Der var primært tre årsager til den aftagende inflation i eurozonen: Et fortsat pres nedad på lønomkostningerne i de gældsplagede lande, lav kapacitetsudnyttelse i økonomien samt faldende importpriser fra Asien. Den uacceptabelt lave inflation betød, at Den Europæiske Centralbank lempede pengepolitikken yderligere på mødet den 4. juni. Trods denne lempelse er der fortsat betydelig spekulation i, at det på et tidspunkt kan blive nødvendigt med et bredt obligationsopkøbsprogram i eurozonen – præcist som man har set det i USA, Storbritannien og Japan. Lav inflation og spekulationer i nævnte opkøbsprogram, har altså trukket obligationsrenterne markant ned i første halvår.

I Kina var der betydelig statistisk støj i de kinesiske handelsstatistikker. Ud over at man hvert år er udfordret af det kinesiske nytår, som falder på forskellige tidspunkter fra år til år, så har tidligere indgreb mod oppustede eksportstatistikker gjort det endnu vanskeligere at tolke tallene i starten af i år. Hertil kommer, at man i starten af året så en afmatning som følge af regeringens indgreb mod korruption.

Økonomien er dog tilbage på vækstsporet hjulpet godt på vej af myndighedernes mange tiltag siden marts. Den største risikofaktor for kinesisk økonomi lige nu synes at være en punktering af boligboblen. Myndighederne har imidlertid indført en stribe redskaber til at inddæmme den finansielle risiko, som findes i skyggebanksystemet, lokalregeringernes høje gældssætning og på boligmarkedet. Vi har tiltro til myndighedernes evne til at styre økonomien med hård hånd og herunder langsomt at tage luften ud af den latente boligboble.

De økonomiske vækstindikatorer i Asien er gradvist blevet styrket gennem første halvår. Desuden har aktiemarkedet kvitteret for en betydelig optimisme i Indien efter valget af den reformvenlige Narendra Modi som ny premierminister. Anderledes svag har væksten været i Latinamerika, hvor ikke mindst Brasilien har store vækstmæssige udfordringer. Det opsving, man har set i brasilianske aktier i første halvår, har først og fremmest været knyttet til meningsmålingerne frem mod præsidentvalget til oktober. Disse har således vist en vigende opbakning til den siddende præsident, Dilma Rousseff.

Første halvår har desuden været præget af forskellige, og uafhængige, geopolitiske begivenheder. Det gælder først og fremmest Ukraine/Rusland og Irak/Mellemøsten. Trods vestlige sanktioner mod navngivne russere i Vladimir Putins inderkreds, samt trusler om sanktioner mod specifikke sektorer i russisk økonomi, har de russiske aktier genvundet det meste af det tabte fra foråret. Valget af Petro Poroshenko som ny ukrainsk præsident har ligeledes bidraget til den optimistiske stemning. Lidt længere sydpå er uroen i Irak eskaleret. Den fundamentalistiske islamiske terrorgruppe, ISIS, har erobret en lang række by- og landområder, hvilket har givet anledning til betydelig nervøsitet samt stigende risikopræmier på råoliepriserne.

Bestyrelse

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

Bestyrelsen foreslog genvalg af dem begge, og de blev enstemmigt genvalgt til bestyrelsen.

Bestyrelsen består desuden af tidligere udenrigsminister Uffe Elle-mann-Jensen, direktør Bjarne Ammitzbøll, direktør Viggo Nedergaard Jensen og direktør Ole Jørgensen.

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

Fund Governance

Foreningens bestyrelse har vedtaget en fund governance-politik, som følger InvesteringsFondsBranchens 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

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

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

Der er i foreningens afdelinger ikke konstateret usædvanlige forhold i regnskabsperioden, 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 regnskabsaflæggelsen.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

Revision

Halvårsrapporten har ikke været genstand for revision eller review.



Forventninger til andet halvår 2014

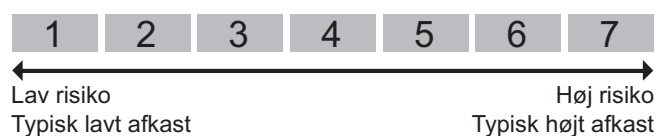
I årsrapporten for 2013 gav vi udtryk for, at vi samlet set forventede et afkast på amerikanske aktier på omkring 7 procent, og lidt mere i europæiske aktier. Desuden forventede vi, at de asiatiske aktier i løbet af året ville genoptage opsvinget. Disse forventninger er alle helt eller delvist blevet indfriet i første halvår. Derimod har rentefaldet i første halvår overrasket, og vi har primo juni nedjusteret renteforventningerne for USA og Tyskland.

Det er vores forventning, at man vil se fortsatte stigninger på aktiemarkederne i andet halvår af 2014. Disse vil være katalyseret af det fortsatte økonomiske opsving, en særdeles lempelig pengepolitik samt en fortsat attraktiv prisfastsættelse sammenlignet med det risikofrie alternativ. Den primære risiko for aktier og obligationer knytter sig derfor også til ændrede forventninger til pengepolitikken, og specielt til mulige ændringer i amerikansk pengepolitik. Amerikansk inflation har været moderat i første halvår, omend stigende i slutningen af andet kvartal. Indtil videre har obligationsinvestorer blandt andet været beroliget af en fortsat moderat lønudvikling i USA. Hvis dette ændrer sig væsentligt, vil det påvirke renterne i opadgående retning.

Det er usikkert, om det vil lykkes at finde en løsning på situationen i Ukraine i løbet af 2. halvår. Starten har været særlig dramatisk med prorussiske separatisters nedskydning af et malaysisk passagerfly. Tragedien faldt sammen med Vestens sanktioner mod russiske virksomheder, og sender dermed Vesten i en knibe, da sanktionsgrebet lige var blevet strammet. Det er fortsat usikkert om og eventuelt hvordan Vesten vil vælge at reagere på den tragiske nedskydning. Yderligere sanktioner eller indgreb anses dog som værende en sidste udvej, da der økonomisk er alt for meget på spil både for Vesten og for Rusland.

Risikoskala

BankInvests anvender samme EU-risikoscåla som i dokumentet Centralinvestor Information. Risikoscålaen 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 standard afvigelsen på dette skaleres fra en ugentlig standardafvigelse til en årlig standardafvigelse. Portefølje- nes årlige standardafvigelse oversættes efterfølgende til risikoklasser ud fra understående standardafvigelsesintervaller.

Risikoklasse	Volatilitetsinterval	
	Lig eller over (>=)	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	Optima 10+ Virksomhedsobligationer Akkumulerende Virksomhedsobligationer Etik (SRI) Udenlandske Obligationer Lange Danske Obligationer Globale Indeksobligationer Virksomhedsobligationer
4	Højrentelande Højrentelande Akkumulerende Virksomhedsobligationer High Yield Optima 50+ Højrentelande, lokalvaluta
5	Optima 70+ Højt Udbytte Aktier New Emerging Markets Aktier Basis Pension Basis Basis Etik (SRI) Globalt Forbrug
6	Østeuropa Pension Europæiske Aktier Europæiske Aktier Danmark Emerging Markets Aktier Asien BI Private Equity Latinamerika

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 tidshorisonten 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 markets lande ofte vil have en risiko, som er højere end afdelinger med aktier i de traditionelle aktiemarkeder. Hvis man investerer over en kortere tidshorisont, 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 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 styret. Enhver investeringsbeslutning er baseret på vores og porteføljerrådgiveres 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 højest 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 styret foreninger og afdelinger – også kaldet indeksbaseret – 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 fornævnte 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 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.

Markedsrisiko

Enkeltlande:

Ved investering i værdipapirer i enkelte land 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 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.

Valuta:

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner.

Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor vi systematisk kurssikrer mod danske kroner, har en meget begrænset valutarisiko. En sådan kurssikring vil fremgå af beskrivelsen af afdelingens risikoprofil i afdelingsberetning.

Renterisiko:

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

Selskabsspecifikke forhold:

Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets.

Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investerings-tidspunktet 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 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, relativ usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkeder, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der ikke 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 faldende som følge af økonomiske og politiske ændringer samt naturkatastrofer. Effekten kan også være mere vedvarende.

Andre risikofaktorer

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 erhvervs-virksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser f.eks. som følge af konkurs.

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.

Modpartsrisiko:

Risikoen for, at optjente gevinster eller indeståender ikke bliver udbetalt for eksempel som følge af en samarbejdspartners konkurs.

Likviditetsrisiko:

I forbindelse med salg af værdipapirer, kan der opstå situationer, hvor der ikke er tilstrækkelige med købere i markedet og værdipapiret derfor måske ikke kan sælges eller kun sælges med betydeligt tab. Likviditetsrisikoen kan også opstå som følge af tidsforskelle mellem de markeder, der handles på.

Afledte finansielle instrumenter:

Aftalerne kan bruges til at sænke afdelingens risiko ved for eksempel at sikre sig imod følgerne af valutaudsving. De kan også øge risikoen for eksempel via transaktioner foretaget på grund af forventninger om en bestemt udvikling i renten.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne

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

Udover markedsrisikoen vil kreditrisikoen, likviditetsrisikoen og modpartsrisikoen typisk være relevante for obligationsafdelinger.

Særlige risici ved aktieafdelingerne

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.

Afkastet kan ligeledes svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. 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.

Udover markedsrisikoen vil likviditetsrisikoen være relevant for afdelinger, der investerer i Asien, emerging markets med videre.

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen BankInvest (25 afdelinger). Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2014 samt af resultatet for regnskabsperioden 1. januar – 30. juni 2014.

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

København, den 29. august 2014.

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

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2001

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI All Country Asia ex Japan inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0015939359

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i Asien undtagen Japan. Virksomheden skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Asien, eller have den væsentligste del af sin forretning her. Aktierne kan handles både på anerkendte og ikke anerkendte børser. Hvis landene ikke råder over en anerkendt børs, skal børsen først vurderes og godkendes af bestyrelsen for investeringsforeningen. Det er foreløbigt sket for to børser. Investeringerne er rettet imod aktiemarkedene i Asien, som udgør under 10 procent af verdens børsmarked. Til sammenligning bor over 50 procent af verdens befolkning i regionen. Afdelingen er aktivt styret og afkastet kan variere betydeligt over tid.

Målet for afdeling Asien er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for de nye asiatiske aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette består af aktier fra store og mellemstore selskaber i Kina, Hong Kong, Indien, Indonesien, Korea, Malaysia, Filippinerne, Singapore, Taiwan og Thailand. Indekset er markedsværdi vægtet.

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 asiatiske aktier kan 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.

Investeringerne foretages i et 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. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med lang 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

Afdelingens formue udgjorde 1.338.029 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 1.372.219 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -34.190 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -124.549 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 90.359 tusinde kroner.

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 7,1 procent efter omkostninger. Afkastet var på niveau med sammenligningsindekset, der også gav 7,1 procent i afkast. Afdelingen gav dermed et pænt absolut afkast, der levede op til forventningerne fra starten af året. Især vækstmarkederne i det sydlige Asien leverede et godt absolut afkast i første halvår. Både Indien, Indonesien og Filippinerne steg mere end 20 procent målt i danske kroner. Kina, Malaysia og Singapore leverede de dårligste afkast. På sektorniveau gav især råvarer, forsyning og energi gode absolutte afkast, og afdelingens aktier i de to forbrugssektorer gav gode relative afkast i forhold til sammenligningsindekset. Finans og telekom gav de laveste absolutte afkast, mens IT underperformede mest i forhold til sammenligningsindekset. På selskabsniveau var der især pæne stigninger i indiske Jindal Steel & Power og State Bank of India samt i indonesiske Gudang Garam og Wijaya Karya. Også kinesiske Sinopec og Greatview samt de koreanske præferenceaktier fra Hyundai Motor havde pæne afkast. Især en række af afdelingens kinesiske aktier leverede skuffende afkast. De mest negative afkast kom fra kinesiske China Life, Shanghai Industrial, CR land og SJM. Også thailandske Thai Union Frozen havde negativt afkast i perioden.

I forbindelse med afdelingens verserende skattesag i Indien er der foretaget hensættelse svarende til den forventede procesrisiko, hvilket har påvirket afkastet negativt. For nærmere information henvises til børsmeddelelse udsendt den 12. maj 2014.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier i Asien, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, herunder en aktierisiko på den enkelte virksomhed og en valutarisiko.

Men også politiske- og reguleringsmæssige tiltag i de enkelte lande som for eksempel skattesagen i Indien, hvor de indiske skattemyndigheder ikke vil efterleve dobbeltbeskatningsaftalen mellem Danmark og Indien, anses for en ikke ubetydelig risiko.

Det forhold at Asien er tidsmæssigt foran Danmark betyder, at det danske marked først åbner, når de fleste af de markeder, som afdelingen er eksponeret over for, har lukket.

Ultimo regnskabsperioden er en betydelig del af afdelingens formue 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, hvorfor der er en væsentlig likviditetsrisiko i afdelingen. Det påvirker også markedsrisikoen i afdelingen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

Afdelingen har ikke gjort brug af muligheden for at anvende afledte finansielle instrumenter til at reducere afdelingens risiko.

Forventninger til andet halvår

Vi mener fortsat, at værdiansættelsen på asiatiske aktier er relativt attraktiv, hvilket øger sandsynligheden for et godt afkast i 2014. Risikoscenarierne består blandt andet i en skuffende vækst i Kina, mangel på reformer i Indien og Indonesien samt fald i selskabernes evne til at forrente egenkapitalen. Forventningerne for 2014 er fortsat, at afdelingen opnår et positivt afkast på 5 til 15 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

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Resultatopgørelse		
Renter og udbytter	19.933	34.738
Kursgevinster og -tab	94.704	-60.678
Administrationsomkostninger	11.101	13.854
Resultat før skat	103.536	-39.794
Skat	13.177	2.503
Halvårets nettoresultat	90.359	-42.297

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	18.732	10.921
1 Kapitalandele	1.320.483	1.362.176
Andre aktiver	17.069	3.077
Aktiver i alt	1.356.284	1.376.174
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.338.029	1.372.219
Anden gæld	18.255	3.955
Passiver i alt	1.356.284	1.376.174

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på sektorer		
Finans	30%	30%
IT	23%	21%
Cykliske forbrugsgoder	14%	11%
Stabile forbrugsgoder	6%	9%
Industri	7%	8%
Andre inklusiv kontanter	20%	22%
Formue fordelt på lande		
Kina	29%	28%
Sydkorea	24%	24%
Indien	10%	11%
Taiwan	11%	10%
Hong Kong	9%	8%
Andre inklusiv kontanter	17%	19%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.865.097	1.372.219	2.377.955	1.716.544
Emissioner i året	64.298	45.174	40.050	29.432
Indløsninger i året	230.907	170.755	552.908	404.097
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.032		1.080
Overført fra resultatopgørelsen		90.359		29.260
Formue ultimo	1.698.488	1.338.029	1.865.097	1.372.219

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	90.359	-42.297	110.646	-183.131	275.087
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.338.029	1.460.222	1.640.005	2.071.969	2.423.873
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.698.488	2.086.374	2.523.818	2.868.287	3.473.230
Indre værdi	78,78	69,99	64,98	72,24	69,79
Omkostninger (%)	0,84	0,83	0,83	0,82	0,91
Halvårets afkast (%)	7,07	-3,04	5,99	-7,50	12,80
Sharpe ratio	0,57	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1989

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0015773873

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Dog med hovedvægten på de modne aktiemarkeder i Europa, Nordamerika, Ocasien og Asien. Aktierne skal handles på en anerkendt børs. Aktierne købes først efter en grundig analyse af både virksomheden og branchen. Investeringsmetoden betyder, at aktierne ofte beholdes i lang tid. Afdelingen er fokuseret på at vælge de rigtige virksomheder. Det betyder også, at der ikke er nogen begrænsninger på andele i visse brancher eller lande. Porteføljen indeholder et stort antal virksomheder. Typisk mellem 60 og 100.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for verdens aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Indekset består af markedsværdi vægtet aktier fra store og mellemstore selskaber i 45 udviklede og udviklingslande.

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. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. 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

Afdelingens formue udgjorde 5.477.699 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 3.667.889 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 1.809.810 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 1.508.314 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 301.496 tusinde kroner.

Afdelingen gav et positivt afkast i første halvår af 2014 på 6,3 procent, hvilket skal sammenlignes med 6,8 procent for afdelingens benchmark. Merafkastet var generelt positivt i perioden og toppede i over 2 procentpoint i midten af april, men porteføljen kunne ikke følge med det stærke marked i slutningen af perioden, og merafkastet endte derfor i -0,5 procentpoint. Det absolutte afkast indfrie vores positive forventninger til 2014, men merafkastet var utilfredsstillende. På sektorbasis var de globale aktiemarkeder primært drevet af reguleret service, health care og energi, blandt andet på grund af mange investorers ønske om stabilitet og dividender. Energisektoren blev ligeledes hjulpet af en højere oliepris i halvåret, der var præget af øget usikkerhed på grund af krisen i Ukraine samt urolighederne i Irak, hvor den islamiske militante gruppe ISIS har overtaget kontrollen med dele af landet. Irak er den næststørste olieproducent i OPEC.

Regionalt var det kun Japan og Østeuropa, der med afkast på henholdsvis 1,3 procent og -2,8 procent skuffede kursmæssigt. Den økonomiske udvikling og de politiske tiltag i Japan skuffede ikke, i forhold til hvad der var stillet i udsigt, men investorernes forventninger var kommet lidt foran, hvad der var realistisk. Derudover viser de japanske inflationstal tydelige tegn på, at de midlertidige valutaeffekter er ved at løbe ud, og at den underliggende inflation ikke indikerer, at økonomien er i stærk fremgang. I Østeuropa var det primært krisen i Ukraine, der lagde en dæmper på de finansielle markeder. Det har indtil videre været en krise med mange op- og nedture, men det sluttede med en nedtur, hvor Rusland har lukket for gassen til Ukraine, hvor der stadig er uro omkring Ruslands militære intentioner, og hvor Vesten diskuterer yderligere sanktioner mod Rusland.

I Europa var Den Europæiske Centralbank (ECB) tilbage på den økonomiske scene. Renterne blev sat ned igen, og det sendte ECBs indlånsrenter i minus.

Derudover kunne centralbankchefen annoncere billigere kapital til små og mellemstore virksomheder gennem et TLTRO-program til banksektoren og gøre det klart, at yderligere kvantitative tiltag var i vente, hvis ikke økonomien snart bedredes, og inflationen steg. Det er måske de rigtige tiltag, men det er naturligvis ikke økonomiske sundhedstegn, og det er derfor svært at være alt for optimistisk. Markedet har primært hæftet sig ved det understøttende i ECBs lempelige pengepolitik og virker ligeledes ubekymret over, at den amerikanske centralbank reducerer sine opkøb af finansielle aktiver. Det europæiske aktiemarked steg 6,1 procent i perioden, og det nordamerikanske 7,8 procent.

Det negative merafkast var bredt fordelt på selskaberne i porteføljen og i indekset. Fordelt på sektorer gav industri det største positive bidrag, og health care fulgte efter. De to forbrugssektorer var at finde i den tunge ende af merafkastskalaen og trak væsentligt fra i merafkastet, men også reguleret service samt finans- og råvaresektoren bidrog negativt.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større globale virksomheder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på de internationale markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko

Markedsrisikoen vurderes som værende den væsentligste risiko. Dog er der en vis sammenhæng mellem kreditrisikoen på det globale obligationsmarked og markedsrisikoen på det globale aktiemarked. Derfor må det forventes, at større ændringer i kreditratingen i de lande, som afdelingen har investeringer i, vil påvirke værdien af disse investeringer.

Afdelingen har placeret en del af formuen 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 eksponering med udstederen af depotbeviset (modpartsrisiko). Afdelingen har udelukkende investeret i børsnoterede depotbeviser med ombyttningsret.

Forventninger til andet halvår

I første halvår har vi set et pænt absolut markedsafkast på 6,8 procent, som har indfriet vores forventninger på 5 til 10 procent for hele 2014, som vi nævnte i det seneste årsregnskab.

Indtjeningsforventningerne i markedet har ikke kunnet følge med kurserne, og flere segmenter i markedet er derfor prissat højt. Vi mener ikke, at det langsigtede vækstpotentiale har ændret sig væsentligt, og vurderer derfor, at risikopræmien i markedet er reduceret yderligere. Vi er fortsat bekymrede for afkastets 'holdbarhed', da det om end delvist så stadig er drevet af lavere risikopræmier. Markedet har fortsat tillid til, at det skrøbelige Europa er stabiliseret, og at væksten i USA er robust. Derudover forventes stabilisering af makroøkonomien og forventningerne til virksomhedernes indtjening i emerging markets.

På baggrund af fortsat rigelig likviditet, global makroøkonomisk stabilitet og relativ høj værdiansættelse med begrænset mulighed for yderligere reduktion af den globale risikopræmie forventer vi et aktieafkast på cirka 10 procent i 2014.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	137.376	47.457
Kursgevinster og -tab	209.025	210.942
Administrationsomkostninger	38.323	23.628
Resultat før skat	308.078	234.771
Skat	6.582	5.038
Halvårets nettoresultat	301.496	229.733

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	30.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	47.661	24.713
1 Kapitalandele	5.426.993	3.634.598
Andre aktiver	16.329	8.970
Aktiver i alt	5.490.983	3.668.281
Passiver		
2 Medlemmernes formue	5.477.699	3.667.889
Anden gæld	13.284	392
Passiver i alt	5.490.983	3.668.281

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	98%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	2%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	51%	52%
Europa	33%	33%
Asien	6%	5%
Pacific	3%	3%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	4%	4%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	20%	20%
IT	18%	17%
Industri	10%	13%
Health Care	12%	11%
Stabile forbrugsgoder	12%	10%
Andre inklusiv kontanter	28%	29%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.114.145	3.667.889	849.701	2.389.801
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		27.615
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-4.353
Emissioner i året	482.031	1.608.705	309.749	944.584
Indløsninger i året	30.698	103.623	45.305	143.381
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		3.232		1.533
Overført fra resultatopgørelsen		301.496		507.320
Formue ultimo	1.565.478	5.477.699	1.114.145	3.667.889

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	301.496	229.733	186.885	-79.682	34.999
Medlemmernes formue (t.kr.)	5.477.699	3.201.339	2.229.132	2.201.605	2.770.650
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.565.478	1.054.134	834.065	844.013	1.162.044
Indre værdi	349,91	303,69	267,26	260,85	238,43
Omkostninger (%)	0,82	0,82	0,79	0,77	0,85
Halvårets afkast (%)	6,29	9,14	9,52	-3,39	0,21
Sharpe ratio	1,12	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2005

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010310077

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Dog med hovedvægten på de modne aktiemarkeder i Europa, Nordamerika, Ocasien og Asien. Aktierne skal handles på en anerkendt børs. 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 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.

Aktierne købes først efter en grundig analyse af både virksomheden og branchen. Investeringsmetoden betyder, at aktierne ofte beholdes i lang tid. Afdeling Basis Etik (SRI) er meget fokuseret på at vælge de rigtige virksomheder. Det betyder også, at der ikke er nogen begrænsninger på andele i visse brancher eller lande. Porteføljen indeholder et stort antal selskaber. Typisk mellem 60 til 100. Afdelingen er aktivt styret og afkastet kan variere betydeligt over tid.

Målet for afdeling Basis Etik (SRI) er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for verdens aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Indekset består af markedsværdi vægtet aktier fra store og mellemstore selskaber i 45 udviklede og udviklingslande.

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. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. 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

Afdelingens formue udgjorde 249.978 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 248.505 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 1.473 tusinde kroner. Der foretaget nettoemissioner for i alt -12.595 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 14.068 tusinde kroner.

Afdelingen gav et positivt afkast i første halvår af 2014 på 6,0 procent, hvilket skal sammenlignes med 6,8 procent for afdelingens benchmark. Merafkastet var generelt positivt i perioden og toppede i 2 procentpoint i midten af april, men porteføljen kunne ikke følge med det stærke marked i slutningen af perioden, og merafkastet endte derfor i -0,8 procentpoint. Det absolutte afkast indfrie vores positive forventninger til 2014, men merafkastet var utilfredsstillende. På sektorbasis var de globale aktiemarkeder primært drevet af reguleret service, health care og energi, blandt andet på grund af mange investorers ønske om stabilitet og dividender. Energisektoren blev ligeledes hjulpet af en højere oliepris i halvåret, der var præget af øget usikkerhed på grund af krisen i Ukraine samt urolighederne i Irak, hvor den islamiske militante gruppe ISIS har overtaget kontrollen med dele af landet. Irak er den næststørste olieproducent i OPEC.

Regionalt var det kun Japan og Østeuropa, der med afkast på henholdsvis 1,3 procent og -2,8 procent skuffede kursmæssigt.

Den økonomiske udvikling og de politiske tiltag i Japan skuffede ikke, i forhold til hvad der var stillet i udsigt, men investorernes forventninger var kommet lidt foran, hvad der var realistisk. Derudover viser de japanske inflationstal tydelige tegn på, at de midlertidige valutaeffekter er ved at løbe ud, og at den underliggende inflation ikke indikerer, at økonomien er i stærk fremgang. I Østeuropa var det primært krisen i Ukraine, der lagde en dæmper på de finansielle markeder. Det har indtil videre været en krise med mange op- og nedture, men det sluttede med en nedtur, hvor Rusland har lukket for gassen til Ukraine, hvor der stadig er uro omkring Ruslands militære intentioner, og hvor Vesten diskuterer yderligere sanktioner mod Rusland.

I Europa var Den Europæiske Centralbank (ECB) tilbage på den økonomiske scene. Renterne blev sat ned igen, og det sendte ECBs indlånsrenter i minus. Derudover kunne centralbankchefen annoncere billigere kapital til små og mellemstore virksomheder gennem et TLTRO-program til banksektoren og gøre det klart, at yderligere kvantitative tiltag var i vente, hvis ikke økonomien snart bedredes, og inflationen steg. Det er måske de rigtige tiltag, men det er naturligvis ikke økonomiske sundhedstegn, og det er derfor svært at være alt for optimistisk. Markedet har primært hæftet sig ved det understøttende i ECBs lempelige pengepolitik og virker ligeledes ubekymret over, at den amerikanske centralbank reducerer sine opkøb af finansielle aktiver. Det europæiske aktiemarked steg 6,1 procent i perioden, og det nordamerikanske 7,8 procent.

Det negative merafkast var bredt fordelt på selskaberne i porteføljen og i indekset. Fordelt på sektorer gav industri det største positive bidrag, og health care fulgte efter. De to forbrugssektorer var at finde i den tunge ende af merafkastskalaen og trak væsentligt fra i merafkastet, men også reguleret service samt finans- og råvaresektoren bidrog negativt.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større globale virksomheder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på de internationale markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Markedsrisikoen vurderes som værende den væsentligste risiko. Dog er der en vis sammenhæng mellem kreditrisikoen på det globale obligationsmarked og markedsrisikoen på det globale aktiemarked. Derfor må det forventes, at større ændringer i kreditratingen i de lande, som afdelingen har investeringer i, vil påvirke værdien af disse investeringer.

Afdelingen har placeret en del af formuen i American Depositary Receipts (ADRs) og Global Depositary 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 eksponering med udstederen af depotbeviset (modpartsrisiko). Afdelingen har udelukkende investeret i børsnoterede depotbeviser med ombytningsret.

Afdelingens risiko er højere end afdelingerne Basis og Pension Basis, som følge af den etiske screening, der medfører at den resterende del af investeringerne får en højere vægt og dermed en mindre risikospredning.

Forventninger til andet halvår

I første halvår har vi set et pænt absolut markedsafkast på 6,8 procent, som har indfriet vores forventninger på 5 til 10 procent for hele 2014, som vi nævnte i det seneste årsregnskab. Indtjeningsforventningerne i markedet har ikke kunnet følge med kurserne, og flere segmenter i markedet er derfor prissat højt. Vi mener ikke, at det langsigtede vækstpotentiale har ændret sig væsentligt, og vurderer derfor, at risikopræmien i markedet er reduceret yderligere. Vi er fortsat bekymrede for afkastets 'holdbarhed', da det om end delvist så stadig er drevet af lavere risikopræmier. Markedet har fortsat tillid til, at det skrøbelige Europa er stabiliseret, og at væksten i USA er robust. Derudover forventes stabilisering af makroøkonomien og forventningerne til virksomhedernes indtjening i emerging markets.

På baggrund af fortsat rigelig likviditet, global makroøkonomisk stabilitet og relativ høj værdiansættelse med begrænset mulighed for yderligere reduktion af den globale risikopræmie forventer vi et aktieafkast på cirka 10 procent i 2014.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	6.800	3.707
Kursgevinster og -tab	9.759	15.496
Administrationsomkostninger	2.061	1.907
Resultat før skat	14.498	17.296
Skat	430	409
Halvårets nettoresultat	14.068	16.887

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	2.201	4.644
1 Kapitalandele	247.248	243.675
Andre aktiver	720	374
Aktiver i alt	250.169	248.693
Passiver		
2 Medlemmernes formue	249.978	248.505
Anden gæld	191	188
Passiver i alt	250.169	248.693

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	49%	49%
Europa	35%	34%
Asien	6%	5%
Pacific	3%	4%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	4%	5%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	20%	20%
IT	17%	16%
Industri	10%	13%
Cykliske forbrugsgoder	12%	13%
Health Care	12%	10%
Andre inklusiv kontanter	29%	28%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	186.731	248.505	144.568	165.093
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		1.807
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-595
Emissioner i året	18.025	24.853	73.065	88.120
Indløsninger i året	27.573	37.542	30.902	39.230
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		94		196
Overført fra resultatopgørelsen		14.068		36.728
Formue ultimo	177.183	249.978	186.731	248.505

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	14.068	16.887	24.212	-27.884	-15.870
Medlemmernes formue (t.kr.)	249.978	231.843	248.259	724.861	714.920
Cirkulerende andele (t.kr.)	177.183	188.565	229.755	673.807	733.463
Indre værdi	141,08	122,95	108,05	107,58	97,47
Omkostninger (%)	0,85	0,86	0,81	0,80	0,84
Halvårets afkast (%)	6,01	8,77	10,13	-3,58	0,06
Sharpe ratio	1,05	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Maj 2003

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010296227

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Dog med hovedvægten på de modne aktiemarkeder i Europa, Nordamerika, Asien og Asien. Aktierne skal handles på en anerkendt børs. Aktierne købes først efter en grundig analyse af både virksomheden og branchen. Investeringsmetoden betyder, at aktierne ofte beholdes i lang tid. Afdeling Pension Basis er fokuseret på at vælge de rigtige virksomheder. Det betyder også, at der ikke er nogen begrænsninger på andele i visse brancher eller lande. Porteføljen indeholder et stort antal virksomheder. Typisk mellem 60 og 100.

Målet for afdeling Pension Basis er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for verdens aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Indekset består af markedsværdi vægtet aktier fra store og mellemstore selskaber i 45 udviklede og udviklingslande.

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.

Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Investor forventes at investere for pensionsmidler, og have mellemlang 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

Afdelingens formue udgjorde 3.805.002 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 2.433.291 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 1.371.711 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 1.183.429 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 188.282 tusinde kroner.

Afdelingen gav et positivt afkast i første halvår af 2014 på 6,4 procent, hvilket skal sammenlignes med 6,8 procent for afdelingens benchmark. Merafkastet var generelt positivt i perioden og toppede i over 2 procentpoint i midten af april, men porteføljen kunne ikke følge med det stærke marked i slutningen af perioden, og merafkastet endte derfor i -0,4 procentpoint. Det absolutte afkast indfrie vores positive forventninger til 2014, men merafkastet var utilfredsstillende. På sektorbasis var de globale aktiemarkeder primært drevet af reguleret service, health care og energi, blandt andet på grund af mange investorers ønske om stabilitet og dividender. Energisektoren blev ligeledes hjulpet af en højere oliepris i halvåret, der var præget af øget usikkerhed på grund af krisen i Ukraine samt urolighederne i Irak, hvor den islamiske militante gruppe ISIS har overtaget kontrollen med dele af landet. Irak er den næststørste olieproducent i OPEC.

Regionalt var det kun Japan og Østeuropa, der med afkast på henholdsvis 1,3 procent og -2,8 procent skuffede kursmæssigt. Den økonomiske udvikling og de politiske tiltag i Japan skuffede ikke, i forhold til hvad der var stillet i udsigt, men investorernes forventninger var kommet lidt foran, hvad der var realistisk. Derudover viser de japanske inflationstal tydelige tegn på, at de midlertidige valutaeffekter er ved at løbe ud, og at den underliggende inflation ikke indikerer, at økonomien er i stærk fremgang. I Østeuropa var det primært krisen i Ukraine, der lagde en dæmper på de finansielle markeder. Det har indtil videre været en krise med mange op- og nedture, men det sluttede med en nedtur, hvor Rusland har lukket for gassen til Ukraine, hvor der stadig er uro omkring Ruslands militære intentioner, og hvor Vesten diskuterer yderligere sanktioner mod Rusland.

I Europa var Den Europæiske Centralbank (ECB) tilbage på den økonomiske scene. Renterne blev sat ned igen, og det sendte ECBs indlånsrenter i minus.

Derudover kunne centralbankchefen annoncere billigere kapital til små og mellemstore virksomheder gennem et TLTRO-program til banksektoren og gøre det klart, at yderligere kvantitative tiltag var i vente, hvis ikke økonomien snart bedredes, og inflationen steg. Det er måske de rigtige tiltag, men det er naturligvis ikke økonomiske sundhedstegn, og det er derfor svært at være alt for optimistisk. Markedet har primært hæftet sig ved det understøttende i ECBs lempelige pengepolitik og virker ligeledes ubekymret over, at den amerikanske centralbank reducerer sine opkøb af finansielle aktiver. Det europæiske aktiemarked steg 6,1 procent i perioden, og det nordamerikanske 7,8 procent.

Det negative merafkast var bredt fordelt på selskaberne i porteføljen og i indekset. Fordelt på sektorer gav industri det største positive bidrag, og health care fulgte efter. De to forbrugssektorer var at finde i den tunge ende af merafkastskalaen og trak væsentligt fra i merafkastet, men også reguleret service samt finans- og råvaresektoren bidrog negativt.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større globale virksomheder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på de internationale markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Markedsrisikoen vurderes som værende den væsentligste risiko. Dog er der en vis sammenhæng mellem kreditrisikoen på det globale obligationsmarked og markedsrisikoen på det globale aktiemarked. Derfor må det forventes, at større ændringer i kreditratingen i de lande, som afdelingen har investeringer i, vil påvirke værdien af disse investeringer.

Afdelingen har placeret en del af formuen 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 eksponering med udstederen af depotbeviset (modpartsrisiko). Afdelingen har udelukkende investeret i børsnoterede depotbeviser med ombytningsret.

Forventninger til andet halvår

I første halvår har vi set et pænt absolut markedsafkast på 6,8 procent, som har indfriet vores forventninger på 5 til 10 procent for hele 2014, som vi nævnte i det seneste årsregnskab.

Indtjeningsforventningerne i markedet har ikke kunnet følge med kurserne, og flere segmenter i markedet er derfor prissat højt. Vi mener ikke, at det langsigtede vækstpotentiale har ændret sig væsentligt, og vurderer derfor, at risikopræmien i markedet er reduceret yderligere. Vi er fortsat bekymrede for afkastets 'holdbarhed', da det om end delvist så stadig er drevet af lavere risikopræmier. Markedet har fortsat tillid til, at det skrøbelige Europa er stabiliseret, og at væksten i USA er robust. Derudover forventes stabilisering af makroøkonomien og forventningerne til virksomhedernes indtjening i emerging markets.

På baggrund af fortsat rigelig likviditet, global makroøkonomisk stabilitet og relativ høj værdiansættelse med begrænset mulighed for yderligere reduktion af den globale risikopræmie forventer vi et aktieafkast på cirka 10 procent i 2014.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	86.327	36.817
Kursgevinster og -tab	131.944	173.456
Administrationsomkostninger	25.554	18.051
Resultat før skat	192.717	192.222
Skat	4.435	3.909
Halvårets nettoresultat	188.282	188.313

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	24.982	21.102
1 Kapitalandele	3.775.973	2.409.215
Andre aktiver	8.752	3.050
Aktiver i alt	3.809.707	2.433.367
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.805.002	2.433.291
Anden gæld	4.705	76
Passiver i alt	3.809.707	2.433.367

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	51%	51%
Europa	33%	34%
Asien	6%	5%
Pacific	3%	3%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	4%	4%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	20%	20%
IT	17%	17%
Stabile forbrugsgoder	12%	13%
Health Care	12%	11%
Energi	10%	10%
Andre inklusiv kontanter	29%	29%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	595.675	2.433.291	574.284	1.984.711
Emissioner i året	285.905	1.203.884	46.161	166.955
Indløsninger i året	5.701	23.563	24.770	96.802
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		3.108		387
Overført fra resultatopgørelsen		188.282		378.040
Formue ultimo	875.879	3.805.002	595.675	2.433.291

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	188.282	188.313	177.370	-77.512	39.164
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.805.002	2.279.466	1.956.319	2.028.485	2.240.002
Cirkulerende andele (t.kr.)	875.879	604.494	595.733	640.025	782.802
Indre værdi	434,42	377,09	328,39	316,94	286,15
Omkostninger (%)	0,81	0,81	0,80	0,80	0,88
Halvårets afkast (%)	6,35	9,11	9,46	-3,50	0,24
Sharpe ratio	1,11	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2000

Risikoklasse: 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap inkl. udbytte

Fondskode: DK0016060346

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i danske virksomheder. Aktierne skal handles på en anerkendt børs. Virksomhederne skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Danmark, eller have den væsentligste del af sin forretning her. Virksomhederne vælges efter en grundig langsigtet analyse. Herunder skal de vurderes som attraktivt prisfastsat.

Målet for afdeling Danmark er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for det danske aktiemarked. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Cap betyder, at indekset er tilpasset de placeringsregler, som er fastlagt i lov om investeringsfor- eninger.

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. Det er derfor forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Investor forventes at være private og selskaber, som investerer for frie midler med middel 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

Afdelingens formue udgjorde 2.442.739 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 1.998.547 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 444.192 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 80.301 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 363.891 tusinde kroner.

Både absolut og relativt blev første halvår endnu en god periode for danske aktier. BankInvest Danmark fik et afkast på 18,49 procent mod 17,28 procent for sammenligningsindekset og leverede dermed en overperformance på 1,21 procent. De primære bidragsydere til den positive performance er afdelingens undervægt i Carlsberg og D/S Norden samt overvægt i Pandora og Auriga, mens afdelingens overvægt i SimCorp er den mest signifikante negative bidragsyder.

Carlsberg-aktien har selvfølgelig været negativt påvirket af uroen i Ukraine i første halvår. Udover de kraftige valutaudsving, som den geopolitiske uro har medført, så har ølproduktionen også været i tilbagegang i Rusland, og Carlsberg var selv ude og nedjustere deres forventninger til den russiske vækst i forbindelse med deres første kvartalsregnskab. Sommeren er dog den klart vigtigste periode for ølsalget, og her kan vejret og fodbold have signifikant betydning. Aktien har faktisk klaret sig pænt efter den skuffende Q1-rapport, og i takt med at det russiske aktiemarked er reboundet markant. En god sommer synes derfor allerede at være indiskonteret i aktien.

D/S Norden er ramt af ekstremt lave fragtrater på tørlastmarkedet, primært som følge af en fortsat overkapacitet af skibe, og at vi nu går ind i lavsæsonen. Herudover har et forbud mod eksport af nikkel og bauxit i Indonesien frigivet yderligere kapacitet i Asien, og den kolde vinter i USA har forhøjet efterspørgslen efter kul og reduceret eksporten og dermed behovet for transport. På længere sigt er tørlastmarkedet på vej mod balance i udbud og efterspørgsel, hvilket alt andet lige vil føre til højere fragtrater og stigende skibsværdier. Pandora-aktien var en af sidste års helt store højdespringere, og den har fortsat de gode takter i år. Selskabet har virkelig fået momentum i salget, som er drevet af nye markeder og nye produkter. Selvom hovedparten af Pandoras omsætning fortsat kommer fra de fire "gamle" markeder, så er de nu i 50 lande, og de nye markeder vokser kraftigt. Frankrig, Italien og Rusland udgør således nu 25 procent af koncernens omsætning mod stort set nul for et par år siden. Fremadrettet skal vækst i Asien og online samt nye produktkategorier såsom ringe drive omsætningen til nye højder.

Auriga er kommet i kapitalfondenes søgelys, og rygterne svirrer om et muligt bud på selskabet. Faktum er, at Auriga over det seneste år har formået at forbedre sin margin betragteligt.

Planlagte omkostningsforbedringer og operationel gearing giver potentiale til et yderligere løft. Industrien er kendetegnet ved at have betragtelige stordriftsfordele, og med en global markedsandel på knap 3 procent giver det god mening at indgå i konsolidering på den lange bane.

SimCorp har skuffet markedet i år med hensyn til antallet af nye ordrer på det nordamerikanske marked. Dette har skabt tvivl om selskabets evne til at penetrere dette marked og dermed tvivl om dets fremtidige vækstprofil. Den ansvarlige direktør for Nordamerika er fyret, og de er i gang med at finde en ny, som skal løfte den nordamerikanske organisation til et nyt niveau, hvor målet er at fordoble omsætningen i de kommende år. I Europa kører forretningen som den skal, og operationel gearing på deres maintenance-forretning giver dem tro på marginforbedringer over de kommende år.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici.

Da afdelingen investerer i aktier på det danske aktiemarked, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på dette marked. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt likviditetsrisiko.

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

Afdelingen har ikke gjort brug af muligheden for at anvende afledte finansielle instrumenter til at reducere afdelingens risiko.

Forventninger til andet halvår

Opsvinget er her, og dansk økonomi er igen begyndt at rette sig. Som en lille, åben økonomi hænger væksten i Danmark uløseligt sammen med de globale konjunkturer og navnlig den økonomiske situation i Europa. Her går det også bedre til gavn for virksomhedernes eksport. Forbrugertilliden herhjemme har faktisk ikke været højere siden krisen, og fortsat lav inflation gør, at vi får mere for vores penge. Et låg på optimismen er dog gældsætningen i danske husholdninger, som ikke giver meget luft til at øge forbruget yderligere.

Det danske aktiemarked er p.t. prissat langt over det globale aktiemarked. Dette kan dog forklares udelukkende med fire af de absolut største børsdarlings: Novozymes, Coloplast, Chr. Hansen og Novo Nordisk. Resten af det danske aktiemarked handler på niveau med globale aktier.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	31.770	33.273
Kursgevinster og -tab	350.314	99.934
Administrationsomkostninger	17.611	14.834
Resultat før skat	364.473	118.373
Skat	582	462
Halvårets nettoresultat	363.891	117.911

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	35.034	9.832
1 Kapitalandele	2.418.458	1.992.431
Aktiver i alt	2.453.492	2.002.263
Passiver		
2 Medlemmernes formue	2.442.739	1.998.547
Anden gæld	10.753	3.716
Passiver i alt	2.453.492	2.002.263

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	100%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	0%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Danmark	94%	93%
Sverige	4%	5%
Storbritannien	0%	1%
Island	1%	1%
Andre inklusiv kontanter	1%	0%
Formue fordelt på sektorer		
Health Care	19%	25%
Finans	23%	24%
Industri	26%	24%
Råvarer	10%	8%
Cykliske forbrugsgoder	11%	8%
Andre inklusiv kontanter	11%	11%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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	275.294	252.532	99.499	64.299
Indløsninger i året	198.318	173.116	345.037	249.712
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		885		427
Overført fra resultatopgørelsen		363.891		504.488
Formue ultimo	2.515.146	2.442.739	2.438.170	1.998.547

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	363.891	117.911	167.481	-121.501	171.072
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.442.739	1.754.453	1.801.005	1.755.716	1.823.389
Cirkulerende andele (t.kr.)	2.515.146	2.626.848	3.222.508	3.003.085	3.446.360
Indre værdi	97,12	66,79	55,89	58,46	52,91
Omkostninger (%)	0,80	0,81	0,82	0,80	0,85
Halvårets afkast (%)	18,49	6,75	10,97	-6,12	9,93
Sharpe ratio	1,25	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 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 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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i selskaber der er hjemmehørende i Latinamerika, Central- og Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien eksklusiv Japan eller selskaber der har den væsentligste del af sin forretning her. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Der kan anvendes særlige finansielle aftaler for at reducere risikoen. Desuden kan der 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 finansiell aftale, der udstedes af en børsmedgælder. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

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, markeds- 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.

Årets afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 582.935 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 398.655 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 184.280 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 145.050 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 39.230 tusinde kroner.

Emerging Markets Aktier steg i første halvår 2014 med 7,09 procent, mens MSCI Emerging Markets steg med 6,76 procent. Både det absolutte og relative afkast lever indtil videre op til de forventninger, vi havde ved årets start.

Udviklingen i emerging markets var positivt påvirket af bedre økonomiske nøgletal i de mere udviklede markeder, aftagende frygt for den økonomiske udvikling i Kina, parlamentsvalg i Indien og Indonesien, forventninger til et muligt systemskifte i Brasilien efter præsidentvalget samt geopolitiske begivenheder i Ukraine og Mellemøsten. Afkast var negativt i Østeuropa som følge af uroen i Ukraine, mens afkastet i de øvrige regioner lå på +7 til 9 procent.

Kursudviklingen på det kinesiske aktiemarked blev understøttet af bedre økonomiske nøgletal og selektive finans- og pengepolitiske lempelser, men til trods for dette klarede markedet sig generelt dårligere end indekset. Indien var det marked, der steg mest som følge af en jordskredssejr til oppositionspartiet, BJP, under ledelse af Narendra Modi. BJP fik absolut flertal i parlamentet, hvilket ikke er sket siden 1984. I perioden 2001 til 2014, hvor Modi var guvernør for staten Gujarat, fik han reduceret korruptionen, øget investeringerne i infrastruktur og skabt attraktive vilkår for erhvervslivet. Aktiemarkedet steg op til valget, og stigningerne fortsatte efter valget, da investorerne forventer, at de ventede ændringer i Indien bliver nemmere at få gennemført. I Brasilien steg markedet i løbet af året på baggrund af, at flere meningsmålinger viste aftagende tilslutning til den nuværende præsident, Dilma Rousseff. Brasilianerne går til præsidentvalg til efteråret, og investorerne håber på et systemskifte til gavn for økonomien og aktiemarkedet.

Merafkastet blev primært drevet af aktieudvælgelsen og ikke af over- eller undervægte i enkelte lande eller sektorer. I Indien steg State Bank of India og Jindal Steel & Power mere end markedet på baggrund af øgede forventninger til væksten og infrastrukturinvesteringer, og i Indonesien bidrog Gudang Garam og Wijaya Karya positivt til merafkastet. I Taiwan steg teknologiselskaberne, Taiwan Semiconductor og Hon Hai Precision, mere end markedet, og i Syd Korea bidrog især præferenceaktierne i Hyundai Motor og Samsung Electronics positivt til afkastet. I Brasilien bidrog Anhangüera, der er en privat udbyder af undervisning, positivt til merafkastet, da der kom klarhed omkring fusionen med Kroton.

Af negative bidragsydere kan nævnes China Resources Land og China Life, Sberbank og Mobile Telesystems i Rusland og SJM Holdings i Macau.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici.

Da afdelingen investerer i aktier i Emerging Markets har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risiko- en består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Af andre risikofaktorer er modpartsrisiko og likviditetsrisiko samt risikoen for, at værdier mistes, nationaliseres eller ikke længere kan omsættes på grund af for eksempel risikoen for borgerkrig eller statskup er også relevant for afdelingen.

Forventninger til 2014

Vi forventer, at 2014 bliver et år med moderat global vækst og nogen spredning i væksten, hvor emerging markets-økonomierne under ét meget vel kan levere bedre vækst end i 2013.

For 2014 er forventningen, at foreningen opnår et positivt afkast på 5 til 10 procent på niveau med eller bedre end benchmark. Afkastet kan dog blive højere eller lavere – som følge af de mere positive konjunkturer i de mere udviklede lande, men der er også nogen usikkerhed omkring de geopolitiske begivenheder og de potentielle negative påvirkninger for emerging markets. Mere klarhed omkring den økonomiske udvikling i Kina samt et systemskifte i Brasilien vil være positive nyheder for emerging markets.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	7.093	804
Kursgevinster og -tab	36.846	1.017
Administrationsomkostninger	4.108	371
Resultat før skat	39.831	1.450
Skat	601	15
Halvårets nettoresultat	39.230	1.435

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	14.020	27.701
1 Kapitalandele	571.121	378.647
Andre aktiver	4.226	1.488
Aktiver i alt	589.367	407.836
Passiver		
2 Medlemmernes formue	582.935	398.655
Anden gæld	6.432	9.181
Passiver i alt	589.367	407.836

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94%	90%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	4%	5%
Andre aktiver og passiver	2%	5%
Formue fordelt på regioner		
Asien	62%	58%
Latinamerika	16%	17%
Mellemøsten / Afrika	10%	8%
Østeuropa	5%	7%
Pacific	5%	5%
Andre inklusiv kontanter	2%	5%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	27%	10%
IT	19%	10%
Cykliske forbrugsgoder	12%	26%
Stabile forbrugsgoder	9%	0%
Energi	8%	0%
Andre inklusiv kontanter	25%	54%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	395.782	398.655	0	0
Emissioner i året	144.726	145.097	395.782	395.786
Indløsninger i året	100	100	0	0
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		53		1.434
Overført fra resultatopgørelsen		39.230		1.435
Formue ultimo	540.408	582.935	395.782	398.655

3 Femårsoversigt	30.06.14
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	39.230
Medlemmernes formue (t.kr.)	582.935
Cirkulerende andele (t.kr.)	540.408
Indre værdi	107,87
Omkostninger (%)	0,84
Halvårets afkast (%)	7,09
Sharpe ratio	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 2007

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010146760

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i europæiske virksomheder. Virksomheden skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Europa eller have den væsentligste del af sin forrøtning her. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Målet for afdeling Europæiske Aktier er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for det europæiske aktiemarked. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette består af aktier fra store og mellemstore selskaber i Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Grækenland, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Spanien, Sverige, Schweiz og England.

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 vis risikospredning ved at investere i et stort antal aktier i forskellige europæiske 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.

Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. 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

Afdelingens formue udgjorde 1.174.785 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 1.571.547 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -396.762 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -457.541 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 60.779 tusinde kroner.

Afdelingen har i første halvår af 2014 haft et positivt afkast på 5,1 procent, hvilket skal sammenholdes med et afkast på 6,1 procent for benchmark. Afkastet var præget af en positiv udvikling frem til midten af april, hvor merafkastet var cirka 1 procentpoint. Denne periode var kendetegnet ved negativ udvikling i indtjeningsforventningerne til virksomhederne og et markedsaktieafkast på +/- 2 procent. Herefter steg aktiemarkedet i Europa relativt kraftigt, og porteføljen kunne ikke følge med.

De væsentligste årsager til den positive markedsudvikling skal ses i lyset af en stabilisering og begyndende vending af flere landes økonomier i Europa, indikationer på bedre indtjeningsudsigter hos virksomhederne samt Den Europæiske Centralbanks understøttende og lempelige likviditetspolitik. Markedet virker heller ikke bekymret for effekterne af den amerikanske centralbanks løbende, mindre obligationsopkøb på værdiansættelsen af finansielle aktiver, som der var stor bekymring over sidste år. Opkøbet af obligationer er på et år reduceret fra 85 milliarder dollars om måneden til nu 35 milliarder dollars. Aktiemarkedet er således steget 7,4 procent i USA i første halvår, godt hjulpet af gode økonomiske nøgletal for vækst og beskæftigelse samt lavere renter.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større europæiske virksomheder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på det europæiske aktiemarked. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko. Markedsrisikoen vurderes som værende den væsentligste risiko. Dog er der en vis sammenhæng mellem kreditrisikoen på det europæiske obligationsmarked og markedsrisikoen på det europæiske aktiemarked.

Derfor må det forventes, at større ændringer i kreditratingen i de lande, som afdelingen har investeringer i, vil påvirke værdien af disse investeringer.

Forventninger til andet halvår

I første halvår har det europæiske aktiemarked klaret sig lidt under det amerikanske. Vi forventer dog fortsat, at den lavere prisfastsættelse af virksomhederne i Europa end i USA, et begyndende om end svagt vækststopsving i Europa samt en lempeligere likviditetspolitik vil resultere i et bedre afkast end i USA for året som helhed. Vi vurderer dog, at der er flere segmenter, der også i Europa begynder at se ud til at være prissat højt, og at andet halvår ikke kommer til at byde på samme afkast som i første halvår. Hertil kommer konflikten mellem Rusland og Ukraine, der angiver en højere risiko for økonomierne og dermed virksomhederne i Europa på grund af øget samhandel i forhold til de øvrige regioner i verden.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	23.877	28.593
Kursgevinster og -tab	47.954	15.640
Administrationsomkostninger	9.140	9.444
Resultat før skat	62.691	34.789
Skat	1.912	2.999
Halvårets nettoresultat	60.779	31.790

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	10.404	8.543
1 Kapitalandele	1.157.477	1.565.764
Andre aktiver	13.741	2.373
Aktiver i alt	1.181.622	1.576.680
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.174.785	1.571.547
Anden gæld	6.837	5.133
Passiver i alt	1.181.622	1.576.680

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	98%	100%
Børsnoterede finansielle instrumenter	2%	0%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på lande		
Storbritannien	25%	29%
Schweiz	26%	19%
Danmark	8%	10%
Tyskland	8%	9%
Frankrig	10%	9%
Andre inklusiv kontanter	23%	24%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	21%	26%
Stabile forbrugsgoder	15%	18%
Industri	14%	15%
Cykliske forbrugsgoder	11%	13%
Health Care	13%	11%
Andre inklusiv kontanter	26%	17%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	995.086	1.571.547	780.168	1.106.538
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		19.503
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-400
Emissioner i året	34.213	55.114	231.368	352.783
Indløsninger i året	321.670	514.302	16.450	24.580
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.647		595
Overført fra resultatopgørelsen		60.779		156.115
Formue ultimo	707.629	1.174.785	995.086	1.571.547

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	60.779	31.790	37.874	18.090	-20.644
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.174.785	1.156.385	765.731	979.256	1.083.107
Cirkulerende andele (t.kr.)	707.629	805.591	597.368	686.116	848.954
Indre værdi	166,02	143,54	128,18	142,72	127,58
Omkostninger (%)	0,78	0,81	0,79	0,80	0,84
Halvårets afkast (%)	5,12	2,92	4,59	1,66	-2,13
Sharpe ratio	0,74	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: December 2001

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Europe inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010283910

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i europæiske virksomheder. Virksomheden skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Europa, eller have den væsentligste del af sin forretning her. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Målet for afdeling Pension Europæiske Aktier er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for det europæiske aktiemarked. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette består af aktier fra store og mellemstore selskaber i Østrig, Belgien, Danmark, Finland, Frankrig, Tyskland, Grækenland, Irland, Italien, Holland, Norge, Portugal, Spanien, Sverige, Schweiz og England.

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 er målrettet pensionsopsparing eller penge i virksomhedsordningen.

Afdelingen søger at opnå en vis risikospredning ved at investere i et stort antal aktier i forskellige europæiske lande og sektorer. Trods dette vil afdelingens afkast kunne 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. 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. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen.

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 formue udgjorde 502.504 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 532.451 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -29.947 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -54.171 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 24.224 tusinde kroner.

Afdelingen har i første halvår af 2014 haft et positivt afkast på 4,8 procent, hvilket skal sammenholdes med et afkast på 6,1 procent for vores benchmark. Afkastet var præget af en positiv udvikling frem til midten af april, hvor merafkastet var næsten 1 procentpoint. Denne periode var kendetegnet ved negativ udvikling i indtjeningsforventningerne til virksomhederne og et markedsaktieafkast på +/- 2 procent. Herefter steg aktiemarkedet i Europa relativt kraftigt, og porteføljen kunne ikke følge med.

De væsentligste årsager til den positive markedsudvikling skal ses i lyset af en stabilisering og begyndende vending af flere landes økonomier i Europa, indikationer på bedre indtjeningsudsigter hos virksomhederne samt Den Europæiske Centralbanks understøttende og lempelige likviditetspolitik. Markedet virker heller ikke bekymret over effekterne af en amerikanske centralbanks løbende mindre obligationsopkøb på værdiansættelsen af finansielle aktiver, som der var stor bekymring over sidste år. Opkøbet af obligationer er på et år reduceret fra 85 milliarder dollars om måneden til nu 35 milliarder dollars. Aktiemarkedet er således steget 7,4 procent i USA i første halvår, godt hjulpet af gode økonomiske nøgletal for vækst og beskæftigelse samt lavere renter.

Særlige risici – herunder forretningsræssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større europæiske virksomheder, har afdelingen en forretningsræssig risiko på udviklingen på det europæiske aktiemarked. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Markedsrisikoen vurderes som værende den væsentligste risiko. Dog er der en vis sammenhæng mellem kreditrisikoen på det europæiske obligationsmarked og markedsrisikoen på det europæiske aktiemarked. Derfor må det må forventes, at større ændringer i kreditratingen i de lande, som afdelingen har investeringer i, vil påvirke værdien af disse investeringer.

Forventninger til andet halvår

I første halvår har det europæiske aktiemarked klaret sig lidt under det amerikanske. Vi forventer dog fortsat, at den lavere prisfastsættelse af virksomhederne i Europa end i USA, et begyndende om end svagt vækstsving i Europa samt en lempeligere likviditetspolitik vil resultere i et bedre afkast end i USA for året som helhed. Vi vurderer dog, at der er flere segmenter, der også i Europa begynder at se ud til at være prissat højt, og at andet halvår ikke kommer til at byde på samme afkast som i første halvår. Hertil kommer konflikten mellem Rusland og Ukraine, der angiver en højere risiko for økonomierne og dermed virksomhederne i Europa på grund af øget samhandel i forhold til de øvrige regioner i verden.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	10.766	12.938
Kursgevinster og -tab	18.899	8.720
Administrationsomkostninger	4.218	4.330
Resultat før skat	25.447	17.328
Skat	1.223	1.354
Halvårets nettoresultat	24.224	15.974

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	3.735	2.099
1 Kapitalandele	496.832	529.380
Andre aktiver	6.146	1.418
Aktiver i alt	506.713	532.897
Passiver		
2 Medlemmernes formue	502.504	532.451
Anden gæld	4.209	446
Passiver i alt	506.713	532.897

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på lande		
Storbritannien	25%	29%
Schweiz	26%	19%
Danmark	8%	10%
Tyskland	8%	9%
Frankrig	10%	9%
Andre inklusiv kontanter	23%	24%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	21%	26%
Stabile forbrugsgoder	16%	18%
Industri	14%	15%
Cykliske forbrugsgoder	11%	13%
Health Care	13%	11%
Andre inklusiv kontanter	25%	17%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	275.129	532.451	301.675	516.849
Emissioner i året	601	1.204	7.670	14.527
Indløsninger i året	28.001	55.494	34.216	63.205
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		119		33
Overført fra resultatopgørelsen		24.224		64.247
Formue ultimo	247.729	502.504	275.129	532.451

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	24.224	15.974	24.817	12.960	-14.963
Medlemmernes formue (t.kr.)	502.504	505.736	498.247	658.298	771.495
Cirkulerende andele (t.kr.)	247.729	286.775	321.575	389.975	522.723
Indre værdi	202,84	176,35	154,94	168,81	147,59
Omkostninger (%)	0,82	0,81	0,81	0,81	0,86
Halvårets afkast (%)	4,81	2,93	4,62	1,76	-2,16
Sharpe ratio	0,72	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2008

Risikoklasse: 3

Benchmark: Barclays World Government Inflation Linked Bonds TR Hedged DKK

Fondskode: DK0015908719

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i globale indeksobligationer. Indeksobligationer er obligationer, hvor renter og afdrag følger prisudviklingen i samfundet. Obligationerne kan være udstedt i amerikanske dollar, euro, engelske pund samt svenske og danske kroner. Strategien indeholder ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande. Der kan således være betydelige afvigelser i enkelte lande i forhold til sammenlignelige globale indeks.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Den gode kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. I denne afdeling skal obligationerne minimum have en god kreditkarakter over 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.

Afdelingen har en varighed på minimum 3 år.

Afdelingen kan gøre brug af afledte finansielle instrumenter på såvel dækket som udækket basis i henhold til lovgivning og bekendtgørelser. Anvendelse på dækket basis betyder at afdelingen direkte afdækker sine risici, mens anvendelse på udækket basis kan være et udtryk for indirekte afdækning af risici eller for forøgelse af risici med henblik på et højere forventet afkast.

Afdelingen tilstræber at afdække valutaeksponeringen i andre valutaer end DKK og EUR.

Afdelingen 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). Dette består af indeksobligationer fra Australien, Canada, Frankrig, Tyskland, England, Italien, Japan, Sverige og USA.

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.

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

Afdelingens formue udgjorde 1.148.064 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 1.527.101 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -379.037 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -406.289 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 62.983 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår af 2014 et afkast på 4,81 procent, hvilket er lidt under afkastet på sammenligningsindekset, som var 5,26 procent. Når afdelingens afkast ikke helt kunne matche afkastet på sammenligningsindekset, skyldtes det primært afdelingens danske obligationer, som har leveret et meget beskedent afkast i første halvår. Det har også trukket ned, at afdelingen samlet set havde en lavere varighed end indekset, i en periode hvor de fleste renter har været faldende. Til gengæld har det bidraget positivt til afdelingens afkast, at den har haft en eksponering til de italienske indeksobligationer. De har i første halvår givet et afkast på knap 10 procent. Dermed var Italien sammen med Canada det bedste marked i første halvår. Af de større markeder var det engelske marked det dårligste i første halvår med et afkast på knap 4 procent. Afdelingen er undervægtet i engelske indeksobligationer, herunder navnlig de længste. UK er i stigende grad i fokus som det land blandt de største økonomier, som forventes først at rykke ud med en renteforhøjelse. Det har lagt et opadgående pres på renterne i UK i forhold til renterne i USA og eurozonen.

Det absolutte afkast på afdelingen var noget bedre end forventningerne ved indgangen til 2014, som gik på et meget lavt afkast med en ikke ubetydelig risiko for negativt afkast. Det positive absolutte afkast skyldtes et fald i realrenten, som satte ind fra starten af året, og som frem til halvårets slutning trak realrenten på globalt niveau ned med mere end 0,25 procentpoint. Inflationsudviklingen og dermed inflationstilskrivningen bidrog kun beskedent til det samlede afkast. Tilskrivningen blev for første halvår 1,3 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. Tilskrivningen er traditionelt større i første halvår end i andet halvår, så vi vil formentlig også i år se en samlet tilskrivning for hele året, som er under 2 procent. Som i de foregående år har UK og US leveret en højere tilskrivning end det generelle marked, men som noget nyt har japanske indeksobligationer også oplevet positiv tilskrivning. Det hænger sammen med forhøjelsen af momsen i Japan i april fra 5 til 8 procent, som gav et løft til inflationen i april.

Ligevægtsinflationen på globalt niveau sluttede året på 2,6 procent. Det var stort set samme niveau som ved årets begyndelse, men det dækkede over en stigning i ligevægtsinflationen på amerikanske indeksobligationer, et fald i ligevægtsinflationen på europæiske og en nogenlunde uændret engelsk ligevægtsinflation. Det harmonerede meget godt med den faktiske inflationsudvikling, hvor eurozonen skilte sig ud med en overraskende lav inflation. For den senest tilgængelige måned (maj) var den årlige inflationsrate på 0,5 procent. Målt på økonomisk aktivitet er 5 procent af eurozonen i øjeblikket i deflation, og kun ét land i eurozonen, nemlig Østrig, har en inflation på over 1 procent. Priserne falder i øjeblikket på godt 25 procent af de varer og serviceydelser, der indgår i opgørelsen af inflationen, så der er ingen tvivl om, at risikoen for deflation ikke er ubetydelig. Det var da også på baggrund af disse og andre observationer, at Den Europæiske Centralbank (ECB) skred til handling i begyndelsen af juni og gennemførte en rentenedsættelse og en række andre tiltag, som har til hensigt at bremse faldet i inflationen.

Danmark har også været præget af meget lav inflation, senest 0,5 procent i maj i årlig inflation – det samme som i eurozonen. Nationalbanken har modsat ECB ikke et inflationsmandat og er alene fokuseret på kronens stabilitet i forhold til euroen. Da kronen var lidt under pres i foråret, og Nationalbanken måtte intervenere for at imødegå presset, førte det i sidste ende til en dansk renteforhøjelse. Renteforhøjelsen kombineret med ECBs rentenedsættelse, bragte de danske renter op over eurorenterne og tog presset af kronen.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i globale indeksobligationer udstedt eller garanteret af stater samt indekserede realkreditobligationer obligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen i obligationsmarkedet.

Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, renterisiko, kreditrisiko og valutarisiko.

Afdelingen har anvendt valutaterminsforretninger til afdækning af valutarisikoen primært i forhold til amerikanske dollar, britiske pund, euro og svenske kroner.

Forventninger til andet halvår

Rentefaldet i 2014 har i meget høj grad været karakteriseret ved et nærmest synkront forløb i realrenterne og de nominelle renter. Ligevægtsinflationen har med andre ord været forbløffende stabil. Det er særligt overraskende, når vi tager udviklingen i den faktiske inflation med i betragtningen. Når ligevægtsinflationen således ikke har reageret på de lavere faktiske inflationsniveauer, gør det indeksobligationer sårbare over for rentestigninger herfra. For selvom inflationen ser ud til at være bundet for nu på globalt plan, så er det allerede inddiskonteret i prisfastsættelsen af globale indeksobligationer, at inflationen relativt hurtigt vender tilbage til centralbankernes mål på cirka 2 procent. Hvis det sker, må vi samtidig forvente, at centralbankerne vil reagere ved at sætte renterne op, og det vil ramme de globale indeksobligationer via den lange varighed på obligationerne. Det er dermed ikke vores forventning, at globale indeksobligationer vil kunne "veksle" en stabilisering af inflationen eller en decideret stigning i inflationen til et merafst i forhold til nominelle obligationer. Det merafst, som globale indeksobligationer har registreret i første halvår sammenlignet med nominelle obligationer, venter vi derfor ikke varer ved. I en situation, hvor renterne generelt set heller ikke ventes at falde yderligere i andet halvår, betyder de meget lave afkastforventninger til afdelingen for andet halvår således et afkast tæt på 0.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	8.931	20.447
Kursgevinster og -tab	59.836	-137.468
Administrationsomkostninger	5.784	12.944
Resultat før skat	62.983	-129.965
Halvårets nettoresultat	62.983	-129.965

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	71.173	7.315
1 Obligationer	1.090.284	1.510.821
1 Afledte finansielle instrumenter	672	24.658
Andre aktiver	17.325	8.714
Aktiver i alt	1.179.454	1.551.508
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.148.064	1.527.101
1 Afledte finansielle instrumenter	10.894	20.967
Anden gæld	20.496	3.440
Passiver i alt	1.179.454	1.551.508

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	84%	83%
Finansielle instrumenter noteret på andet reg. marked	11%	16%
Øvrige finansielle instrumenter	-1%	0%
Andre aktiver og passiver	6%	1%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	41%	44%
Investment grade A-BBB	9%	9%
Ingen rating	44%	45%
Andre inklusiv kontanter	6%	2%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	8%	4%
Varighed 2-5 år	26%	23%
Varighed > 5 år	66%	73%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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	7.586	9.215	113.728	150.457
Indløsninger i året	338.276	416.274	1.460.175	1.843.776
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		770		3.808
Overført fra resultatopgørelsen		62.983		-162.077
Formue ultimo	925.832	1.148.064	1.256.522	1.527.101

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	62.983	-129.965	56.700	63.004	47.840
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.148.064	2.324.450	2.207.929	1.798.896	1.489.507
Cirkulerende andele (t.kr.)	925.832	1.883.077	1.727.902	1.518.534	1.295.718
Indre værdi	124,00	123,44	127,78	118,46	114,96
Omkostninger (%)	0,43	0,39	0,42	0,42	0,45
Halvårets afkast (%)	4,81	-4,97	2,85	4,23	3,98
Sharpe ratio	1,05	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2000

Risikoklasse: 5

Benchmark: 50% MSCI Consumer Discretionary Index og 50% MSCI Consumer Staples

Fondskode: DK0010266741

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik 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. Aktierne skal handles på en anerkendt børs. Investeringerne rettes imod virksomheder, som får glæde af et stigende privatforbrug eller en ændring af forbrugsmønstret. Stigningen eller ændringen kan komme på mange måder f.eks. bedre økonomi, ændret befolkningssammensætning eller mere fritid.

Målet for afdeling Globalt Forbrug er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks over forbrugsaktier. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette vægtede benchmark består af globale aktier fra store og mellemstore selskaber i udviklede lande der producerer stabile og cykliske forbrugsgoder.

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

Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. 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

Afdelingens formue udgjorde 3.508.304 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 4.996.550 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -1.488.246 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -997.951 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde -136.369 tusinde kroner.

Afdelingen opnåede i første halvår af 2014 et afkast på -2,5 procent, mens sammenligningsindekset i samme periode viste et afkast på 4,0 procent. Dette medfører en underperformance på 6,5 procentpoint. I første halvår af 2014 har aktiemarkederne fortsat været præget af centralbankernes politik i tråd med vores forventninger, og kurserne er fortsat med at stige til nye rekordniveauer. Verdensøkonomien har vist forbedringstegn, hvilket dog endnu ikke i større udstrækning har afspejlet sig i indtjeningen på aktiemarkedet generelt.

Blandt de største positive bidragsydere til performance i første halvår af 2014 er AutoZone, SABMiller og Imperial Tobacco.

AutoZone, der sælger reservedele til biler, er steget, idet selskabet forsætter med at levere stærke resultater. Selskabet har således aflagt to flotte kvartalsregnskaber i første halvår. En af årsagerne til de stærke resultater er blandt andet den hårde amerikanske vinter, som har øget salget grundet større slid på bilerne.

Bryggerikoncernen SABMiller blev tilkøbt i halvåret, men opnåede alligevel en position blandt de tre bedste bidragsydere. I starten af året opstod der en ret udbredt frygt for den økonomiske udvikling på de fortsat uudviklede markeder. Da SABMiller driver hovedparten af deres forretning her, medførte det en god købsmulighed i aktien. Siden er denne frygt aftaget, og der er ydermere rygter om, at selskabet kan være et opkøbsmål.

Tobaksproducenten Imperial Tobacco er steget i første halvår efter en stabilisering i det europæiske tobaksmarked, herunder især det sydeuropæiske tobaksmarked. Imperial Tobacco har haft problemer med faldende omsætningsvolumener, men har de seneste kvartaler rapporteret om mindre fald i de underliggende omsætningsvolumener.

Omvendt er det især selskabet GNC Holdings, der har bidraget negativt til porteføljens performance i perioden. Efter at have leveret flotte resultater i 2013, har 2014 budt på udfordringer for GNC mod investorernes forventninger, og aktien er derfor faldet betydeligt.

Selskabet fik en hård start på året som følge af den hårde amerikanske vinter, der medførte svag trafik i selskabets sneramte butikker. Da vinteren og sneen forsvandt, var forventningen blandt investorerne, at salget ville vende tilbage til de historiske niveauer. Ved det seneste kvartalsregnskab i starten af maj skuffede GNC dog investorerne og sænkede indtjeningsforventningerne for året. Vi havde dog reduceret positionen markant inden regnskabsafslæggelsen.

Foruden GNC Holdings har SJM Holdings og Coach været blandt de største negative bidragsydere til performance i første halvår. SJM, der driver og ejer kasinoer i Macau, er faldet i årets første seks måneder som følge af øget usikkerhed med hensyn til den kinesiske økonomi samt frygt for øget kinesisk regulering af kapitalen til Macau. Taske- og lædervareproducenten Coach er faldet i første halvår som følge af svigtende salg i det vigtige nordamerikanske marked, som udgør størstedelen af forretningen.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større globale virksomheder indenfor de to forbrugssektorer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på det globale aktiemarked. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Markedsrisikoen vurderes som værende den væsentligste risiko. Dog er der en vis sammenhæng mellem kreditrisikoen på det globale obligationsmarked og markedsrisikoen på det globale aktiemarked. Derfor må det forventes, at større ændringer i kreditratingen i de lande, som afdelingen har investeringer i, vil påvirke værdien af disse investeringer.

Forventninger til andet halvår

Det er fortsat vores forventning, at den økonomiske politik fra centralbankernes side vil styre aktiemarkedene. De relativt dyre værdiansættelser kræver vækstrater for indtjeningen, der ligger noget over, hvad vi ser i dag, for at kunne retfærdiggøres, så økonomisk stimuli fra verdens centralbankers side lader til at være essentielt. Der må forventes at det dårlige vejr, der prægede den amerikanske økonomi i første halvår af 2014, vil være til gavn for væksten henover sommeren. Denne effekt bør aftage mod årets afslutning og nøgletallene vil fremstå mere rene.

Som udgangspunkt forventer vi altid, at en nogenlunde veldiversificeret aktieportefølje gennemsnitligt vil give et afkast på 0 til 15 procent per år, dog med store afvigelser på enkeltperioder.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	67.197	70.882
Kursgevinster og -tab	-163.935	478.654
Administrationsomkostninger	33.394	38.667
Resultat før skat	-130.132	510.869
Skat	6.237	7.286
Halvårets nettoresultat	-136.369	503.583

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	9.392	85.404
1 Kapitalandele	3.482.839	4.903.323
Andre aktiver	105.102	8.138
Aktiver i alt	3.597.333	4.996.865
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.508.304	4.996.550
Anden gæld	89.029	315
Passiver i alt	3.597.333	4.996.865

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	55%	59%
Europa	30%	28%
Japan	8%	7%
Pacific	4%	4%
Mellemøsten / Afrika	3%	2%
Andre inklusiv kontanter	0%	0%
Formue fordelt på sektorer		
Cykliske forbrugsgoder	47%	54%
Stabile forbrugsgoder	52%	44%
Andre inklusiv kontanter	1%	2%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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	19.509	36.848	231.649	448.099
Indløsninger i året	542.118	1.035.702	380.812	750.842
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		903		1.506
Overført fra resultatopgørelsen		-136.369		934.776
Formue ultimo	1.874.170	3.508.304	2.396.779	4.996.550

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-136.369	503.583	390.319	-37.323	152.878
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.508.304	5.071.616	4.048.988	2.542.498	1.742.452
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.874.170	2.647.844	2.294.395	1.718.683	1.275.155
Indre værdi	187,19	191,54	176,47	147,93	136,65
Omkostninger (%)	0,78	0,79	0,82	0,81	0,83
Halvårets afkast (%)	-2,55	11,39	12,42	-1,34	12,88
Sharpe ratio	1,48	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 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 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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer udstedt af stater og virksomheder fra emerging markets. Det vil sige markeder under økonomisk udvikling. De defineres her som Latinamerika, Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien undtagen Japan. Minimum 90 procent af obligationerne skal være udstedt i euro eller amerikanske dollar. Obligationer udstedt på emerging markets giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har også en 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 obligationerne minimum have en kreditkarakter på CC, men minimum 25 procent af formuen skal placeres i obligationer med kreditkarakter på BBB- eller derover. Dog kan 10 procent af formuen placeres i obligationer uden kreditkarakter, mens 5 procent af midlerne kan bestå af obligationer, som er faldet under CC. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Afdelingen kan gøre brug af afledte finansielle instrumenter på såvel dækket som udækket basis i henhold til lovgivning og bekendtgørelser. Anvendelse på dækket basis betyder at afdelingen direkte afdækker sine risici, mens anvendelse på udækket basis kan være et udtryk for indirekte afdækning af risici eller for forøgelse af risici med henblik på et højere forventet afkast. Afdelingen tilstræber at afdække valutaeksponeringen i andre valutaer end DKK og EUR.

Målet for afdeling Højrentelande er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for obligationer udstedt i udviklingslande. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette er sammensat af to markedsværdi vægtede indeks der samlet består af globale US-dollar denominerede emerging markets virksomheds- og statsobligationer.

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.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande, er generelt behæftet med større risiko end investering i 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 markant 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. 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

Afdelingens formue udgjorde 5.073.907 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 5.073.907 tusinde kroner ultimo 2012, svarende til en nettotilvækst på -185437 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 11.643 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 336.995 tusinde kroner.

Porteføljen fik et afkast på 6,79 procent i første halvår af 2014 efter omkostninger mod et afkast for benchmark på 7,33 procent. Porteføljen har dermed givet et afkast lidt under benchmark.

Afkastet for såvel afdeling som benchmark har dermed oversteget vores forventninger til hele året. Ved indgangen til året ventede vi et afkast på mellem 3 og 6 procent for hele året i forventning om en moderat rentestigning i USA og en mindre indsnævring i emerging markets-kreditspændene. Indsnævringen af kreditspændene har fundet sted, men den er sket, samtidig med at renterne er faldet markant i USA.

En moderat vækst i USA kombineret med fravær af inflationspres og fortsat lempelig pengepolitik er årsagen til rentefaldet. Over halvåret er kreditspændet for stater indsnævret med 0,4 procentpoint, mens spændet for virksomheder på benchmark-niveau er indsnævret med cirka 0,3 procentpoint. Dette er som nævnt sket samtidig med et amerikansk rentefald. Renten på den tiårige statsobligation er siden årsskiftet faldet 0,4 procent til 2,5 procent ved udgangen af andet kvartal.

Over halvåret har emerging markets-stater givet det højeste afkast som følge af en lidt større spændindsnævring og en lidt længere varighed på statsobligationer end på virksomhedsobligationer. På regionalt niveau har Latinamerika bidraget med det højeste afkast på godt 10 procent, hvilket især skyldes Venezuela, Argentina og Brasilien. Modsat har Østeuropa med 6 procent givet det laveste regionale afkast. Afkastet i Østeuropa har været påvirket af den dramatiske politiske udvikling i Ukraine, der har påvirket obligationskurserne negativt i såvel Ukraine som Rusland.

Set i forhold til benchmark har afdelingen opnået et pænt merafkast ved en overvægt i Indonesien og Argentina kombineret med et stort positivt bidrag fra obligationsudvælgelsen. Obligationsudvælgelsen bidrager også positivt i Filippinerne, ligesom en overvægt i Venezuela og en nulvægt i Sydkorea bidrager positivt til det relative merafkast. På baggrund af situationen i Ukraine har en overvægt i Rusland bidraget negativt til det relative afkast, ligesom en overvægt i De Forenede Arabiske Emirater og en undervægt i Ungarn har bidraget negativt til porteføljens afkast sammenlignet med benchmark.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt af lande og virksomheder fra emerging markets har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. I forhold til de særlige risici som knytter sig til obligationsafdelinger, er de væsentligste risikofaktorer kreditrisiko og modpartsrisiko samt likviditetsrisiko.

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

Forventninger til andet halvår

Vi forventer, at den rigelige likviditet og den lempelige pengepolitik i USA og Europa vil understøtte emerging markets. Ligeledes vil en højere vækst i de vestlige lande bidrage positivt til væksten i emerging markets, hvor landene er blevet mere konkurrencedygtige efter sidste års svækkelse af emerging markets-valutaerne. Vi holder fast i vores forventninger fra starten af året om en svagt stigende amerikansk rente. Da kreditspændene allerede er indsnævret en del over året, forventer vi kun beskedne indsnævring af kreditspændene herfra.

For resten af året ventes derfor et afkast svarende til kuponen på knap 3 procent på halvåret, hvilket vil bringe det samlede afkast på året op omkring 9 procent.

Der er dog betydelig usikkerhed knyttet til det forventede afkast. Først og fremmest er den geopolitiske situation meget usikker med borgerkrigs-lignende tilstande i Ukraine og en markant optrapning af kampene i Irak og dermed en øget risiko i Mellemøsten. Endelig er Argentina tæt på en delvis konkurs efter et nederlag i USA's højesteret til obligationssejere, der kræver fuld kompensation i forhold til konkursen i 2001. I skrivende stund forhandler parterne, men findes der ikke en løsning inden udgangen af juli, står Argentina overfor en delvis konkurs. Vi forventer, at der findes en forhandlingsløsning, da ingen af parterne har interesse i eller gavn af en konkurs. Alternativet er en moderat restrukturering af gælden, hvilket allerede er afspejlet i priserne. Porteføljen har investeret 1,5 procent i obligationer, der er direkte berørt af retssagen, og 2,5 procent i obligationer, der ikke er omfattet af retssagen. En delvis konkurs eller en restrukturering vil dog påvirke afkastet negativt.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	138.840	171.377
Kursgevinster og -tab	229.246	-456.625
Administrationsomkostninger	31.091	39.007
Resultat før skat	336.995	-324.255
Halvårets nettoresultat	336.995	-324.255

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	221.469	165.184
1 Obligationer	4.791.804	4.991.298
1 Afledte finansielle instrumenter	21.776	34.082
Andre aktiver	63.806	79.926
Aktiver i alt	5.098.855	5.270.490
Passiver		
2 Medlemmernes formue	5.073.907	5.259.344
1 Afledte finansielle instrumenter	2.256	0
Anden gæld	22.692	11.146
Passiver i alt	5.098.855	5.270.490

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	88%	95%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	7%	0%
Øvrige finansielle instrumenter	0%	1%
Andre aktiver og passiver	5%	4%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	1%	0%
Investment grade A-BBB	46%	53%
Non Investment grade BB-CCC	36%	34%
Ingen rating	11%	8%
Andre inklusiv kontanter	6%	5%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	11%	12%
Varighed 2-5 år	36%	38%
Varighed > 5 år	53%	50%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	8.009.205	5.259.344	9.392.776	6.986.740
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		552.635		587.048
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		18.560		30.956
Emissioner i året	343.873	209.365	151.470	103.380
Indløsninger i året	290.003	197.832	1.535.041	1.050.904
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		110		4.704
Overført fra resultatopgørelsen		336.995		-228.483
Formue ultimo	8.063.075	5.073.907	8.009.205	5.259.344

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	336.995	-324.255	434.966	274.261	825.644
Medlemmernes formue (t.kr.)	5.073.907	5.602.376	6.507.515	7.765.780	8.748.431
Cirkulerende andele (t.kr.)	8.063.075	8.685.026	9.496.976	10.970.860	12.289.402
Indre værdi	62,93	64,51	68,52	70,79	71,19
Omkostninger (%)	0,61	0,60	0,60	0,60	0,63
Halvårets afkast (%)	6,79	-5,40	6,53	3,60	9,22
Sharpe ratio	1,42	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 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 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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra Latinamerika, Central- eller Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien undtagen Japan. Investeringerne rettes direkte eller indirekte imod den lokale møntsort i disse lande. Formålet er at få glæde af den valutakurstigning, 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 obligationerne minimum have en kreditkarakter på CC, men minimum 40 procent af formuen skal placeres i obligationer med kreditkarakter på BBB- eller derover. Dog kan 10 procent af formuen placeres i obligationer uden kreditkarakter, mens 5 procent af midlerne kan bestå af obligationer, som er faldet under CC. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Målet for afdeling Højrentelande, lokalvaluta 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. Dette er sammensat af statsobligationsudstedelser fra 16 udviklingslande.

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.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande er generelt behæftet med større risiko end investering i 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 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 tidshorisont.

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

Afdelingens formue udgjorde 2.086.002 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 1.752.250 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 333.752 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 225.444 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 117.208 tusinde kroner.

Porteføljen har i første halvår givet et afkast på 6,72 procent mod et benchmarkafkast på 6,60 procent, og porteføljen har dermed klaret sig lidt bedre end benchmark. Afkastet ligger ved halvåret noget over det forventet afkast på 2 til 5 procent for hele året. Markedet har blandt andet klaret sig bedre end forventet, idet amerikanske og europæiske renter ikke er steget som ventet, da den globale pengepolitik har været meget lempelig, og den rigelige likviditet har bidraget til at holde renterne på et lavt niveau.

Overordnet set er afkastet i år primært genereret af rentefald og den løbende rente, mens kun en mindre del skyldes en styrkelse af emerging markets-valutakurserne overfor danske kroner. Især har en overvægt i Brasilien bidraget positivt til såvel det absolutte afkast som det relative afkast til benchmark. Det høje afkast i Brasilien skyldes en høj løbende rente, et rentefald og en markant styrkelse af valutaen efter de seneste års svækkelse. Brasilien har fortsat en af de højeste realrenter i emerging markets og fortsat potentiale for yderligere rentefald. En overvægt i Indonesien grundet forventningen om, at Jokowi vælges til ny præsident i juli, har ligeledes bidraget positivt til porteføljens afkast, ligesom overvægten i Mexico har bidraget markant til såvel det absolutte som det relative afkast. Afkastet i Mexico skal ses på baggrund af en vedvarende reformproces i landet.

Porteføljens undervægt i Tyrkiet har derimod trukket det relative afkast ned. Investorerne har været rettet mod situationen i Ukraine og Rusland, og de har reduceret deres investeringer her for til gengæld at øge dem i Tyrkiet, som har virket som et relativt sikkert sted at placere sine investeringer i. Dette er sket på trods af en forholdsvis kompliceret politisk og økonomisk situation i Tyrkiet og et forestående præsidentvalg. Den alvorlige situation i Ukraine har haft en relativt behersket effekt på Rusland, hvis man ser på valuta og obligationsafkast. Således er rublen svækket med knap 3 procent overfor danske kroner. Porteføljen har haft et afkast som benchmark i Rusland.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt af lande og virksomheder fra emerging markets har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder.

Forventninger til andet halvår

Efter et markant fald i 2013 har lokalvalutamarkedene klaret sig flot i første halvdel af 2014 på trods af politiske og økonomiske kriser af forskellig karakter. Vi forventer, at den rigelige likviditet og den lempelige pengepolitik i USA og Europa vil understøtte emerging markets. Ligeledes vil en højere vækst i de vestlige lande bidrage positivt til væksten i emerging markets, hvor landene er blevet mere konkurrencedygtige efter sidste års svækkelse af emerging markets-valutaerne. Det betyder, at emerging markets-økonomierne, som igennem en periode har haft problemer med de eksterne balancer og har set en vækstafmatning, vil blive understøttet af lave finansieringsomkostninger og en stigende efterspørgsel fra de mere udviklede økonomier. For resten af året forventer vi svagt faldende renter i en række lande, ligesom vi ser et potentiale for valutastyrkelse. Der er dog betydelig usikkerhed knyttet til den geopolitiske situation med næsten borgerkrigslignende tilstande i Ukraine og en markant optrapning af kampene i Irak og dermed en øget risiko i Mellemøsten. Vi forventer, at lokalvaluta kan generere et afkast på 7 til 10 procent for året som helhed.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	63.693	70.568
Kursgevinster og -tab	66.584	-238.884
Administrationsomkostninger	12.373	17.201
Resultat før skat	117.904	-185.517
Skat	696	1.932
Halvårets nettoresultat	117.208	-187.449

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	23.061	49.788
1 Obligationer	2.012.968	1.660.933
Andre aktiver	51.458	42.042
Aktiver i alt	2.087.487	1.752.763
Passiver		
2 Medlemmernes formue	2.086.002	1.752.250
Anden gæld	1.485	513
Passiver i alt	2.087.487	1.752.763

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89%	95%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	8%	0%
Andre aktiver og passiver	3%	5%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	2%	3%
Investment grade A-BBB	87%	86%
Non Investment grade BB-CCC	4%	5%
Ingen rating	4%	3%
Andre inklusiv kontanter	3%	3%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	4%	18%
Varighed 2-5 år	48%	36%
Varighed > 5 år	48%	46%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
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	329.659	320.387	605.565	643.948
Indløsninger i året	103.383	95.377	682.719	701.149
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		434		3.058
Overført fra resultatopgørelsen		117.208		-345.689
Formue ultimo	2.095.629	2.086.002	1.869.353	1.752.250

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	117.208	-187.449	163.017	-65.548	250.509
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.086.002	2.160.844	2.184.371	2.350.273	1.876.014
Cirkulerende andele (t.kr.)	2.095.629	2.122.964	1.978.314	2.169.436	1.704.179
Indre værdi	99,54	101,78	110,42	108,34	110,08
Omkostninger (%)	0,68	0,74	0,68	0,68	0,67
Halvårets afkast (%)	6,72	-7,83	7,63	-2,43	16,33
Sharpe ratio	0,58	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 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

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i obligationer udstedt af stater og virksomheder fra emerging markets. Det vil sige markeder under økonomisk udvikling. De defineres her som Latinamerika, Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien undtagen Japan. Minimum 90 procent af obligationerne skal være udstedt i euro eller amerikanske dollar. Obligationer udstedt på emerging markets giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har også en 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 obligationerne minimum have en kreditkarakter på CC, men minimum 25 procent af formuen skal placeres i obligationer med kreditkarakter på BBB- eller derover. Dog kan 10 procent af formuen placeres i obligationer uden kreditkarakter, mens 5 procent af midlerne kan bestå af obligationer, som er faldet under CC. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Afdelingen kan gøre brug af afledte finansielle instrumenter på såvel dækket som udækket basis i henhold til lovgivning og bekendtgørelser. Anvendelse på dækket basis betyder at afdelingen direkte afdækker sine risici, mens anvendelse på udækket basis kan være et udtryk for indirekte afdækning af risici eller for forøgelse af risici med henblik på et højere forventet afkast. Afdelingen tilstræber at afdække valutaeksponeringen i andre valutaer end DKK og EUR,

Målet for afdeling Højrentelande Akkumulerende er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for obligationer udstedt i udviklingslande. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette er sammensat af to markedsværdi vægtede indeks der samlet består af globale US-dollar denominerede emerging markets virksomheds- og 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.

At investere i afdelinger, der investerer i obligationer i emerging markets lande er generelt behæftet med større risiko end investering i 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 virksomhedsskatteordningen 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

Afdelingens formue udgjorde 558.530 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 573.860 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -15.330 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -53.768 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 38.438 tusinde kroner.

Porteføljen fik et afkast på 7,07 procent i første halvår af 2014 efter omkostninger mod et afkast for benchmark på 7,33 procent. Porteføljen har dermed givet et afkast lidt under benchmark.

Afkastet for såvel afdeling som benchmark har dermed oversteget vores forventninger til hele året. Ved indgangen til året ventede vi et afkast på mellem 3 og 6 procent for hele året i forventning om en moderat rentestigning i USA og en mindre indsnævring i emerging markets-kreditspændene. Indsnævringen af kreditspændene har fundet sted, men den er sket, samtidig med at renterne er faldet markant i USA. En moderat vækst i USA kombineret med fravær af

inflationspres og fortsat lempelig pengepolitik er årsag til rentefaldet. Over halvåret er kreditspændet for stater indsnævret med 0,4 procentpoint, mens spændet for virksomheder på benchmarkniveau er indsnævret med cirka 0,3 procentpoint. Dette er som nævnt sket samtidig med et amerikansk rentefald. Renten på den tiårige statsobligation er siden årsskiftet faldet 0,4 procent til 2,5 procent ved udgangen af andet kvartal.

Over halvåret har emerging markets-stater givet det højeste afkast som følge af en lidt større spændindsnævring og en lidt længere varighed på statsobligationer end på virksomhedsobligationer. På regionalt niveau har Latinamerika bidraget med det højeste afkast på godt 10 procent, hvilket især skyldes Venezuela, Argentina og Brasilien. Modsat har Østeuropa med 6 procent givet det laveste regionale afkast. Afkastet i Østeuropa har været påvirket af den dramatiske politiske udvikling i Ukraine, der har påvirket obligationskurserne negativt i såvel Ukraine som Rusland.

Set i forhold til benchmark har afdelingen opnået et pænt merafkast ved en overvægt i Indonesien og Argentina kombineret med et stort positivt bidrag fra obligationsudvælgelsen. Obligationsudvælgelsen bidrager også positivt i Filippinerne, ligesom en overvægt i Venezuela og en nulvægt i Sydkorea bidrager positivt til det relative merafkast. På baggrund af situationen i Ukraine har en overvægt i Rusland bidraget negativt til det relative afkast, ligesom en overvægt i De Forenede Arabiske Emirater og en undervægt i Ungarn har bidraget negativt til porteføljens afkast sammenlignet med benchmark.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i obligationer udstedt af lande og virksomheder fra emerging markets har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. I forhold til de særlige risici som knytter sig til obligationsafdelinger, er de væsentligste risikofaktorer kreditrisiko og modpartsrisiko samt likviditetsrisiko.

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

Forventninger til andet halvår

Vi forventer, at den rigelige likviditet og den lempelige pengepolitik i USA og Europa vil understøtte emerging markets. Ligeledes vil en højere vækst i de vestlige lande bidrage positivt til væksten i emerging markets, hvor landene er blevet mere konkurrencedygtige efter sidste års svækkelse af emerging markets-valutaerne. Vi holder fast i vores forventninger fra starten af året om en svagt stigende amerikansk rente. Da kreditspændene allerede er indsnævret en del over året, forventer vi kun beskedne indsnævringer af kreditspændene herfra. For resten af året ventes derfor et afkast svarende til kuponen på knap 3 procent på halvåret, hvilket vil bringe det samlede afkast

på året op omkring 9 procent.

Der er dog betydelig usikkerhed knyttet til det forventede afkast. Først og fremmest er den geopolitiske situation meget usikker med næsten borgerkrigs-lignende tilstande i Ukraine og en markant optrapning af kampene i Irak og dermed en øget risiko i Mellemøsten. Endelig er Argentina tæt på en delvis konkurs efter et nederlag i USA's højesteret til obligationsejere, der kræver fuld kompensation i forhold til konkursen i 2001. I skrivende stund forhandler parterne, men findes der ikke en løsning inden udgangen af juli, står Argentina overfor en delvis konkurs. Vi forventer, at der findes en forhandlings-løsning, da ingen af parterne har interesse i eller gavn af en konkurs. Alternativet er en moderat restrukturerings af gælden, hvilket allerede er afspejlet i priserne. Porteføljen har investeret 1,5 procent i obligationer, der er direkte berørt af retssagen, og 2,5 procent i obligationer, der ikke er omfattet af retssagen. En delvis konkurs eller en restrukturerings vil dog påvirke afkastet negativt.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	15.706	18.998
Kursgevinster og -tab	26.140	-54.046
Administrationsomkostninger	3.408	4.375
Resultat før skat	38.438	-39.423
Halvårets nettoresultat	38.438	-39.423

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	16.402	14.464
1 Obligationer	533.604	545.646
1 Afledte finansielle instrumenter	2.600	6.404
Andre aktiver	7.283	8.762
Aktiver i alt	559.889	575.276
Passiver		
2 Medlemmernes formue	558.530	573.860
Anden gæld	1.359	1.416
Passiver i alt	559.889	575.276

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89%	95%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	6%	0%
Øvrige finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver	4%	4%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	1%	0%
Investment grade A-BBB	47%	55%
Non Investment grade BB-CCC	36%	32%
Ingen rating	11%	8%
Andre inklusiv kontanter	5%	5%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	10%	9%
Varighed 2-5 år	37%	38%
Varighed > 5 år	53%	53%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	392.681	573.860	481.741	729.314
Emissioner i året	0	0	6.700	10.179
Indløsninger i året	36.002	53.894	95.760	139.773
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		126		568
Overført fra resultatopgørelsen		38.438		-26.428
Formue ultimo	356.679	558.530	392.681	573.860

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	38.438	-39.423	40.582	27.552	79.755
Medlemmernes formue (t.kr.)	558.530	640.248	683.469	769.306	919.579
Cirkulerende andele (t.kr.)	356.679	447.941	491.741	588.641	776.041
Indre værdi	156,59	142,93	138,99	130,69	118,50
Omkostninger (%)	0,61	0,61	0,62	0,61	0,63
Halvårets afkast (%)	7,07	-5,60	6,31	3,68	8,45
Sharpe ratio	1,39	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2011

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI World High Dividend Yield Index inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060293538

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i virksomheder på de udviklede aktiemarkeder i Europa, Nordamerika og Asien samt Oceanien eller som har den væsentligste del af sin forretning her. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Investeringerne rettes imod virksomheder med tradition for at betale høje udbytter til aktionærerne år efter år. Afdelingen investerer samlet set i aktier med forventet højt udbytte i stabile sektorer, og i aktier med de mest lovende udbytter i mere ustabile sektorer. De stabile sektorer omfatter her sundhed, fødevarer, forsyning og telekommunikation. Afdelingen søger at minimere den selskabsspecifikke risiko. Derfor tilstræbes aktierne i afdelingen at være lige vægtede, og typisk fordelt på omkring 50 selskaber.

Målet for afdeling Højt Udbytte Aktier er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks over aktier med højt udbytte. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Indekset er sammensat af aktier fra store og mellemstore selskaber i 24 udviklede lande, hvor selskaberne udbetaler konsistent og konstant høje udbytter.

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, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. 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 6. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 2.198.455 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 2.470.251 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 271.796 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 342.065 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 157.743 tusinde kroner.

I de første seks måneder af 2014 har aktionærerne i Højt Udbytte Aktier fået et positivt afkast på 7,5 procent efter alle omkostninger. Dette er 1,1 procent point lavere end afkastet for afdelingens benchmark, der i samme periode gav et afkast på 8,6 procent. Det brede verdensmarkedsindeks steg 6,8 procent, og dividendeaktier har som aktivklasse leveret et merafkast på cirka 1,8 procent i første halvår.

Afdelingens eksponering i britiske Associated British Foods har været den største positive bidragsyder til performance i første halvår af 2014. Selskabet ejer blandt andet tøjkæden Primark, der kan sammenlignes med en billigere udgave af Hennes & Mauritz. Primark har overrasket markedet positivt, og selskabet har nu meldt ud, at man går ind i USA. Herudover har Novo Nordisk også været en positiv oplevelse, og samtidig bør nævnes afdelingens overvægt i forsyningsselskaber.

På den negative side er den norske udlejer af olieborerigge Fred. Olsen Energy den aktie, som har klaret sig dårligst. Selskabet blev ramt af en række opgraderinger af borerigge, der var dyrere end forventet, og på baggrund af en forventning om større mismatch mellem udbud og efterspørgsel har afdelingen solgt aktierne i selskabet. Fred. Olsen nåede at falde 18 procent, inden afdelingen solgte. Herudover kan nævnes negative bidrag fra den svenske producent af hygiejneprodukter og det canadiske teleselskab Rogers Communications.

Der har i første halvår været en omsætningshastighed i afdelingen på 34 procent, svarende til, at afdelingen i gennemsnit ejer sine positioner i tre år, hvilket er i overensstemmelse med vores langsigtede tilgang til investering.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen hovedsageligt investerer i større globale virksomheder, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på de internationale markeder. Risikoen består af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Da der er en vis korrelation mellem markedsrisikoen på det globale aktiemarked og kreditrisikoen på det globale obligationsmarked, forventes det at større ændringer i kreditratingen i de lande som afdelingen investerer i, vil påvirke værdien af afdelingens investeringer.

Forventninger til andet halvår

Vi mener grundlæggende, at selskaber, der betaler relativt høje udbytter, besidder karakteristika, der skaber bedre afkast end det brede aktiemarked. Det er dokumenteret over lange perioder, og vi ser ingen grund til, at det ikke også skulle være tilfældet fremadrettet.

I Højt Udbytte Aktier beskæftiger vi os dog ikke med at forudsige næste års aktiemarkeder, da de er alt for uforudsigelige. Det er netop derfor, vi fokuserer på det "sikre" afkastelement, nemlig udbyttet.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	60.032	63.473
Kursgevinster og -tab	120.427	86.154
Administrationsomkostninger	17.414	16.349
Resultat før skat	163.045	133.278
Skat	5.302	4.262
Halvårets nettoresultat	157.743	129.016

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	9.584	9.789
1 Kapitalandele	2.179.020	2.453.659
Andre aktiver	10.166	7.797
Aktiver i alt	2.198.770	2.471.245
Passiver		
2 Medlemmernes formue	2.198.455	2.470.251
Anden gæld	315	994
Passiver i alt	2.198.770	2.471.245

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på sektorer		
USA	43%	43%
Storbritannien	15%	16%
Schweiz	10%	10%
Holland	6%	5%
Tyskland	6%	4%
Andre inklusiv kontanter	20%	22%
Formue fordelt på lande		
Health Care	22%	22%
Stabile forbrugsgoder	14%	14%
Finans	12%	12%
Energi	10%	10%
Cykliske forbrugsgoder	10%	10%
Andre inklusiv kontanter	32%	32%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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	10.476	13.215	924.941	1.135.357
Indløsninger i året	278.233	355.280	160.780	195.153
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		1.064
Overført fra resultatopgørelsen		157.743		252.355
Formue ultimo	1.674.662	2.198.455	1.942.419	2.470.251

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	157.743	129.016	65.921	-6.573
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.198.455	2.380.640	1.005.690	213.318
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.674.662	1.972.626	916.583	220.096
Indre værdi	131,28	120,68	109,72	96,92
Omkostninger (%)	0,79	0,83	0,83	0,28
Halvårets afkast (%)	7,49	8,86	7,30	-3,14
Sharpe ratio	1,74	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 1996

Risikoklasse: 3

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0015935019

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik 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 15 procent af formuen må være i virksomhedsobligationer uden statsgaranti. 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. I denne afdeling skal virksomhedsobligationer 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.

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.

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 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.

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.

Årets afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 7.300.828 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 7.215.246 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 85.582 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 61.382 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 147.341 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår af 2014 et afkast på 2,05 procent. Afkastet var på linje med forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt afkast. Afkastet var bedre end på sammenligningsindekset, som gav 0,32 procent. Afkastet var dermed tilfredsstillende. Det bedre afkast på porteføljen skyldtes primært et merafst på porteføljens realkreditobligationer. Det var forventet ved indgangen til 2014, at såvel korte rentetilpasningsobligationer ("fleksobligationer") som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafst til statsobligationer, og det skete altså også. Det forholdsvis lave absolutte afkast afspejler det meget lave udgangspunkt for renterne ved indgangen til 2014. I løbet af halvåret var der begrænsede udsving i de korte renter, og de fleste korte obligationsrenter endte halvåret en smule lavere end de begyndte det.

Halvåret bød i øvrigt både på en renteforhøjelse og en rentenedsættelse. Nedsættelsen blev leveret af Den Europæiske Centralbank (ECB), som i begyndelsen af juni sænkede alle de pengepolitiske renter. Renten på bankernes indskud i centralbanken blev dermed negativ for første gang nogensinde. Samtidig lancerede ECB en række tiltag, som alle har til formål at styre eurozonen væk fra den deflationsfare, som den p.t. befinder sig i. Tiltagene gik blandt andet ud på at tilbyde langt løbende likviditet til bankerne. Tilførslen af likviditet er dog delvist betinget af, at bankerne låner pengene videre til virksomheder og husholdninger.

Danmarks Nationalbank gik i den modsatte retning af ECB 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. Nationalbanken fulgte dermed sin vanlige strategi med først at gennemføre støtteopkøb af danske kroner for et større milliardbeløb – typisk 15 til 20 milliarder kroner.

Kun hvis opkøbet ikke har haft den ønskede effekt, skrider Nationalbanken til renteforhøjelser. I april vurderede Nationalbanken altså, at opkøbene ikke havde hjulpet, og at en selvstændig renteforhøjelse derfor var nødvendig. Nationalbanken ændrede kun på én rente – indskudsbevisrenten – som blev sat op fra -0,1 procent til 0,05 procent. Dermed rykkede indskudsbevisrenten op over nulpunktet for første gang siden juni 2012, og for første gang siden november 2011 er der igen en merrente at få på at placere pengene i danske kroner og i danske obligationer i forhold til at sætte dem i euro og tyske obligationer. Effekten af de to rentebeslutninger, både den i Nationalbanken og den i ECB, udeblev ikke. Frem til halvårsskiftet blev den danske krone styrket og nåede de stærkeste niveauer mod euro siden sidste sommer.

Rentestigningen i Danmark betød ikke det store for obligationsrenternes absolutte niveau i Danmark, men den betød, at danske obligationer generelt gik fra at handle på en lavere rente i forhold til Tyskland til at handle på en merrente. På realkreditobligationsmarkedet trak obligationerne generelt ind i spænd i forhold til statsobligationerne, men spændindsnævringen var behersket.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen udelukkende investerer i danske realkreditobligationer samt i danske stats- eller statsgaranterede obligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet.

Af de særlige risici som knytter sig til obligationsafdelinger, er de væsentligste risikofaktorer kreditrisikoen såfremt Danmarks eller de enkelte obligationsudstederes kreditrating skulle blive nedgraderet samt likviditetsrisikoen.

Afdelingen har visse illikvide obligationer, hvilket medfører en højere likviditetsrisiko, end hvad der generelt forventes på det danske obligationsmarked.

Forventninger til andet halvår

BankInvest forventer, at porteføljen vil give et lavt, men formentligt positivt afkast i den resterende del af 2014. Udgangspunktet er, som det var det fra starten af året, meget lave korte obligationsrenter. Den toårige fleksrente, som kan opfattes som en toneangivende rente for korte obligationsinvestorer, lå ultimo juni 2014 på godt 0,3 procent. Det er lidt lavere end ved årets begyndelse, så afkastpotentialet, om noget, er skrumpet yderligere ind i forhold til ved årets begyndelse.

Såvel korte fleksobligationer som konverterbare realkreditobligationer forventes også i den resterende del af 2014 at levere et merafkast til statsobligationer.

I forhold til udgangspunktet ved indgangen til 2014 er de korte fleksobligationer prissat stort set uændret i forhold til statsobligationerne.

Merrenten på toårige fleksobligationer er dermed 0,25 procentpoint. På længere fleksobligationer er merrenten derimod skrumpet ind i 2014. En femårig fleksobligation tilbyder nu kun en merrente på 0,35 procentpoint mod en merrente på 0,5 procentpoint ved årsskiftet. Konverterbare realkreditobligationer er fortsat et fornuftigt alternativ. De har i mange tilfælde leveret rigtigt gode afkast i de forløbne seks måneder, drevet af lave, ekstraordinære indfrielses. Konverterbare realkreditobligationer er afhængige af, at dette billede i store træk holder ved, og at vi fortsat vil se et forholdsvis roligt rentebillede i den resterende del af 2014. Hvis det holder stik, vil den samlede afdeling også i andet halvår kunne levere et merafkast til sammenligningsindekset, men et sådant merafkast vil med stor sandsynlighed være noget mindre end i første halvår.

Risikoen for danske realkreditobligationer har udover et brud med det stabile rentebillede desuden været knyttet til regulering og lovgivning. På den front skete der en afklaring af billedet i første halvår. Dels blev den nye lov vedrørende refinansiering af fleksobligationer implementeret med virkning fra 1. april. Det havde begrænset effekt på prisfastsættelsen af fleksobligationerne. De nye fleksobligationer, som indeholder en mulig løbetidsforlængelse, blev prissat på en merrente til de gamle fleksobligationer på knap 0,05 procentpoint. Derudover blev det også stort set afklaret, at realkreditobligationer også fremadrettet i meget vid udstrækning vil kunne bruges af pengeinstitutter som likviditetsreserve. Pengeinstitutter får, som forslaget ligger lige nu, adgang til at have op til 70 procent af deres likviditet placeret i likvide realkreditobligationer. Det er en løsning, som langt de fleste danske pengeinstitutter kan leve med, og som sikrer fortsat stærk efterspørgsel efter danske realkreditobligationer fra denne vigtige investorgruppe. Den endelige beslutning på denne front skal træffes af Europa-Kommissionen medio 2014, men meget tyder på, at reglerne bliver som skitseret ovenfor.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	81.336	74.807
Kursgevinster og -tab	82.112	-28.998
Administrationsomkostninger	16.107	13.795
Resultat før skat	147.341	32.014
Halvårets nettoresultat	147.341	32.014

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	4.719	44.585
1 Obligationer	7.313.746	7.264.787
Andre aktiver	56.241	86.466
Aktiver i alt	7.374.706	7.395.838
Passiver		
2 Medlemmernes formue	7.300.828	7.215.246
Anden gæld	73.878	180.592
Passiver i alt	7.374.706	7.395.838

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	100%	101%
Børsnoterede finansielle instrumenter	0%	-1%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	76%	77%
Investment grade A-BBB	15%	17%
Non Investment grade BB-CCC	0%	1%
Ingen rating	8%	5%
Andre inklusiv kontanter	1%	0%
Formue fordelt på varighed		
Varighed 0-2 år	57%	52%
Varighed 2-5 år	43%	43%
Varighed > 5 år	0%	5%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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 cirkulerende beviser		127.350		133.866
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		4.209		5.012
Emissioner i året	352.161	317.296	1.618.048	1.461.110
Indløsninger i året	280.628	255.952	351.963	320.478
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		38		1.870
Overført fra resultatopgørelsen		147.341		95.636
Formue ultimo	8.030.926	7.300.828	7.959.393	7.215.246

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	147.341	32.014	58.652	37.218	109.836
Medlemmernes formue (t.kr.)	7.300.828	6.874.513	6.604.218	4.607.254	3.542.670
Cirkulerende andele (t.kr.)	8.030.926	7.652.431	7.302.894	5.146.389	3.899.155
Indre værdi	90,91	89,83	90,43	89,52	90,86
Omkostninger (%)	0,22	0,23	0,24	0,23	0,23
Halvårets afkast (%)	2,05	0,66	1,22	0,85	3,66
Sharpe ratio	2,58	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: April 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 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.

Investeringspolitik 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 15 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.

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 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 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. Investor forventes at være pensionsinvestorer eller investorer med midler under virksomhedsskatteordningen.

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

Afdelingens formue udgjorde 444.300 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 433.102 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 11.198 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 3.571 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 7.627 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår af 2014 et afkast på 1,74 procent. Afkastet var på linje med forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt afkast. Afkastet var bedre end på sammenligningsindekset, som gav 0,32 procent. Afkastet var dermed tilfredsstillende. Det bedre afkast på porteføljen skyldtes primært et merafkast på porteføljens realkreditobligationer. Det var forventet ved indgangen til 2014, at såvel korte rentetilpasningsobligationer ("fleksobligationer") som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer, og det skete altså også. Det forholdsvis lave absolutte afkast afspejler det meget lave udgangspunkt for renterne ved indgangen til 2014. I løbet af halvåret var der begrænset udsving i de korte renter, og de fleste korte obligationsrenter endte halvåret en smule lavere end de begyndte det.

Halvåret bød i øvrigt både på en renteforhøjelse og en rentenedsættelse. Nedsættelsen blev leveret af Den Europæiske Centralbank (ECB), som i begyndelsen af juni sænkede alle de pengepolitiske renter. Renten på bankernes indskud i centralbanken blev dermed negativ for første gang nogensinde. Samtidig lancerede ECB en række tiltag, som alle har til formål at styre eurozonen væk fra den deflationsfare, som den p.t. befinder sig i. Tiltagene gik blandt andet ud på at tilbyde langt løbende likviditet til bankerne. Tilførslen af likviditet er dog delvist betinget af, at bankerne låner pengene videre til virksomheder og husholdninger.

Danmarks Nationalbank gik i den modsatte retning af ECB 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.

Nationalbanken fulgte dermed sin vanlige strategi med først at gennemføre støtteopkøb af danske kroner for et større milliardbeløb – typisk 15 til 20 milliarder kroner. Kun hvis opkøbet ikke har haft den ønskede effekt, skrider Nationalbanken til renteforhøjelser. I april vurderede Nationalbanken altså, at opkøbene ikke havde hjulpet, og at en selvstændig renteforhøjelse derfor var nødvendig. Nationalbanken ændrede kun på én rente – indskudsbevisrenten – som blev sat op fra -0,1 procent til 0,05 procent. Dermed rykkede indskudsbevisrenten op over nulpunktet for første gang siden juni 2012, og for første gang siden november 2011 er der igen en merrente at få på at placere pengene i danske kroner og i danske obligationer i forhold til at sætte dem i euro og tyske obligationer. Effekten af de to rentebeslutninger, både den i Nationalbanken og den i ECB, udeblev ikke. Frem til halvårsskiftet blev den danske krone styrket og nåede de stærkeste niveauer mod euro siden sidste sommer.

Rentestigningen i Danmark betød ikke det store for obligationsrenternes absolutte niveau i Danmark, men den betød, at danske obligationer generelt gik fra at handle på en lavere rente i forhold til Tyskland til at handle på en merrente. På realkreditobligationsmarkedet trak obligationerne generelt ind i spænd i forhold til statsobligationerne, men spændindsnævringen var behersket.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen udelukkende investerer i danske realkreditobligationer samt i danske stats- eller statsgaranterede obligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet.

Af de særlige risici som knytter sig til obligationsafdelinger, er den væsentligste risikofaktor kreditrisikoen såfremt Danmarks eller de enkelte obligationsudstederes kreditrating skulle blive nedgraderet.

Likviditetsrisikoen i afdelingen vurderes ikke at være væsentlig.

Forventninger til andet halvår

BankInvest forventer, at porteføljen vil give et lavt, men formentligt positivt afkast i den resterende del af 2014. Udgangspunktet er, som det var det fra starten af året, meget lave korte obligationsrenter. Den toårige fleksrente, som kan opfattes som en toneangivende rente for korte obligationsinvestorer, lå ultimo juni 2014 på godt 0,3 procent. Det er lidt lavere end ved årets begyndelse, så afkastpotentialet, om noget, er skrumpet yderligere ind i forhold til ved årets begyndelse.

Såvel korte fleksobligationer som konverterbare realkreditobligationer forventes også i den resterende del af 2014 at levere et merafkast til statsobligationer.

I forhold til udgangspunktet ved indgangen til 2014 er de korte fleksobligationer prissat stort set uændret i forhold til statsobligationerne. Merrenten på toårige fleksobligationer er dermed 0,25 procentpoint.

På længere fleksobligationer er merrenten derimod skrumpet ind i 2014. En femårig fleksobligation tilbyder nu kun en merrente på 0,35 procentpoint mod en merrente på 0,5 procentpoint ved årsskiftet. Konverterbare realkreditobligationer er fortsat et fornuftigt alternativ. De har i mange tilfælde leveret rigtigt gode afkast i de forløbne seks måneder, drevet af lave, ekstraordinære indfrielser. Konverterbare realkreditobligationer er afhængige af, at dette billede i store træk holder ved, og at vi fortsat vil se et forholdsvis roligt rentebillede i den resterende del af 2014. Hvis det holder stik, vil den samlede afdeling også i andet halvår kunne levere et merafkast til sammenligningsindekset, men et sådant merafkast vil med stor sandsynlighed være noget mindre end i første halvår.

Risikoen for danske realkreditobligationer har udover et brud med det stabile rentebillede desuden været knyttet til regulering og lovgivning. På den front skete der en afklaring af billedet i første halvår. Dels blev den nye lov vedrørende refinansiering af fleksobligationer implementeret med virkning fra 1. april. Det havde begrænset effekt på prisfastsættelsen af fleksobligationerne. De nye fleksobligationer, som indeholder en mulig løbetidsforlængelse, blev prissat på en merrente til de gamle fleksobligationer på knap 0,05 procentpoint. Derudover blev det også stort set afklaret, at realkreditobligationer også fremadrettet i meget vid udstrækning vil kunne bruges af pengeinstitutter som likviditetsreserve. Pengeinstitutter får, som forslaget ligger lige nu, adgang til at have op til 70 procent af deres likviditet placeret i likvide realkreditobligationer. Det er en løsning, som langt de fleste danske pengeinstitutter kan leve med, og som sikrer fortsat stærk efterspørgsel efter danske realkreditobligationer fra denne vigtige investorgruppe. Den endelige beslutning på denne front skal træffes af Europa-Kommissionen medio 2014, men meget tyder på, at reglerne bliver som skitseret ovenfor.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	4.694	4.536
Kursgevinster og -tab	3.912	-2.820
Administrationsomkostninger	979	857
Resultat før skat	7.627	859
Halvårets nettoresultat	7.627	859

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	375	9.936
1 Obligationer	439.731	423.461
Andre aktiver	4.209	4.847
Aktiver i alt	444.315	438.244
Passiver		
2 Medlemmernes formue	444.300	433.102
Anden gæld	15	5.142
Passiver i alt	444.315	438.244

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	98%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	2%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	64%	77%
Investment grade A-BBB	24%	17%
Non Investment grade BB-CCC	0%	1%
Ingen rating	9%	5%
Andre inklusiv kontanter	3%	0%
Varighedsfordeling		
Varighed 0-2 år	55%	52%
Varighed 2-5 år	45%	43%
Varighed > 5 år	0%	5%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	362.891	433.102	278.228	328.246
Emissioner i året	6.847	8.263	94.863	112.491
Indløsninger i året	3.900	4.692	10.200	12.093
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		139
Overført fra resultatopgørelsen		7.627		4.319
Formue ultimo	365.838	444.300	362.891	433.102

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	7.627	859	3.118	5.098	20.819
Medlemmernes formue (t.kr.)	444.300	363.844	363.060	970.937	763.830
Cirkulerende andele (t.kr.)	365.838	307.628	310.628	862.728	687.228
Indre værdi	121,45	118,27	116,88	112,54	111,15
Omkostninger (%)	0,22	0,24	0,23	0,23	0,24
Halvårets afkast (%)	1,74	0,25	0,85	0,55	3,03
Sharpe ratio	2,16	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 1980

Risikoklasse: 3

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM6

Fondskode: DK0010014422

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer minimum 75 procent af formuen i danske statsobligationer, statsgaranterede obligationer og realkreditobligationer. Obligationerne i porteføljen skal have en forventet lang løbetid i gennemsnit. Maksimalt 15 procent af formuen må være i virksomhedsobligationer uden statsgaranti.

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 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.

Målet for afdeling Lange Danske Obligationer er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for danske obligationer. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette består af likvide danske statsobligationer med en restløbetid på mindst 13 måneder.

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

Afdelingens formue udgjorde 3.961.290 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 3.631.132 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 330.158 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 251.464 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 224.238 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår af 2014 et afkast på 6,11 procent. Afkastet var noget højere end forventet ved årets begyndelse. Forventningen var således et afkast på linje med afkastet for 2013 og dermed tæt på 0. Når det faktiske afkast blev en del bedre, hang det dels sammen med, at de mellemlange og lange renter faldt kraftigt i første halvår, hvilket ikke var vores forventning. Dels hang det sammen med, at afkastet på de obligationer, der ligger i afdelingen, hvilket primært er danske realkreditobligationer, var noget højere end på de statsobligationer, der indgår i sammenligningsindekset. Baggrunden for det var den generelle indsnævring af rentespændene mellem realkreditobligationer og kreditobligationer på den ene side og statsobligationer på den anden side, som vi observerede i første halvår af 2014. Det var på linje med forventningerne ved årets begyndelse. Derfor gav afdelingen et afkast, som var bedre end afkastet på sammenligningsindekset, som blev 3,78 procent for første halvår. Afkastet var dermed tilfredsstillende.

Rentefaldet i 2014 var drevet af en kombination af skuffende økonomiske nøgletal, navnlig i de første måneder af 2014. Dertil kom fortsat meget lave inflationstal, navnlig i eurozonen, og den deraf afledte rentenedsættelse fra Den Europæiske Centralbanks side. Selvom Danmarks Nationalbank i løbet af halvåret så sig nødsaget til at gennemføre en lille renteforhøjelse, var det generelle billede altså lavere renter, navnlig for mellemlange og lange obligationer. Både tre- og femårige fleksrenter nåede nye bundniveauer på henholdsvis 0,4 og 0,8 procent. Den 30-årige fastforrentede realkreditobligation slog med en rente på 3,0 procent den hidtidige bundrekord for renten på 3,1 procent tilbage fra maj 2013.

De lavere renter på lidt længere løbende realkreditobligationer førte ikke til en større bevægelse hos låntagerne fra kort finansiering (etårige fleksobligationer) til længere finansiering. Men vi så en fortsættelse af de senere års moderate tendens til, at låntagerne gradvist går mod længere rentebindingsperioder eller eventuelt tager fastforrentede lån. Ifølge tal fra Realkreditrådet er andelen af etårige flekslån faldet fra 32 procent til 28 procent over de senere år, og for første gang nogensinde er der nu flere flekslån med rentetilpasning hvert 3. eller 5. år end flekslån med tilpasning hvert år. Andelen af lån med fast rente har de senere år ligget stabilt på lidt over 30 procent.

Afdelingen indledte 2014 med en varighed på godt 6,5 år. Det var lidt højere end varigheden på sammenligningsindekset, og det gav et bidrag til det relative afkast, da renterne faldt gennem halvåret. Ved halvårets afslutning lå varigheden på lige over 5 år. Dermed har afdelingen en noget lavere varighed og dermed rentefølsomhed end sammenligningsindekset.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen udelukkende investerer i danske realkreditobligationer samt i danske stats- eller statsgaranterede obligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet.

I forhold til de særlige risici som knytter sig til obligationsafdelinger, er de væsentligste risikofaktorer kreditrisiko og likvidetsrisiko. kreditrisikoen relaterer sig til en eventuel nedgradering af enten Danmarks eller de enkelte obligationsudstederes kreditrating og likvidetsrisikoen knytter sig til afdelingens beholdning af illikvide obligationer.

Forventninger til andet halvår

BankInvest forventer, at porteføljen vil give et afkast i andet halvår af 2014, som er væsentligt lavere end i første halvår og formentligt tæt på 0 procent. Det er under forudsætning af, at renterne generelt vil bevæge sig lidt opad i den kommende tid. Porteføljen kan med en varighed på godt fem år kun tåle moderate rentestigninger, før det samlede afkast bliver negativt. De obligationer, som vi har i porteføljen ved indgangen til andet halvår af 2014 har renter, som for mange obligationers vedkommende er tæt på de laveste niveauer, vi nogensinde har set.

Såvel fleksobligationer som konverterbare realkreditobligationer forventes også i resten af 2014 at levere et merafkast til statsobligationer. Men potentialet for merafkast til statsobligationer er i forhold til udgangspunktet ved indgangen til 2014 skrumpet ind. Merrenten på femårige fleksobligationer er nede på godt 0,35 procentpoint mod 0,5 procentpoint ultimo 2013.

Vi har set et tilsvarende fald i merrenten på konverterbare realkreditobligationer, og de er således ikke billige og er afhængige af et forholdsvis roligt rentebillede i 2014.

Samlet set er det dog vores vurdering, at afdelingen vil levere et moderat merafkast til sit sammenligningsindeks i andet halvår af 2014.

Risikoen for danske realkreditobligationer har udover et brud med det stabile rentebillede desuden været knyttet til regulering og lovgivning. På den front kom vi noget tættere på en afklaring af billedet i første halvår. Dels blev den nye lov vedrørende refinansiering af fleksobligationer implementeret med virkning fra 1. april. Det havde begrænset effekt på prisfastsættelsen af fleksobligationerne. De nye fleksobligationer, som indeholder en mulig løbetidsforlængelse, blev prissat på en merrente til de gamle fleksobligationer på knap 0,05 procentpoint. Derudover blev det også stort set afklaret, at realkreditobligationer også fremadrettet i meget vid udstrækning vil kunne bruges af pengeinstitutter som likvidetsreserve. Pengeinstitutter får, som forslaget ligger lige nu, adgang til at have op til 70 procent af deres likviditet placeret i likvide realkreditobligationer. Det er en løsning, som langt de fleste danske pengeinstitutter kan leve med, og som sikrer fortsat stærk efterspørgsel efter danske realkreditobligationer fra denne vigtige investorgruppe. Den endelige beslutning på denne front skal træffes af Europa-Kommissionen medio 2014, men meget tyder på, at reglerne bliver som skitseret ovenfor.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	57.145	59.449
Kursgevinster og -tab	178.646	-90.914
Administrationsomkostninger	11.553	11.318
Resultat før skat	224.238	-42.783
Halvårets nettoresultat	224.238	-42.783

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	32.400	32.665
1 Obligationer	3.940.042	3.586.784
Andre aktiver	39.224	37.546
Aktiver i alt	4.011.666	3.656.995
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.961.290	3.631.132
Anden gæld	50.376	25.863
Passiver i alt	4.011.666	3.656.995

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	86%	86%
Investment grade A-BBB	6%	6%
Non Investment grade BB-CCC	0%	1%
Ingen rating	7%	5%
Andre inklusiv kontanter	1%	2%
Varighedsfordeling		
Varighed 0-2 år	22%	24%
Varighed 2-5 år	31%	63%
Varighed > 5 år	47%	13%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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		210.369
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		2.002		-686
Emissioner i året	404.374	388.531	448.278	442.397
Indløsninger i året	138.237	137.343	323.665	319.749
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		276		626
Overført fra resultatopgørelsen		224.238		-15.957
Formue ultimo	4.049.362	3.961.290	3.783.225	3.631.132

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	224.238	-42.783	59.720	3.072	163.972
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.961.290	3.671.156	4.928.216	2.395.524	2.273.684
Cirkulerende andele (t.kr.)	4.049.362	3.853.785	4.989.188	2.613.671	2.347.243
Indre værdi	97,83	95,26	98,78	91,65	96,87
Omkostninger (%)	0,30	0,31	0,33	0,31	0,31
Halvårets afkast (%)	6,11	-1,17	1,44	0,39	7,87
Sharpe ratio	1,44	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 1991

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets Latin America10-40 inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010174622

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i syd- og mellemamerikanske virksomheder. For eksempel i Brasilien, Mexico og Chile. Virksomheden skal være hjemmehørende i området eller have den væsentligste del af sin forretning her. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

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). Dette består af aktier fra Brasilien, Chile, Colombia, Mexico og Peru, hvor en aktie maksimalt må udgøre 10 procent af indeksets værdi og sammenlagt må de fire største aktier maksimalt fylde 40 procent.

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 markedsmaessig 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. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. 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 formue udgjorde 395.267 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 460.107 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -64.840 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -56.446 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 18.877 tusinde kroner.

Afdelingens afkast blev i første halvår af 2014 på 6,07 procent, mens sammenligningsindekset var 7,81 procent. Selvom det absolute afkast lever op til de forventninger, vi havde ved årets start, er et relativt afkast på -1,74 procent point bestemt ikke tilfredsstillende.

Den svækkelse af de latinamerikanske valutaer, som vi oplevede i 2013, fortsatte indtil det tidspunkt i marts, hvor urolighederne i Ukraine nåede et foreløbigt højdepunkt med Ruslands annektering af Krim-halvøen. Herefter er de fleste latinamerikanske valutaer styrket i forhold til den danske krone. Den brasilianske real står for den største styrkelse på 8,3 procent år til dato. Med usikkerheden omkring udviklingen i Ukraine kan det ikke udelukkes, at Latinamerika på den baggrund igen har kunnet tiltrække sig investorernes opmærksomhed. Det blev dog godt hjulpet på vej af meningsmålinger, som indikerede, at præsident Dilma Rousseffs genvalg måske ikke er helt så ligetil, og at der derfor er åbnet mulighed for, at Brasiliens næste præsident vil være mere markedsvenlig.

Kun 4 ud af 10 sektorer bidrog positivt til det relative afkast. De største positive bidrag kom fra sektorerne stabilt forbrug og telekommunikation, mens sektorerne industri og it bidrog med de største negative bidrag. På selskabsniveau blev Copa Airlines i industrisektoren sendt ud i et mere eller mindre frit fald i første kvartal, efter det blev kendt, at selskabet havde problemer med at få omkring 500 millioner dollars ud af Venezuela og til hvilken valutakurs. I it-sektoren skyldes det negative bidrag betalingskortselskabet Cielo, som vi ikke har, da vi længe har anset aktien for at være for dyr. Blandt de selskaber, som har givet de største positive bidrag, finder vi selskaberne Anhangura i diskretionært forbrug og Cetip i finanssektoren. Efter en periode med usikkerhed omkring fusionen mellem Anhangura og Kroton (begge udbydere af mellemlange og lange uddannelser i Brasilien) faldt betingelserne endeligt på plads i andet kvartal med positiv kursreaktion til følge. Den igangværende gældsnedbringelse og fokus på omkostningskontrol i Cetip har ført til bedre resultater for Cetip end ventet, hvilket har vækket investorernes interesse.

Cetip, som er den primære børs for handel med obligationer og derivater i Brasilien, er dels attraktivt prissat og dels som finansaktie uberørt af den verserende retssag mod bankerne (se nedenfor i afsnittet "Forventninger til fremtiden").

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier i Latinamerika, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt en valutarisiko.

Afdelingen investerer på de latinamerikanske markeder, der hovedsageligt har åbent, efter det danske marked er lukket. Indtil klokken 15:30 er det således kun cirka 38 procent af afdelingens formue, der er noteret på en børs, der har åbent, og indtil klokken 13:00 er det tilsvarende tal cirka 5 procent. 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, hvorfor der er en væsentlig likviditetsrisiko i afdelingen. 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 Depositary Receipts (ADRs) og Global Depositary 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 eksponering med udstederen af depotbeviset (modpartsrisiko). Afdelingen har udelukkende investeret i børsnoterede depotbeviser med ombytningsret.

Forventninger til andet halvår

I resten af 2014 vil der i Latinamerika være fokus på udfaldet af præsidentvalget i Brasilien, den fortsatte udvikling i reformprocessen i Mexico og Chile, mens det i Colombia vil være fredsforhandlingerne med guerillagruppen FARC, som vil ligge højt på dagsordenen. Dertil kommer for Brasiliens vedkommende, at vi nærmer os en endelig afgørelse af en tyve år gammel retssag mod de brasilianske banker. Sagen, hvor folk med penge i banken under hyperinflationsperioden i 1980'erne og 1990'erne har sagsøgt de brasilianske banker for at have tilskrevet en for lille rente i perioden, kan skabe nogen turbulens, hvis afgørelsen falder ud til sagsøgernes fordel. Sker det, estimerer den brasilianske centralbank, at bankernes samlede erstatningsansvar kan beløbe sig til 149 milliarder real.

Dette kan reducere bankernes udlånskapacitet med op mod 1.000 milliarder real og reducere den økonomiske vækst i Brasilien yderligere, ligesom de berørte banker formentlig vil blive nødt til at rejse ny kapital. De statskontrollerede banker er de mest udsatte.

Latinamerika vil således fortsat være præget af en vis grad af usikkerhed på de indre baner, men da vi for nærværende fortsat er af den opfattelse, at Kina kan fastholde en fornuftig økonomisk vækst på 7 til 8 procent, og at den økonomiske udvikling i Europa og USA er i bedring, fastholder vi forventningen om en moderat udvikling i aktierne i Latinamerika. Derfor skal man nok ikke forvente et afkast større end 5 til 10 procent i 2014, men spiller klaveret rent, og elimineres de ovenfor beskrevne risici, kan potentialet være væsentligt højere.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	10.165	17.309
Kursgevinster og -tab	12.752	-80.875
Administrationsomkostninger	3.318	5.249
Resultat før skat	19.599	-68.815
Skat	722	697
Halvårets nettoresultat	18.877	-69.512

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	2.427	5.864
1 Kapitalandele	392.798	453.962
Andre aktiver	570	654
Aktiver i alt	395.795	460.480
Passiver		
2 Medlemmernes formue	395.267	460.107
Anden gæld	528	373
Passiver i alt	395.795	460.480

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	98%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	2%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på sektorer		
Finans	32%	26%
Råvarer	16%	18%
Stabile forbrugsgoder	19%	17%
Energi	10%	12%
Cykliske forbrugsgoder	8%	9%
Andre inklusiv kontanter	15%	18%
Formue fordelt på lande		
Brasilien	60%	57%
Mexico	27%	23%
Chile	5%	6%
Panama	3%	4%
Columbia	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	2%	7%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	279.429	460.107	325.225	720.671
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		30.178		79.680
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		2.907		5.905
Emissioner i året	1.368	2.136	35.217	61.502
Indløsninger i året	38.082	58.582	81.013	157.956
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		247
Overført fra resultatopgørelsen		18.877		-90.582
Formue ultimo	242.715	395.267	279.429	460.107

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårs nettoresultat (t.kr.)	18.877	-69.512	42.097	-106.336	76.680
Medlemmernes formue (t.kr.)	395.267	486.048	732.747	1.020.971	1.011.326
Cirkulerende andele (t.kr.)	242.715	282.398	355.712	446.918	452.004
Indre værdi	162,85	172,11	205,99	228,45	223,74
Omkostninger (%)	0,84	0,82	0,80	0,81	0,93
Halvårs afkast (%)	6,07	-12,88	3,74	-8,51	7,92
Sharpe ratio	0,46	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2006

Risikoklasse: 5

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

Fondskode: DK0060053734

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i Latinamerika, Central- eller Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien undtagen Japan. Investeringerne rettes imod virksomheder i de såkaldte nye emerging markets lande. For eksempel Kazakhstan og Nigeria. Det er lande, som befinder sig på et tidligt økonomisk stadie, men som vokser meget hurtigt. Landene er økonomisk attraktive, men også præget af større usikkerhed og uro end mere modne emerging markets lande, som for eksempel Brasilien. Hvis landene ikke råder over en anerkendt børs, så skal børsen først vurderes og godkendes af bestyrelsen for investeringsforeningen. Disse godkendte børser fremgår af Tillæg A til foreningens vedtægter.

Målet for afdeling New Emerging Markets Aktier er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for alle de nye aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette består af aktier fra Argentina, Bahrain, Bangladesh, Bulgarien, Kroatien, Estland, Jordanien, Kazakhstan, Kenya, Kuwait, Libanon, Litauen, Mauritius, Nigeria, Oman, Pakistan, Qatar, Rumænien, Serbien, Slovenien, Sri Lanka, Tunesien, Ukraine, De Forenede Arabiske Emirater og Vietnam.

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. Det er forbundet med høj risiko at investere i afdelingen. Investor forventes at være private og selskaber 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

Afdelingens formue udgjorde 1.882.416 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 1.677.100 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 205.316 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 82.628 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 122.688 tusinde kroner.

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 7,2 procent sammenlignet med 15,3 procent for sammenligningsindekset. Mens afdelingens afkast var på niveau med MSCI Emerging Markets-indekset og dermed nogenlunde tilfredsstillende, var der tale om et utilfredsstillende resultat i forhold til sammenligningsindekset, der baserer sig på MSCI Frontier Markets.

En del af forklaringen er et teknisk forhold vedrørende ændringer i afdelingens benchmark, hvor de to lande Qatar og De Forenede Arabiske Emirater udtrådte d. 31. maj for i stedet at indtræde i indekset for de lidt mere udviklede lande i MSCI Emerging Markets. Afdelingen var i perioden eksponeret til de to lande gennem seks aktiepositioner, men disse blev kun i mindre omfang begunstiget af den noget spekulative stigning, der prægede Qatar (+40 procent) og De Forenede Arabiske Emirater (herunder Dubai-børsen +57 procent) i årets første fem måneder. I juni indtrådte markante kursfald for de to landes aktiemarkeder, der trak afdelingens tilbageværende aktier i landene med ned med stort relativt tab til følge, eftersom sammenligningsindekset ikke længere indeholdt aktier fra Qatar og De Forenede Arabiske Emirater. Afdelingens tilbageværende positioner i de to lande er ved at blive nedbragt, men den uheldige markedsudvikling kom vores salgsproces i forkøbet. De to lande tegner sig for omtrent ¼ af periodens negative relative afkast.

Da vi vurderede fremtidsudsigterne i slutningen af 2013, havde vi positive forventninger til en række lande som Georgien og Pakistan og til vores mælkeproducenter i Vietnam og Egypten, mens vi havde negative forventninger til Kuwait og Argentina. På kort sigt er nogle af disse vurderinger gået os imod og har bidraget til det svage relative afkast for perioden.

Aktierne i Argentina er således steget markant på trods af Argentinas nederlag i Højesteretten i USA til obligationsejeren, der har krævet fuld kompensation i forhold til konkursen i 2001. Markedet forventer tilsyneladende, at der alligevel kan findes en forhandlingsløsning mellem parterne inden d. 30. juli i år, som er sidste frist, hvis ikke Argentina endnu engang skal gå konkurs. En anden skuffelse i perioden var vores positioner i Vietnam og Egypten, som ikke levede op til vores langsigtede forventninger, blandt andet som følge af råvareprisstigninger, som ikke kunne overvælttes på priserne til kunderne. Andre af afdelingens investeringer udviklede sig dog fornuftigt i perioden. Blandt de bedste aktiebidrag var Lucky Cement i Pakistan, Equity Bank i Kenya og BAT i Bangladesh. De tre aktier gav alle et afkast tæt på 50 procent målt i kroner over perioden.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i aktier i emerging markets lande, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt likviditetsrisiko.

De pågældende lande 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. Næsten 63 procent af afdelingens 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 en risiko for dels borgerkrig og anden politisk uro, der kan få stor indvirkning på aktierens prisfastsættelse. Dette medfører også en forøget risiko for at værdier mistes, nationaliseres eller ikke længere kan handles. En del af afdelingens formue er placeret i lande, hvor Udenrigsministeriet fraråder at rejse til enten dele af eller hele landet.

En mindre del af formuen er placeret i American Depositary Receipts (ADRs) og Global Depositary 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 eksponering med udstederen af depotbeviset (modpartsrisiko). Afdelingen har udelukkende investeret i børsnoterede depotbeviser med ombytningsret.

Forventninger til andet halvår

Den strukturelle vurdering af investeringsmulighederne i Frontier-landene er fortsat positiv. Denne holdning er baseret på en lang række forhold, herunder at den økonomiske vækstrate og den demografiske dynamik i et flertal af landene fortsat er gunstig. Dertil kommer at flere og flere globale investorer "opdager" denne aktivklasse og øger deres investeringer i Frontier-aktieuniverset. Vi er også opmuntret af, at vi fortsat finder det let at identificere selskaber af høj kvalitet i dette aktieunivers, som vi forventer vil give en høj og mindre risikabel udvikling i den underliggende indtjening og skabe grundlag for et højt afkast over tid. Endelig er værdiansættelsen af aktier i dette aktieunivers med til at gøre os positive med hensyn til udviklingen på lang sigt.

Vi er således ganske optimistiske på lang sigt, men erkender, at det er vanskeligt at vurdere den helt nære fremtid i form af resten af 2014. Her vil de enkelte landes udvikling og politiske stabilitet formentligt blive afgørende sammen med udviklingen i globale renter og valutakurser.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	82.642	48.273
Kursgevinster og -tab	64.546	91.484
Administrationsomkostninger	20.262	13.673
Resultat før skat	126.926	126.084
Skat	4.238	3.177
Halvårets nettoresultat	122.688	122.907

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	84.181	55.353
1 Konvertible obligationer	493	0
1 Kapitalandele	1.802.711	1.613.471
Andre aktiver	12.199	9.651
Aktiver i alt	1.899.584	1.678.475
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.882.416	1.677.100
Anden gæld	17.168	1.375
Passiver i alt	1.899.584	1.678.475

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95%	96%
Finansielle instrumenter noteret på andet reg. marked	1%	0%
Andre aktiver og passiver	4%	4%
Formue fordelt på regioner		
Mellemøsten / Afrika	66%	69%
Asien	20%	19%
Østeuropa	5%	7%
Europa	2%	0%
Latinamerika	4%	1%
Andre inklusiv kontanter	3%	4%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	42%	42%
Stabile forbrugsgoder	16%	21%
Energi	13%	10%
Telekommunikation	7%	7%
Råvarer	7%	7%
Andre inklusiv kontanter	15%	12%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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 cirkulerende beviser		0		32.146
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-34.322
Emissioner i året	80.016	83.848	1.101.404	1.012.869
Indløsninger i året	1.200	1.220	38.700	37.414
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		7.703
Overført fra resultatopgørelsen		122.688		250.882
Formue ultimo	1.753.830	1.882.416	1.675.014	1.677.100

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	122.688	122.907	54.754	-58.219	70.670
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.882.416	1.418.411	380.060	500.112	545.542
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.753.830	1.530.984	548.199	743.207	769.247
Indre værdi	107,33	92,65	69,33	67,29	70,92
Omkostninger (%)	1,15	1,25	1,25	1,31	1,28
Halvårets afkast (%)	7,20	17,82	14,57	-9,66	17,75
Sharpe ratio	1,36	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 1982

Risikoklasse: 3

Benchmark: 50% Barclays Euro Treasury 1–10 years index hedget til DKK og 50% Barclays US Treasury Intermediate index hedget til DKK

Fondskode: DK0010032671

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik 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. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. I denne afdeling skal obligationerne minimum have en god kreditkarakter over BBB-. Dog kan 10 procent af formuen placeres i obligationer uden kreditkarakter, mens 10 procent af midlerne kan bestå af obligationer, som er faldet under BBB-. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Målet for afdeling Udenlandske Obligationer er 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 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. 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

Afdelingens formue udgjorde 876.823 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 570.961 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 305.862 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for 313.730 i alt tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 29.105 tusinde kroner.

Porteføljen opnåede i første halvår af 2014 et afkast på 4,18 procent, hvilket er over forventningerne ved årets start. Forventningerne for hele 2014 var, at afkastet ville være lavt, men formentligt positivt. Dette er en markant positiv afvigelse, som skyldes, at renterne i de lande, som afdelingen investerer i, er faldet betydeligt. Da år 2014 startede, var den generelle opfattelse af den økonomiske tilstand, at det gik bedre, og derfor ville de store centralbanker ikke lempe yderligere, men derimod begynde at trække de ekstraordinære store likviditetsindsprøjtninger tilbage. Disse forventninger fik dog den kolde skulder af, at vinteren viste sig at være koldere og længere, end den plejede. Man skal tilbage til 1988 for visse områder i USA for at finde tilsvarende lave temperaturer. På grund af snestormenes hærgen skuffede jobskabelsen fælt, aktiviteten på boligmarkedet blev ligeledes sat i bero, aktiviteten i fremstillingssektoren begyndte at pege nedad, og det samme skete for forbrugernes tillid til økonomien. Usikkerheden omkring de realøkonomiske udsigter sendte de lange renter i nedadgående retning, mens effekten på euro/dollars stort set udeblev.

For eurozonen var der i de første måneder af 2014 flere positive tegn fra den europæiske økonomi. Aktiviteten i fremstillings- og serviceindustrien var svagt tiltagende, ledigheden stabiliserede sig, og forbrugertilliden steg kraftigt, hvilket vidnede om en økonomi i langsom bedring. De seneste nøgletal pegede mod et mere bredt funderet økonomisk opsving, hvor navnlig Tyskland, men også Spanien begyndte at bidrage. Det sidste led til at få økonomien på skinner manglede, idet bankernes kreditgivning fortsat haltede bagefter. Der var dog meget spæde tegn på forbedringer på kreditmarkedet, både i forhold til forbrugere og virksomheder. Skrappere krav til bankerne vil fortsætte med at lægge en dæmper på udlånsaktiviteten, som er nøglen til det europæiske opsving.

Trods pæne økonomiske nøgletal, der bevidnede om en økonomi på rette vej efter en længere periode i recession, døjede eurozonen fortsat med en meget lav inflation, som truede det fremtidige økonomiske opsving. Spekulationer i nye pengepolitiske lempelser sendte de lange renter i nedadgående retning, ligesom rentespændet til de gældsplagede lande i Sydeuropa blev indsnævret. Inflationen i eurozonen befandt sig i årets første måneder på omkring 0,5 procent til 0,8 procent på årsbasis, hvilket man senest oplevede i eurozonen i 2009 og ved årsskiftet 1998/1999. Dette betød således, at Den Europæiske Centralbank (ECB) satte renterne ned i negativt territorie samt øgede likviditetstildelingen og søsatte et opkøbsprogram på ABS.

Danmarks Nationalbank gik i den modsatte retning af ECB ved at sætte renten op i slutningen af april og undlod at følge med ECBs rentenedsættelse i slutningen af halvåret 2014. Det skete efter en periode, hvor den danske krone lå svagt i forhold til euroen, og hvor Nationalbanken interвенerede i valutamarkedet. Nationalbanken fulgte dermed sin vanlige strategi med først at gennemføre støtteopkøb af danske kroner for et større milliardbeløb – typisk 15 til 20 milliarder kroner. Kun hvis opkøbet ikke har haft den ønskede effekt, skrider Nationalbanken til renteforhøjelser. I april vurderede Nationalbanken altså, at opkøbene ikke havde hjulpet, og at en selvstændig renteforhøjelse derfor var nødvendig. Nationalbanken ændrede kun på én rente – indskudsbevisrenten – som blev sat op fra -0,1 procent til 0,05 procent. Dermed rykkede indskudsbevisrenten op over nulpunktet for første gang siden juni 2012, og for første gang siden november 2011 er der igen en merrente at få på at placere pengene i danske kroner og danske obligationer i forhold til at sætte dem i euro og tyske obligationer. Effekten af de to rentebeslutninger, både den i nationalbanken og den i ECB, udeblev ikke. Frem til halvårsskiftet blev den danske krone styrket kraftigt og nåede de stærkeste niveauer mod euro siden sidste sommer.

Den amerikanske centralbank har i første halvår af 2014 ved hvert møde i den pengepolitiske komité nedbragt opkøbet af amerikanske stats- og realkreditobligationer med 10 milliarder pr. måned. Det betyder, at FOMC har nedbragt det månedlige opkøb fra 85 milliarder dollars til nu 35 milliarder dollars. Derudover har de forsøgt at berolige markedet med, at der ikke kommer rentestigninger lige med det første, hvilket de gør for at undgå, at vi får bevægelser som dem, vi så i foråret 2013.

Sammenligningsindekset for afdelingen har i første halvår af 2014 leveret et afkast på 3,87 procent, hvorfor afdelingen har leveret et merafkast på 0,31 procent. Dette er tilfredsstillende. Dette merafkast er leveret, idet afdelingen har investeret knap 25 procent af sin formue i henholdsvis Spanien, Irland og Italien. Derudover har afdelingen været undervægtet i japanske statsobligationer, hvilket ligeledes har bidraget til det positive merafkast.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer globalt i stats- og statsgaranterede obligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko til udviklingen på obligationsmarkedet. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko samt valutarisiko.

Afdelingen har i regnskabsperioden anvendt valutaterminsforretninger for at afdække valutarisiko og rentefutures til at styre renteføl-somheden

Forventninger til andet halvår

Vi forventer, at porteføljen vil give et lavt, men formentligt positivt afkast i andet halvår af 2014. Efter rentefaldene i både eurozonen og USA er renterne nu lavere end ved årets start. Derudover er renterne på de længere løbende obligationer faldet mere end obligationer med kortere løbetid. Rentekurven er dog fortsat stejl i et historisk perspektiv, og dermed er der fortsat en fornuftig sammenhæng mellem afkast og risiko ved at ligge en anelse længere på visse af rentekurverne. Derudover er renteforskellen mellem USA og EU blevet større siden årets start, hvorfor BankInvest fortsat ser det som attraktivt at have eksponering til amerikanske statsobligationer. Derudover mener BankInvest fortsat, at renterne på de sydeuropæiske statsobligationer er for høje set i forhold til sammenlignelige tyske, hvorfor afdelingen fortsat vil investere i disse lande. Slutteligt skal det bemærkes, at afdelingen pr. 30. juni 2014 har skiftet benchmark til et indeks, der ikke indeholder Japan, og som har en varighed, der ligger på omkring 4,25 år.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	8.574	5.212
Kursgevinster og -tab	24.261	-10.870
Administrationsomkostninger	3.730	1.757
Resultat før skat	29.105	-7.415
Halvårets nettoresultat	29.105	-7.415

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	45.277	33.727
1 Obligationer	827.044	532.440
1 Afledte finansielle instrumenter	1.244	2.926
Andre aktiver	6.886	5.677
Aktiver i alt	880.451	574.770
Passiver		
2 Medlemmernes formue	876.823	570.961
1 Afledte finansielle instrumenter	1.074	313
Anden gæld	2.554	3.496
Passiver i alt	880.451	574.770

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	75%	73%
Børsnoterede finansielle instrumenter	19%	20%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	0%	1%
Øvrige finansielle instrumenter	6%	6%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	27%	28%
Investment grade A-BBB	25%	22%
Non Investment grade BB-CCC	0%	0%
Ingen rating	43%	45%
Andre inklusiv kontanter	5%	5%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	7%	7%
Varighed 2-5 år	50%	45%
Varighed > 5 år	43%	48%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	511.770	570.961	336.994	398.705
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		28.147		13.480
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-8.826		884
Emissioner i året	280.742	313.446	253.956	285.014
Indløsninger i året	0	0	79.180	90.577
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		284		554
Overført fra resultatopgørelsen		29.105		-10.139
Formue ultimo	792.512	876.823	511.770	570.961

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	29.105	-7.415	13.372	-1.203	37.889
Medlemmernes formue (t.kr.)	876.823	331.161	417.666	446.006	703.259
Cirkulerende andele (t.kr.)	792.512	296.051	360.594	418.305	612.981
Indre værdi	110,64	111,86	115,83	106,62	114,73
Omkostninger (%)	0,50	0,48	0,49	0,48	0,52
Halvårets afkast (%)	4,18	-2,16	3,19	-0,12	5,43
Sharpe ratio	1,02	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2003

Risikoklasse: 3

Benchmark: Aktuelt Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0010296813

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringsselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. Der investeres kun i obligationer, som er udstedt i euro, engelske pund, amerikanske dollar eller danske kroner. Dog skal minimum 70 procent af formuen være i euro eller danske kroner. Virksomhedsobligationer giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har også en 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. Når virksomhedsobligationerne købes til denne afdeling skal de som minimum have en god kreditkarakter på BBB-. Dog kan 10 procent af formuen holdes i obligationer, som er faldet under BBB-. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Målet for afdeling Virksomhedsobligationer 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). Dette indeks er markedsværdigvægtet af europæiske virksomhedsobligationer med god kreditkarakter (investment grade).

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.

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

Afdelingens formue udgjorde 6.125.581 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 5.923.667 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 201.914 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 243.201 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 249.601 tusinde kroner.

Vores hovedscenarie for hele 2014 for Investment Grade-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen ville levere et afkast for hele 2014 på cirka 2 procent med et merafkast til statsobligationer på cirka 2,5 procentpoint. Forventningerne tog udgangspunkt i et bedre vækstbillede med faldende likviditetstilførsel ("QE") fra centralbankerne, hvilket burde få den risikofrie (tyske) rente til at stige fra 0,9 til cirka 1,3 procent, og kreditpræmierne til at falde fra 1,2 til cirka 0,9 procent i 2014.

Afkastet i første halvår blev markant bedre end vores forventninger til hele året som følge af et noget mere sløret vækstbillede og tiltagende deflationsfrygt i Europa. Universets risikofrie rente faldt således med 0,4 procentpoint til 0,5 procent, og den effektive rente har aldrig været lavere. Kreditpræmien faldt med 0,2 procentpoint til 1,0 procent. Universets afkast i første halvår androg 4,70 procent med et merafkast til statsobligationer på 1,7 procentpoint.

Afdelingen klarede sig lidt dårligere end universet i første halvår med et afkast på 4,29 procent. Dette skyldes, at afdelingen i mindre grad var positioneret til stigende statsrenter, hvorfor afdelingen fik lidt færre kursstigninger end universet.

Fokusområderne i første kvartal var generelt svage økonomiske nøgletal, herunder lave og faldende europæiske inflationsdata, geopolitisk uro omkring Ukraine og Krim-halvøen samt et enkeltstående bankproblem i Østrig.

Den nytiltrådte amerikanske centralbankchef ændrede (kortfristet) forventningerne til den næste amerikanske renteforhøjelse, mens den europæiske centralbank styrkede retorikken vedrørende euroens betydning for inflationen. Fra kreditsiden var der positive nyheder til eksempelvis Irland og Spanien, der fik deres kreditvurderinger opjusteret. Universets effektive rente lukkede kvartalet i 1,8 procent.

I andet kvartal annoncerede Den Europæiske Centralbank (ECB), at de var klar til at bruge utraditionelle værktøjer, hvis de økonomiske prognoser vedblev med at være dårlige, og den tyske centralbankchef bakkede for første gang offentligt op om negative indlånsrenter eller et QE-program (obligationsopkøb). Og med europæiske inflationsdata på 0,5 procent for maj valgte ECB at sænke indlånsrenten til -0,1 procent, ligesom de tilbød bankerne at finansiere op til 7 procent af deres udlån til europæiske borgere og virksomheder (svarende til cirka 400 milliarder euro) frem til september 2018. Den amerikanske BNP-vækst for første kvartal blev nedjusteret til -2,9 procent.

Købsinteressen var generel pæn i løbet af halvåret, og der var travlt på nyudstedelsesmarkedet. Det betød, at virksomhederne i løbet af andet kvartal ikke længere skulle tilbyde rabat (merrente) på deres eksisterende obligationer. I løbet af juni steg købs- og salgsspændene på det sekundære marked (markedet for eksisterende obligationer) dog, og markedsdybden blev noget reduceret.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i virksomhedsobligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, likviditetsrisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko samt valutarisiko.

Afdelingen har indgået valutaterminsforretninger til at afdække valutarisiko primært i forhold til Euro og USD.

Forventninger til andet halvår

Med et realiseret halvårsafkast markant over vores tidligere forventninger til hele 2014 har markedet efter vores vurdering inddiskonteret, at vi er på vej mod et permanent lavt renteparadigme (et "Japan-scenari"). En yderligere forværring af økonomien, der ikke er vores hovedscenari, vil i andet halvår kunne give et afkast på cirka 2,5 procent, hvoraf 1,75 procentpoint er merafkast på kreditdelen.

Vores hovedscenari er dog fortsat, at økonomien viser lidt fremgang i andet halvår, hvilket bør give svagt stigende statsrenter og svagt faldende kreditpræmier. Forventningen er, at universet i andet halvår kan levere et afkast på cirka 0,75 procent, hvor kreditdelen vil out-performe statsrenterne med cirka 1,25 procentpoint. Forventningerne er behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	102.478	114.864
Kursgevinster og -tab	178.511	-79.891
Administrationsomkostninger	31.388	32.447
Resultat før skat	249.601	2.526
Halvårets nettoresultat	249.601	2.526

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	302.615	265.866
1 Obligationer	5.783.598	5.549.538
1 Afledte finansielle instrumenter	2.622	1.701
Andre aktiver	176.544	111.971
Aktiver i alt	6.265.379	5.929.076
Passiver		
2 Medlemmernes formue	6.125.581	5.923.667
1 Afledte finansielle instrumenter	0	3.865
Anden gæld	139.798	1.544
Passiver i alt	6.265.379	5.929.076

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	94%	93%
Finansielle instrumenter noteret på andet reg. marked	1%	1%
Andre aktiver og passiver	5%	6%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	3%	4%
Investment grade A-BBB	92%	91%
Non Investment grade BB-CCC	0%	1%
Andre inklusiv kontanter	4%	4%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	19%	27%
Varighed 2-5 år	41%	43%
Varighed > 5 år	40%	29%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
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	541.286	453.474	561.198	474.259
Indløsninger i året	245.934	210.849	856.084	736.643
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		576		4.244
Overført fra resultatopgørelsen		249.601		140.848
Formue ultimo	7.243.224	6.125.581	6.947.872	5.923.667

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	249.601	2.526	241.131	105.132	400.221
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.125.581	5.760.193	5.377.733	4.895.882	4.939.589
Cirkulerende andele (t.kr.)	7.243.224	6.921.617	6.669.034	6.113.672	6.076.420
Indre værdi	84,57	83,22	80,64	80,08	81,29
Omkostninger (%)	0,53	0,53	0,54	0,53	0,57
Halvårets afkast (%)	4,29	0,04	5,15	2,19	8,40
Sharpe ratio	1,90	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2006

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060019636

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringsselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. Alle obligationer skal være udstedt i euro, engelske pund, amerikanske dollar eller danske kroner. Dog skal minimum 70 procent af formuen være i euro eller danske kroner. Virksomhedsobligationer giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har også en 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. Når virksomhedsobligationerne købes til denne afdeling skal de som minimum have en god kreditkarakter på BBB-. Dog kan 10 procent af formuen holdes i obligationer, som er faldet under BBB-. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Målet for afdeling Virksomhedsobligationer Akkumulerende 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). Dette indeks er markedsværdiagt af europæiske virksomhedsobligationer med god kreditkarakter (investment grade).

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 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

Afdelingens formue udgjorde 846.945 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 820.096 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på 35.162 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -8.313 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 35.162 tusinde kroner.

Vores hovedscenarie for hele 2014 for Investment Grade-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen ville levere et afkast for hele 2014 på cirka 2 procent med et merafkast til statsobligationer på cirka 2,5 procentpoint. Forventningerne tog udgangspunkt i et bedre vækstbillede med faldende likviditetstilførsel ("QE") fra centralbankerne, hvilket burde få den risikofrie (tyske) rente til at stige fra 0,9 til cirka 1,3 procent, og kreditpræmierne til at falde fra 1,2 til cirka 0,9 procent i 2014.

Afkastet i første halvår blev markant bedre end vores forventninger til hele året som følge af et noget mere sløret vækstbillede og tiltagende deflationsfrygt i Europa. Universets risikofrie rente faldt således med 0,4 procentpoint til 0,5 procent, og den effektive rente har aldrig været lavere. Kreditpræmien faldt med 0,2 procentpoint til 1,0 procent. Universets afkast i første halvår androg 4,70 procent med et merafkast til statsobligationer på 1,7 procentpoint.

Afdelingen klarede sig lidt dårligere end universet i første halvår med et afkast på 4,29 procent. Dette skyldes, at afdelingen i mindre grad var positioneret til stigende statsrenter, hvorfor afdelingen fik lidt færre kursstigninger end universet.

Fokusområderne i første kvartal var generelt svage økonomiske nøgletal, herunder lave og faldende europæiske inflationsdata, geopolitisk uro omkring Ukraine og Krim-halvøen samt et enkeltstående bankproblem i Østrig. Den nyliltrådte amerikanske centralbankchef ændrede (kortfristet) forventningerne til den næste amerikanske renteforhøjelse, mens Den Europæiske Centralbank (ECB) styrkede retorikken vedrørende euroens betydning for inflationen.

Fra creditsiden var der positive nyheder til eksempelvis Irland og Spanien, der fik deres kreditvurderinger opjusteret. Universets effektive rente lukkede kvartalet i 1,8 procent.

I andet kvartal annoncerede ECB, at de var klar til at bruge utraditionelle værktøjer, hvis de økonomiske prognoser vedblev med at være dårlige, og den tyske centralbankchef bakkede for første gang offentligt op om negative indlånsrenter eller et QE-program (obligationsopkøb). Og med europæiske inflationsdata på 0,5 procent for maj valgte ECB at sænke indlånsrenten til -0,1 procent, ligesom de tilbød bankerne at finansiere op til 7 procent af deres udlån til europæiske borgere og virksomheder (svarende til cirka 400 milliarder euro) frem til september 2018. Den amerikanske BNP-vækst for første kvartal blev nedjusteret til -2,9 procent.

Købsinteressen var generel pæn i løbet af halvåret, og der var travlt på nyudstedelsesmarkedet. Det betød, at virksomhederne i løbet af andet kvartal ikke længere skulle tilbyde rabat (merrente) på deres eksisterende obligationer. I løbet af juni steg købs- og salgsspændene på det sekundære marked (markedet for eksisterende obligationer) dog, og markedsdybden blev noget reduceret.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i virksomhedsobligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, likviditetsrisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko samt valutarisiko.

Afdelingen har indgået valutaterminsforretninger til at afdække valutarisiko primært i forhold til Euro og USD.

Forventninger til andet halvår

Med et realiseret halvårsafkast markant over vores tidligere forventninger til hele 2014 har markedet efter vores vurdering inddiskonteret, at vi er på vej mod et permanent lavt renteparadigme (et "Japan-scenario"). En yderligere forværring af økonomien, der ikke er vores hovedscenario, vil i andet halvår kunne give et afkast på cirka 2,5 procent, hvoraf 1,75 procentpoint er merafkast på kreditdelen.

Vores hovedscenario er dog fortsat, at økonomien viser lidt fremgang i andet halvår, hvilket bør give svagt stigende statsrenter og svagt faldende kreditpræmier. Forventningen er, at universet i andet halvår kan levere et afkast på cirka 0,75 procent, hvor kreditdelen vil out-performe statsrenterne med cirka 1,25 procentpoint. Forventningerne er behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	14.398	15.242
Kursgevinster og -tab	25.173	-10.069
Administrationsomkostninger	4.409	4.362
Resultat før skat	35.162	811
Halvårets nettoresultat	35.162	811

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	23.597	28.706
1 Obligationer	810.196	777.248
1 Afledte finansielle instrumenter	374	147
Andre aktiver	24.950	15.475
Aktiver i alt	859.117	821.576
Passiver		
2 Medlemmernes formue	846.945	820.096
1 Afledte finansielle instrumenter	0	543
Anden gæld	12.172	937
Passiver i alt	859.117	821.576

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95%	94%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	1%	1%
Andre aktiver og passiver	4%	5%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	4%	4%
Investment grade A-BBB	93%	92%
Non Investment grade BB-CCC	0%	1%
Andre inklusiv kontanter	3%	3%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	20%	28%
Varighed 2-5 år	40%	41%
Varighed > 5 år	40%	31%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	641.602	820.096	626.755	780.476
Emissioner i året	14.811	19.408	87.387	109.383
Indløsninger i året	21.400	27.753	72.540	91.417
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		32		671
Overført fra resultatopgørelsen		35.162		20.983
Formue ultimo	635.013	846.945	641.602	820.096

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	35.162	811	24.944	8.341	22.760
Medlemmernes formue (t.kr.)	846.945	777.823	647.595	525.442	327.802
Cirkulerende andele (t.kr.)	635.013	624.055	557.855	478.565	308.105
Indre værdi	133,37	124,64	116,09	109,80	106,39
Omkostninger (%)	0,53	0,54	0,56	0,54	0,58
Halvårets afkast (%)	4,29	0,09	5,19	1,88	7,59
Sharpe ratio	1,90	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 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 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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringsselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. Alle obligationer skal være udstedt i euro, engelske pund, amerikanske dollar eller danske kroner. Dog skal minimum 70 procent af formuen være i euro eller danske kroner.

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) på www.bankinvest.dk.

Virksomhedsobligationer giver typisk en højere rente end danske og tyske statsobligationer, men har også en 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. Når virksomhedsobligationerne købes til denne afdeling skal de som minimum have en god kreditkarakter på BBB-. Dog kan 10 procent af formuen holdes i obligationer, som er faldet under BBB-. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

Målet for afdeling Virksomhedsobligationer Etik (SRI) er over en tre-årig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for globale virksomhedsobligationer.

Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Det aktuelle indeks er markedsværdivægtet af europæiske virksomhedsobligationer med god kreditkarakter (investment grade).

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 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

Afdelingens formue udgjorde 614.459 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 632.964 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -18.505 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -44.615 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 26.110 tusinde kroner.

Vores hovedscenarie for hele 2014 for Investment Grade-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen ville levere et afkast for hele 2014 på cirka 2 procent med et merafkast til statsobligationer på cirka 2,5 procentpoint. Forventningerne tog udgangspunkt i et bedre vækstbillede med faldende likviditetstilførsel ("QE") fra centralbankerne, hvilket burde få den risikofrie (tyske) rente til at stige fra 0,9 til cirka 1,3 procent og kreditpræmierne til at falde fra 1,2 til cirka 0,9 procent i 2014.

Afkastet i første halvår blev markant bedre end vores forventning til hele året som følge af et noget mere sløret vækstbillede og tiltagende deflationsfrygt i Europa. Universets risikofrie rente faldt således med 0,4 procentpoint til 0,5 procent, og den effektive rente har aldrig været lavere. Kreditpræmien faldt med 0,2 procentpoint til 1,0 procent. Universets afkast i første halvår androg 4,70 procent med et merafkast til statsobligationer på 1,7 procentpoint.

Afdelingen klarede sig lidt dårligere end universet i første halvår med et afkast på 4,31 procent. Dette skyldes, at afdelingen i mindre grad var positioneret til stigende statsrenter, hvorfor afdelingen fik lidt færre kursstigninger end universet.

Fokusområderne i første kvartal var generelt svage økonomiske nøgletal, herunder lave og faldende europæiske inflationsdata, geopolitisk uro omkring Ukraine og Krim-halvøen samt et enkeltstående bankproblem i Østrig. Den nytiltrådte amerikanske centralbank-chef ændrede (kortfristet) forventningerne til næste amerikanske renteforhøjelse, mens Den Europæiske Centralbank (ECB) styrkede retorikken vedrørende euroens betydning for inflationen. Fra kredit-siden var der positive nyheder til eksempelvis Irland og Spanien, der fik deres kreditvurderinger opjusteret. Universets effektive rente lukkede kvartalet i 1,8 procent.

I andet kvartal annoncerede ECB, at de var klar til at bruge utraditionelle værktøjer, hvis de økonomiske prognoser vedblev med at være dårlige, og den tyske centralbankchef bakkede for første gang offentligt op om negative indlånsrenter eller et QE-program (obligationsopkøb). Og med europæiske inflationsdata på 0,5 procent for maj valgte ECB at sænke indlånsrenten til -0,1 procent, ligesom de tilbød bankerne at finansiere op til 7 procent af deres udlån til europæiske borgere og virksomheder (svarende til cirka 400 milliarder euro) frem til september 2018. Den amerikanske BNP-vækst for første kvartal blev nedjusteret til -2,9 procent.

Købsinteressen var generelt pæn i løbet af halvåret, og der var travlt på nyudstedelsesmarkedet. Det betød, at virksomhederne i løbet af andet kvartal ikke længere skulle tilbyde rabat (merrente) på deres eksisterende obligationer. I løbet af juni steg købs- og salgsspændene på det sekundære marked (markedet for eksisterende obligationer) dog, og markedsdybden blev noget reduceret.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i virksomhedsobligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, likviditetsrisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko samt valutarisiko.

Afdelingen har en højere risiko end de to andre afdelinger Virksomhedsobligationer og Virksomhedsobligationer Akkumulerende. Dette skyldes, at nogle investeringer bliver screenet fra af etiske årsager. Dette medfører, at den resterende del af investeringerne har en højere vægt, og dermed har afdelingen en mindre risikospredning.

Afdelingen har indgået valutaterminsforretninger til at afdække valutarisiko primært i forhold til Euro og USD.

Forventninger til andet halvår

Med et realiseret halvårsafkast markant over vores tidligere forventninger til hele 2014 har markedet efter vores vurdering inddiskonteret, at vi er på vej mod et permanent lavt renteparadigme (et "Japan-scenario"). En yderligere forværring af økonomien, der ikke er vores hovedscenarie, vil i andet halvår kunne give et afkast på cirka 2,5 procent, hvoraf 1,75 procentpoint er merafkast på kreditdelen.

Vores hovedscenarie er dog fortsat, at økonomien viser lidt fremgang i andet halvår, hvilket bør give svagt stigende statsrenter og svagt faldende kreditpræmier. Forventningen er, at universet i andet halvår kan levere et afkast på cirka 0,75 procent, hvor kreditdelen vil out-performe statsrenterne med cirka 1,25 procentpoint. Forventningerne er behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter	10.783	13.069
Kursgevinster og -tab	18.568	-8.397
Administrationsomkostninger	3.241	3.656
Resultat før skat	26.110	1.016
Halvårets nettoresultat	26.110	1.016

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	11.883	13.823
1 Obligationer	589.800	607.887
1 Afledte finansielle instrumenter	282	64
Andre aktiver	21.610	11.795
Aktiver i alt	623.575	633.569
Passiver		
2 Medlemmernes formue	614.459	632.964
1 Afledte finansielle instrumenter	0	511
Anden gæld	9.116	94
Passiver i alt	623.575	633.569

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95%	95%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	1%	1%
Andre aktiver og passiver	4%	4%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	5%	4%
Investment grade A-BBB	92%	92%
Non Investment grade BB-CCC	0%	1%
Andre inklusiv kontanter	3%	3%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	18%	28%
Varighed 2-5 år	43%	41%
Varighed > 5 år	39%	31%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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	62.871	73.582	155.610	176.552
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		216		716
Overført fra resultatopgørelsen		26.110		17.121
Formue ultimo	511.668	614.459	549.992	632.964

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	26.110	1.016	34.450	16.662	64.422
Medlemmernes formue (t.kr.)	614.459	637.539	719.584	776.081	754.497
Cirkulerende andele (t.kr.)	511.668	568.072	690.767	786.774	791.832
Indre værdi	120,09	112,23	104,17	98,64	95,28
Omkostninger (%)	0,52	0,52	0,54	0,53	0,56
Halvårets afkast (%)	4,31	0,11	5,40	2,19	8,91
Sharpe ratio	1,98	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2013

Risikoklasse: 4

Benchmark: Barclays Capital U.S. Corporate High Yield 2 % Issuer

Capped Index 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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt i værdipapirer primært i virksomhedsobligationer. Placeringen af midler 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-/Baa3, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. I denne afdeling skal obligationerne minimum have en kreditkarakter på C. Minimum 80 procent af formuen skal placeres i high yield obligationer, det vil sige obligationer med en rating lavere end BBB-/Baa3. Desuden kan 10 procent af formuen placeres i obligationer uden kreditkarakter, mens 10 procent af midlerne kan bestå af obligationer med en kreditkarakter over BBB-/Baa3. Læs mere om kreditkarakterer på www.bankinvest.dk.

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.

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 tidshorisont.

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 4. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afkastet de seneste fem år på benchmark, da afdelingen ikke har en 5 års afkasthistorik. Historiske data giver ikke nødvendigvis et pålideligt billede af risikoen fremover, og risikoklassificeringen kan ændre sig med tiden. Klassificeringen tager heller ikke højde for effekten af pludselige udsving i renter og valutaer, politiske indgreb, naturkatastrofer og lignende.

Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 1.601.139 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 992.920 tusinde kroner ultimo 2013 svarende til en nettotilvækst på 608.219 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 634.866 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde 62.537 tusinde kroner.

Vores hovedscenarie for 2014 for High Yield-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen ville levere et afkast for hele 2014 på cirka 5 procent med et merafkast til statsobligationer på cirka 5,5 procentpoint. Forventningerne tog udgangspunkt i et bedre vækstbillede med faldende likviditetstilførsel ("QE") fra centralbankerne, hvilket burde få den risikofrie (amerikanske) rente til at stige fra 1,8 procent til cirka 2,3 procent, og kreditpræmierne til at falde fra 3,8 procent til cirka 3,5 procent i 2014.

Afkastet i første halvår blev markant bedre end vores forventninger til hele året som følge af negative vækstdata for første kvartal i USA, tiltagende deflationsfrygt i Europa og en udskydelse af rentestigningerne i USA. Universets effektive rente faldt til det laveste niveau nogensinde drevet af et fald på 0,3 procentpoint i den risikofrie rente til 1,5 procent, og et fald på 0,4 procentpoint i kreditpræmien til 3,4 procent. Universets afkast i første halvår androg 5,28 procent.

Afdelingen klarede sig lidt dårligere end universet i første halvår med et afkast på 5,03 procent.

Første kvartal blev påvirket af svage økonomiske nøgletal, blandt andet som følge af en lang vinter i Nordamerika, geopolitisk uro omkring Krim-halvøen, en lidt ændret retorik fra den nye amerikanske centralbankchefs side, meget lave konkursrater og mulighed for, at Den Europæiske Centralbank ville foretage obligationsopkøb.

Kun fire amerikanske virksomheder gik konkurs, og den 12 måneders konkursrate faldt til 0,6 procent målt på udestående gæld og 1,8 procent målt på antallet af virksomheder. Den implicitte amerikanske statsobligationsrente faldt fra 1,8 til 1,7 procent, mens kreditpræmien faldt fra 3,8 til 3,6 procent.

I andet kvartal var de økonomiske nøgletal lidt mere blandede, men negativ vækst i USA i første kvartal, der ultimo juni blev revideret til -2,9 procent, kom som en overraskelse. Både den amerikanske og europæiske centralbank talte om "lower yields for longer". I april gik TXU (Energy Futures) konkurs med en samlet obligationsgæld på 17 milliarder dollars (samlet gæld på 36 milliarder dollars), hvilket var historiens største High Yield-konkurs. TXU's endelige var dog ventet af markedet, så det gav ingen støj i markedet (afdelingen havde ingen TXU-obligationer). Moody's 12 måneders konkursrate (målt på udestående gæld) steg herved til 2,1 procent.

I slutningen af juni viste J.P. Morgans High Yield-analyse, at virksomhedernes gældsætningsniveauer var svagt stigende, men niveauet virker fortsat ikke bekymrende.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i high Yield virksomhedsobligationer, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på obligationsmarkedet.

Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, likviditetsrisiko, renterisiko, kreditrisiko og modpartsrisiko samt valutarisiko.

Afdelingen har indgået valutaterminsforretninger i USD/DKK til at afdække valutarisikoen.

Forventninger til andet halvår

Vi forventer, at USA igen i andet kvartal er tilbage på vækstsporet, og at der også i andet halvår er positiv momentum i økonomien. Dette vil være positivt for High Yield-virksomhedernes kreditværdighed, og selvom kreditpræmierne er ganske lave, så forventer vi, at kreditpræmierne også vil falde (svagt) i andet halvår.

Vores hovedscenarie for andet halvår er derfor, at den effektive rente vil stige fra 4,9 procent til cirka 5 procent. Aktivklassen vil da kunne levere et halvårsafkast på cirka 1,75 til 2,25 procent med et merafkast til statsobligationer på cirka 3 procentpoint.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13*) (t.kr.)
Renter	39.852	8.356
Kursgevinster og -tab	32.552	-16.907
Administrationsomkostninger	9.867	1.869
Resultat før skat	62.537	-10.420
Halvårets nettoresultat	62.537	-10.420

*) Regnskabsperioden omfatter 20.03 – 30.06.2013

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	86.013	64.598
1 Obligationer	1.542.067	915.429
1 Afledte finansielle instrumenter	6.453	11.308
Andre aktiver	42.004	18.436
Aktiver i alt	1.676.537	1.009.771
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.601.139	992.920
1 Afledte finansielle instrumenter	3.711	36
Anden gæld	71.687	16.815
Passiver i alt	1.676.537	1.009.771

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	20%	16%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	77%	75%
Øvrige finansielle instrumenter	0%	3%
Andre aktiver og passiver	3%	7%
Formue fordelt på kreditværdighed		
Investment grade A-BBB	5%	1%
Non Investment grade BB-CCC	92%	93%
Andre inklusiv kontanter	3%	6%
Varighed		
Varighed < 2 år	23%	15%
Varighed 2-5 år	59%	59%
Varighed > 5 år	18%	26%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	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
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-8.658		0
Emissioner i året	655.128	649.803	958.912	968.755
Indløsninger i året	16.373	17.118	267	276
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		2.181		5.428
Overført fra resultatopgørelsen		62.537		19.013
Formue ultimo	1.597.400	1.601.139	958.645	992.920

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13 ¹⁾
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	62.537	-10.420
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.601.139	597.306
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.597.400	606.111
Indre værdi	100,23	98,55
Omkostninger (%)	0,74	0,34
Halvårets afkast (%)	5,03	-1,73
Sharpe ratio	-	-

Regnskabsperioden omfatter 20.03 – 30.06.2013

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 1990

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Market Europe 10-40 inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010155753

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

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.

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Østeuropa, eller have den væsentligste del af sin forretning her. Østeuropa inkluderer blandt andet Tyrkiet, Grækenland og alle lande i det tidligere USSR. Aktierne skal handles på en anerkendt børs.

Målet for afdeling Østeuropa er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for de østeuropæiske aktiemarkeder. Det kaldes også for afdelingens benchmark (sammenligningsindeks). Dette består af aktier fra Tjekkiet, Ungarn, Polen, Rusland og Tyrkiet, hvor en aktie maksimalt må udgøre 10 procent af indeksets værdi og sammenlagt må de fire største aktier maksimalt fylde 40 procent.

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 formue udgjorde 342.041 tusinde kroner ultimo juni 2014 mod 387.878 tusinde kroner ultimo 2013, svarende til en nettotilvækst på -45.837 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -40.205 tusinde kroner. Nettoresultat udgjorde -5.632 tusinde kroner.

Afdelingens afkast blev i første halvår af 2014 på -0,73 procent, mens sammenligningsindekset var 0,93 procent. Såvel det absolutte afkast som det relative afkast på -1,66 procent point er bestemt ikke tilfredsstillende.

"Fra asken til ilden" kunne være overskriften på denne periodes rapportering vedrørende Østeuropa, navnlig Rusland. Efter et andet halvår af 2013, hvor Putin høstede stor politisk anerkendelse for benådningen af politiske fanger såsom eksmilliardæren Khodorkovskiy fra Yukos, pigerne fra protestgruppen "Pussy Riot" samt et antal Greenpeace-aktivister og for at have bidraget positivt til at løse situationen i Syrien, faldt Putins hammer, da oprøret i Ukraine endte med, at præsident Viktor Janukovitj måtte flygte til Rusland. Putins spillen med de militære muskler og senere annekteringen af Krim-halvøen skræmte investorerne ud af Rusland. Det kombineret med vestlige sanktioner forværrede vækstudsigterne for en i forvejen svag russisk økonomisk vækst.

I Tyrkiet gik partiet AK sejrrigt ud af de regionale valg i slutningen af marts, og dermed var vejen banet for, at premierminister Erdogan kunne opstille og vinde august måneds præsidentvalg. Denne politiske stabilisering blev modtaget positivt af aktiemarkedet, der år til dato nu er steget med knap 20 procent opgjort i danske kroner (målt på MSCI Turkey). I Polen har halvåret været en dans på stedet, da nationaliseringen af visse dele af det private pensionssystem forventes at lægge pres på et i forvejen dyrt aktiemarked. Efter MSCI's nedjustering af Grækenland til Emerging Market er Grækenland nu en del af afdelingens investeringsunivers. Vi var i første omgang undervægtet i Grækenland, da vi dels skønnede, at den græske økonomi fortsat var skrøbelig, samtidig med at de græske bankers finansielle situation fortsat var noget usikker. Efter den seneste rekapitalisering af de græske banker har vi reduceret vores undervægt.

Det selskab i porteføljen, som har givet det største negative bidrag til det relative afkast, er det russiske gasselskab Novatek, mens energisektoren som helhed gav det største positive bidrag på sektorniveau. Finanssektoren gav det største negative bidrag og var den primære årsag til periodens skuffende relative resultat.

En væsentlig årsag hertil var undervægten i Türkiye Halk Bank, som vi ikke kan eje af etiske årsager.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

Da afdelingen investerer i østeuropæiske aktier, har afdelingen en forretningsmæssig risiko på udviklingen på disse markeder. Risikoen består hovedsageligt af en generel markedsrisiko, en aktierisiko på den enkelte virksomhed samt likviditetsrisiko. Modpartsrisikoen anses for væsentlig da en større del formuen består af ADRs og GDRs.

Likviditetsrisikoen knytter sig til det forhold, at afdelingen har investeret i aktier, som ikke har samme omsættelighed, som store globale aktier blandt andet som følge af at markederne ikke er så udviklede som markederne i Vest Europa.

Afdelingen har placeret en del af formuen 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 eksponering med udstederen af depotbeviset (modpartsrisiko). Afdelingen har udelukkende investeret i børsnoterede depotbeviser med ombytningsret.

Forventninger til andet halvår

Forventningerne til afdelingen er fortsat moderat positive, men afhængigheden af en række politiske forhold er fortsat stor, og det er ikke mindst svært at spå om udfaldet heraf. Situationen i Ukraine er langt fra løst endnu, og selvom der virker mere roligt i Tyrkiet i øjeblikket, kan det bestemt ikke udelukkes, at det forestående præsidentvalg (i august) kan danne basis for endnu en opblomstring af politisk utilfredshed. I Polen har kun få af de omkring 3 millioner private pensionsopsparende på nuværende tidspunkt givet tilsagn om, at deres opsparing skal forblive i privat regi. Fortsætter denne tendens, vil det i efteråret, når de private pensionselskaber skal "afregne" med staten, føre til et salgspres på polske aktier, da staten kun vil have overdraget kontanter eller obligationer.

Den økonomiske nedtur i Rusland ser som følge af landets involvering i krisen i Ukraine ud til at blive værre end tidligere antaget, og en økonomisk recession kan bestemt ikke udelukkes på nuværende tidspunkt. Eksportselskaberne burde dog blive hjulpet af, at Kina forventes at kunne fastholde en fornuftig økonomisk vækst på 7 til 8 procent, og at den økonomiske udvikling i Europa og USA fortsat vurderes at være i bedring. Yderligere sanktioner fra EU og USA rettet mod Rusland kan bidrage til øget usikkerhed.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.14 (t.kr.)	01.01 -30.06.13 (t.kr.)
Renter og udbytter	4.504	13.233
Kursgevinster og -tab	-6.874	-58.110
Administrationsomkostninger	2.994	4.462
Resultat før skat	-5.364	-49.339
Skat	268	1.492
Halvårets nettoresultat	-5.632	-50.831

Balance

	30.06.2014 (t.kr.)	31.12.2013 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	6.186	4.549
1 Kapitalandele	336.466	383.119
Andre aktiver	1.332	483
Aktiver i alt	343.984	388.151
Passiver		
2 Medlemmernes formue	342.041	387.878
Anden gæld	1.943	273
Passiver i alt	343.984	388.151

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.14 (t.kr.)	31.12.13 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	98,	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	2%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på sektorer		
Energi	33%	34%
Finans	32%	33%
Telekommunikation	8%	8%
Råvarer	8%	8%
Stabile forbrugsgoder	7%	8%
Andre inklusiv kontanter	12%	9%
Formue fordelt på lande		
Rusland	57%	63%
Polen	13%	15%
Tyrkiet	18%	14%
Tjekkiet	2%	2%
Grækenland	5%	4%
Andre inklusiv kontanter	5%	2%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2014		31.12.2013	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	214.318	387.878	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	219	358	2.150	4.246
Indløsninger i året	24.165	40.716	74.648	140.765
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		153		337
Overført fra resultatopgørelsen		-5.632		-36.947
Formue ultimo	190.372	342.041	214.318	387.878

3 Femårsoversigt	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11	30.06.10
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-5.632	-50.831	50.568	-41.556	38.161
Medlemmernes formue (t.kr.)	342.041	444.152	530.353	754.539	601.669
Cirkulerende andele (t.kr.)	190.372	252.824	297.515	358.858	320.155
Indre værdi	179,67	175,68	178,26	210,26	187,93
Omkostninger (%)	0,88	0,85	0,85	0,68	0,94
Halvårets afkast (%)	-0,73	-10,00	8,20	-5,09	6,21
Sharpe ratio	0,36	-	-	-	-

Fællesnoter

1. Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen BankInvest er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger mv.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2013.

2. 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.

