

Årsrapport 2015

# Investeringsforeningen BankInvest

CVR-nr. 26 22 00 92

Årsrapport  
2015

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

**Adresse**

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

**Bestyrelse**

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

**Direktion**

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

**Revision**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

**Bankforbindelse**

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

**Produktion**

Kandrup's Bogtrykkeri A/S

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

**Generalforsamling**

Foreningen holder generalforsamling i den gamle børnsbygning på Slotsholmen onsdag, den 6. april 2016 kl. 16.00.

# Indhold

Oversigt over BankInvest foreninger og afdelinger.....	4	<b>Fællesnoter</b>	
<b>Læsevejledning</b> .....	5	Anvendt regnskabspraksis .....	175
<b>Ledelsesberetning</b>		Omkostningsprocenter – 5 årsoversigt.....	180
Årets udvikling i hovedtræk.....	6	Afkast og sammenligningsindeks – 5 årsoversigt.....	181
Forventninger til 2016 .....	9	Væsentlige aftaler .....	183
Forslag til udbytte og indkomstfordeling .....	11	Øvrige forhold .....	183
Risikoskala .....	12	<b>Supplerende information</b>	
Risici og risikostyring.....	13	Bag om BankInvest .....	184
Omkostninger .....	17	Koncernstruktur.....	184
Samfundsansvar .....	18	Investeringskæden.....	186
Bestyrelse og direktion .....	19	Investeringspolitik .....	187
Bestyrelsens og direktionens ledelseshverv .....	20	Børsnotering og handel .....	188
<b>Påtegninger</b>		Kommunikation .....	188
Ledelsespåtegning.....	21	Finanskalender 2016.....	189
Den uafhængige revisors erklæringer .....	22		
<b>Årsregnskaber og afdelingsberetninger</b>			
Asien .....	23		
Basis .....	29		
Basis Etik.....	36		
Pension Basis .....	43		
Danmark .....	49		
Danmark Akkumulerende .....	55		
Emerging Markets Aktier .....	61		
Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018.....	67		
Europa Small Cap Aktier .....	73		
Globale Indeksobligationer.....	79		
Globalt Forbrug.....	85		
Højrentelande .....	91		
Højrentelande, lokalvaluta.....	97		
Højrentelande Akkumulerende.....	103		
Højt Udbytte Aktier .....	109		
Korte Danske Obligationer .....	115		
Korte Danske Obligationer Akkumulerende .....	120		
Lange Danske Obligationer.....	125		
New Emerging Markets Aktier.....	131		
Udenlandske Obligationer .....	138		
USA Small Cap Aktier .....	144		
Virksomhedsobligationer .....	150		
Virksomhedsobligationer Akkumulerende .....	157		
Virksomhedsobligationer - Etik (SRI).....	163		
Virksomhedsobligationer High Yield.....	169		

# Oversigt over BankInvests foreninger og afdelinger

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

Nedenfor vises en oversigt over de enkelte foreninger og afdelinger;

## **Investeringsforeningen BankInvest**

Asien

Basis

Basis Etik

Pension Basis

Danmark

Danmark Akkumulerende

Emerging Markets Aktier

Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018

Europa Small Cap Aktier

Globale Indeksobligationer

Globalt Forbrug

Højrentelande

Højrentelande, lokalvaluta

Højrentelande Akkumulerende

Højt Udbytte Aktier

Korte Danske Obligationer

Korte Danske Obligationer Akkumulerende

Lange Danske Obligationer

New Emerging Markets Aktier

Udenlandske Obligationer

USA Small Cap Aktier

Virksomhedsobligationer

Virksomhedsobligationer Akkumulerende

Virksomhedsobligationer - Etik (SRI)

Virksomhedsobligationer High Yield

## **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 regnskabsåret samt giver en status ultimo.

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

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

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

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

## Årets udvikling i hovedtræk

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

### Årets udvikling i hovedtræk

Foreningens investorer kan se tilbage på et afkastmæssigt noget blandet år med positive afkast i de aktieafdelinger, som investerer på de udviklede markeder og negative afkast i de aktieafdelinger, som investerer på emerging markets. Foreningens obligationsafdelinger har generelt leveret negative eller beskedne positive afkast.

De opnåede afkast for regnskabsåret er generelt i tråd med de forventninger og de usikkerhedsfaktorer, som vi gav udtryk for i årsrapporten for 2014 og halvårsrapporten for 2015.

Afdelingerne med globale aktier, som omfatter 5 afdelinger, har opnået afkast mellem 8,65% og 14,93%. Afdeling Højt Udbytte Aktier har præsteret et afkast på 10,35%, hvilket var højere end afdelingens sammenligningsindeks, som gav et afkast på 8,06%. De øvrige globale aktieafdelinger leverede et afkast, der var marginalt lavere end det tilhørende sammenligningsindeks.

Afdeling Danmark har opnået et tilfredsstillende afkast på 31,61% sammenholdt med sammenligningsindeksets afkast på 30,83%. Søsterafdelingen Danmark Akkumulerende har siden lanceringen primo juni opnået et afkast på 4,0%, hvilket var på niveau med sammenligningsindekset.

Afdelingerne med emerging markets aktier, som består af 3 afdelinger, har opnået negative afkast i regnskabsåret. Afkastene lå mellem -5,35% og -5,80% og var lavere end afdelingernes respektive sammenligningsindeks.

Afdelingerne USA Small Cap Aktier og Europa Small Cap Aktier, som blev lanceret i december 2014, har leveret et afkast på henholdsvis 11,65% og 22,64%. For begge afdelingers vedkommende var dette bedre end afdelingernes sammenligningsindeks.

Foreningens danske obligationsafdelinger har opnået beskedne afkast på mellem -0,08% og 0,63%. For afdeling Lange Danske Obligationer var det opnåede afkast på 0,63% marginalt bedre end sammenligningsindekset.

Afdelingerne med globale obligationer, som består af 6 afdelinger, opnåede afkast på mellem -3,38% og 0,08%. Afdeling Virksomhedsobligationer High Yield har leveret et negativt afkast på -3,38%, som dog var bedre end sammenligningsindeksets afkast på -5,50%.

De 4 afdelinger, som investerer i emerging markets obligationer, opnåede afkast i niveauerne -0,03% og 1,76%. For de 3 afdelinger,

som har tilknyttet et sammenligningsindeks, var det opnåede afkast lavere end dette indeks.

Foreningen har i regnskabsåret oplevet en betydelig tilgang af midler og vækst i antallet af investorer. Formuen er således steget med 9,6 mia. kr. og udgjorde 65,3 mia. kr. ved udgangen af regnskabsåret trods det forhold, at der i forbindelse med den ordinære generalforsamling den 25. marts 2015 blev udbetalt 2,2 mia. kr. i udbytte til foreningens investorer.

Foreningen har realiseret et regnskabsmæssigt resultat for året på 1,9 mia. kr. I året er der foretaget nettoemissioner for i alt 9,9 mia. kr., som fordelte sig med 5,4 mia. kr. i obligationsafdelingerne og 4,5 mia. kr. aktieafdelingerne.

Afdelingerne Europa Small Cap Aktier og USA Small Cap Aktier, som blev lanceret i december 2014, har i regnskabsåret haft stor interesse hos investorerne med en samlet nettoemission på 2,6 mia. kr.

De globale aktieafdelinger har ligeledes haft en positiv fremgang i formuen med nettoemissioner på 2,6 mia. kr.

I obligationsafdelingerne har væksten i formuen primært fundet sted i afdelingerne Lange Danske Obligationer, Udenlandske Obligationer og Virksomhedsobligationer High Yield. De tre afdelinger tegnede sig for en samlet nettoemission på 7,8 mio. kr. i regnskabsåret.

Foreningen har primært oplevet tilbagesalg i afdelinger med obligationer i emerging markets, korte danske obligationer samt afdelinger, som investerer i emerging markets aktier. En stor del af tilbagesalget kan henføres til, at investorerne har omlagt deres investeringer til andre af foreningens afdelinger.

### Nyetablerede afdelinger

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

Dette har medført, at foreningen primo juni lancerede afdeling Danmark Akkumulerende med en bruttotegning på 42,1 mio. kr.

Afdelingens formue er siden lanceringen vokset og udgjorde 201,6 mio. kr. ultimo 2015. Afdelingen investerer primært i aktier i virksomheder, der er hjemhørende eller er børsnoteret i Danmark.

### Fusioner

På den ekstraordinære generalforsamling den 27. august 2015 blev det vedtaget at foretage fusion af afdelingerne Latinamerika, Øst-europa og Emerging Markets Aktier med Emerging Markets Aktier som den fortsættende afdeling.

Fusionen blev foretaget med henblik på at sikre, at foreningens udbud af afdeling opfylder aktuelle behov.

Investeringsstrategierne i afdeling Latinamerika og afdeling Østeuropa lignede strategien i afdeling Emerging Markets Aktier bortset fra forskellen i geografisk fokus, hvor de ophørende afdelinger havde fokus mod henholdsvis Latinamerika og Østeuropa, har den fortsættende afdeling et bredere fokus mod Latinamerika, Central- og Østeuropa, Afrika, Mellemøsten og Asien eksklusiv Japan.

I gennem flere år har interessen for de ophørende afdelinger været faldende, hvilket har resulteret i kontinuerlige indløsnings- og konsekvensen har været et signifikant fald i afdelingernes formuer. Den faldende efterspørgsel er i vid udstrækning sket til fordel for bredere emerging markets afdelinger.

Som omtalt i årsrapporten 2014 har der i længere tid verseret et krav fra de indiske skattemyndigheder om, at afdeling Asien skulle beskattes af aktieavancer på indiske aktier, realiseret af afdelingen i skatteåret 2006/2007. Dette er i strid med dobbeltbeskatningsoverenskomsten mellem Danmark og Indien.

Efter de indiske skattemyndigheder fik medhold ved den indiske instans CIT(A) har afdeling Asien appelleret kravet og fået medhold ved The Income Tax Appellate Tribunal i Mumbai i, at de indiske skattemyndigheder ikke har noget krav mod afdelingen.

De indiske skattemyndigheder har nu anket sagen til High Court. På baggrund af rådgivning fra foreningens skatterådgiver er der hensat et beløb svarende til den forventede procesrisiko i sagen. Der henvises i øvrigt til børsmeddelelse fra den 27. august 2015.

### Den økonomiske udvikling

Investeringsmæssigt var 2015 et år med betydelige forskelle i aktieafkast, både hvad angår lande/regioner, og hvad angår sektorer. Vækstsvinget i eurozonen samt yderligere pengepolitiske stimuli fra den europæiske central bank (ECB) blev reflekteret i stigende aktiekurser. Det samme kan man sige om Japan. I USA lukkede aktiemarkedet blot 1,3% højere efter markante stigninger i forbrugsaktier, men med drastiske fald i råvarerelaterede aktier, særligt energi. Desuden var der en global tendens til større udfordringer for fremstillingsvirksomhed, ligesom bankaktier har været under pres fra bl.a. nedturen på råvaremarkederne (i nogle lande), og øget bankregulering. Europæiske aktier steg 8,7%, mens japanske aktier steg 10,3%. Emerging Markets-aktier havde et særdeles vanskeligt år, hvor ikke mindst de råvaretunge økonomier med store ubalancer og manglende økonomiske reformer oplevede betydelige problemer. Midt på året var der desuden udbredt frygt for en markant vækstafmatning i Kina. Samlet set faldt Emerging Markets-aktierne med 14,9% i 2015.

Pengepolitisk blev 2015 et skelsættende år. Det skyldes, at den

amerikanske centralbank leverede sin første renteforhøjelse og dermed afsluttede den syv år gamle nulrentepolitik. Men det var også skelsættende, fordi det skete omtrent samtidig med, at flere vestlige lande/regioner lempede pengepolitikken yderligere og endog indførte negative indlånsrenter. Ud over at ECB sænkede indlånsrenten til negativt territorium fra juni, har man set negative renter i Schweiz, Sverige og Danmark. Desuden blev der lanceret obligationsopkøbsprogrammer fra ECB og Sveriges Riksbank. Obligationsopkøbsprogrammet fra ECB på 60 mia. euro om måneden blev i starten af december forlænget med seks måneder og har bidraget til ekstraordinært lave obligationsrenter i hele valutazonen. Når den pengepolitiske udvikling i USA og eurozonen går i hver sin retning, skyldes det usædvanligt stor forskelle i konjunkturudviklingen. I USA er arbejdsløsheden i slutningen af 2015 faldet til 5,0%, mens arbejdsløsheden i eurozonen ligger på 10,7%. Den tiårige amerikanske statsobligationsrente steg 0,10% til 2,27% p.a. i 2015, mens den tilsvarende tyske steg 0,09% til 0,63% p.a. Desuden blev euroen svækket med 9,6% over for dollaren.

Priserne på amerikansk og europæisk råolie faldt henholdsvis 30% og 35% i 2015. Det kommer vel at mærke efter prisfald på ca. 45% året forinden. Den primære forklaring er den amerikanske skiferenergirevolution, som har bidraget til en kraftig stigning i olieudbuddet. Samtidig har Saudi-Arabien (og Rusland) fortsat med at producere alt, hvad de kan. Saudi-Arabien har dels frygtet at miste markedsandele, hvis de førte an i produktionsreduktioner i OPEC, og dels har landet betydelige budgetudfordringer. Derudover kan det ikke afvises, at presset på brugen af fossile brændstoffer giver en vis frygt for den langsigtede efterspørgselsituation. I den forbindelse skal det nævnes, at det lykkedes at lave en klimaaftale på COP21 i slutningen af året. Ud over at nedturen i oliepriserne har givet betydelige fald i alle aktier relateret til energi, så har det givet betydelig uro i markedet for amerikanske højrenteobligationer, hvor omkring 13% er udstedt af selskaber i denne sektor. Denne uro har periodisk bredt sig til alle risikofyldte aktiver via et generelt fald i investorernes risikoappetit. Til gengæld synes aktiemarkederne i energiimporterende lande, som eksempelvis Sydkorea og Indien, ikke at have høstet så store gevinster fra den betydelige forbedring af handelsbalancerne og de lavere omkostninger for virksomhederne.

2015 blev også året, hvor geopolitisk uro samt populistiske og nationalistiske tendenser for alvor begyndte at spille en rolle. Den kraftige fremmarch af Islamisk Stat samt mange øvrige konflikter i Mellemøsten gav anledning til en betydelig stigning i flygtningestrømmen fra Syrien. I Europa var det særligt Tyskland og Sverige, som tog imod et stort antal flygtninge. Disse tendenser har yderligere katalyseret politisk polarisering i næsten alle lande, hvor flygtningedebatten er kommet øverst på mediernes og politikernes dagsorden. Det har ikke mindst været tilfældet efter terrorangrebene i Paris den 13. november. De populistiske/nationalistiske tendenser har senest givet anledning til en mudret politisk situation efter parlamentsvalget i

Spanien i december.

#### **Fund Governance**

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

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

Den kønsmæssige fordeling blandt foreningernes generalforsamlingsvalgte bestyrelsesmedlemmer udgjorde i 2015 følgende: 83,33 % mænd og 16,67 % kvinder.

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

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

#### **Videnressourcer**

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

#### **Usædvanlige forhold**

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

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

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

#### **Begivenheder efter statusdagen**

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



## Forventninger til 2016

Vi forventer, at 2016 bliver et vanskeligt investeringsår. Vi forventer, at de amerikanske aktier i S&P 500 stiger ca. 5% til et niveau omkring 2150, mens de europæiske aktier i DJ Stoxx-600 stiger ca. 10% til omkring 400. Men listen af ubekendte i dette "regnestykke" synes længere end normalt. I USA får man nogle økonomiske modvinde i det nye år. Det skyldes først og fremmest den kraftige styrkelse af dollaren, den markante nedtur i energisektoren samt det forhold, at man nu går fra "pengepolitisk sommertid" til "pengepolitisk vintertid" med rentestramninger over de kommende år. Mens sidste års nedtur i råolieprisen vil lægge en kraftig dæmper på investeringerne i denne sektor i 2016, vil usikkerhed omkring præsidentvalget i USA til november også betyde, at mange virksomheder vil indtage en vent-og-se position. I eurozonen forekommer vækststopsvinget at være intakt. Desuden ser man samtidig en lempelig penge- og finanspolitik. Med et fortsat globalt opsving og i fraværet af væsentlig eurostyrkelse tegner dette et lyst billede for indtjeningsvæksten.

Den primære usikkerhed for aktierne kommer først og fremmest fra generel risikoaversion samt fra knas i eurosamarbejdet. Ud over de kroniske udfordringer fra Grækenland vil det i 2016 først og fremmest dreje sig om Schengen-samarbejdet, en forventet britisk afstemning om fortsat medlemskab af EU samt den politiske udvikling i Tyskland og Frankrig frem mod valgene i 2017. Obligationsrenterne i eurozonen og USA vil kun stige marginalt: I eurozonen vil renterne blive holdt nede af de massive obligationsopkøb fra ECB. I USA vil en potentiel dollarstyrkelse begrænse Federal Reserves muligheder for at hæve renten i et hurtigere tempo. Og de fleste steder ser man fortsat et pres nedad på forbrugerpriserne fra de faldende råvaremarkeder, overkapacitet i kinesisk industri, ændrede forbrugsmønstre samt svag global efterspørgsel.



## Forslag til udbytte og indkomstfordeling

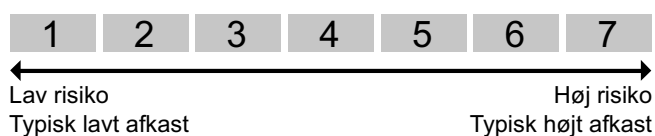
Bestyrelsen for Investeringsforeningen BankInvest foreslår nedenstående udbytter for 2015 i de respektive afdelinger.

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

	Personbeskatning				Pensions- beskatning 15 afgift	Selskabs- indkomst
	Kapital indkomst	Aktie- indkomst	Skattefri	I alt		
Asien	-	0,00	-	0,00	0,00	0,00
Basis	-	45,60	-	45,60	45,60	45,60
Basis Etik	-	24,70	-	24,70	24,70	24,70
Danmark	-	18,70	-	18,70	18,70	18,70
Emerging Markets Aktier	-	0,00	-	0,00	0,00	0,00
Emerging Markets Virksomhedsobli. 2018	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Europa Small Cap Aktier	-	4,60	-	4,60	4,60	4,60
Globale Indeksobligationer	0,00	-	1,10	1,10	1,10	1,10
Globalt Forbrug	-	25,20	-	25,20	25,20	25,20
Højrentelande	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Højrentelande, lokalvaluta	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
Højt Udbytte Aktier	-	13,40	-	13,40	13,40	13,40
Korte Danske Obligationer	0,90	-	-	0,90	0,90	0,90
Lange Danske Obligationer	3,27	-	0,03	3,30	3,30	3,30
New Emerging Markets Aktier	-	0,00	-	0,00	0,00	0,00
Udenlandske Obligationer	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00
USA Small Cap Aktier	-	3,50	-	3,50	3,50	3,50
Virksomhedsobligationer	2,80	-	-	2,80	2,80	2,80
Virksomhedsobligationer Etik (SRI)	5,30	-	-	5,30	5,30	5,30
Virksomhedsobligationer High Yield	0,00	-	-	0,00	0,00	0,00

## Risikoskala

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



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

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

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

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

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

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

## Risici og risikostyring

Som investor i investeringsforeningen får man en løbende pleje af sin opsparing. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne. Risikofaktorerne varierer fra afdeling til afdeling. Nogle risici påvirker især aktieafdelingerne og andre især obligationsafdelingerne, mens atter andre risikofaktorer gælder for begge typer af afdelinger. En af de vigtigste risikofaktorer – og den skal investor selv tage højde for – er valget af afdeling.

Som investor skal man være klar over, at der altid er en risiko ved at investere, og at de enkelte afdelinger investerer inden for hver deres investeringsområde uanset markedsudviklingen. Det vil sige, at hvis investor f.eks. har valgt at investere i en afdeling, der har asiatiske aktier som investeringsområde, så fastholdes dette investeringsområde, uanset om de pågældende aktier stiger eller falder i værdi. Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til fire elementer:

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

### Risici knyttet til investors valg af afdeling

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

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

### Risici knyttet til investeringsmarkederne

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

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

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

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

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

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

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

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

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

Målet med afdelingernes investeringsstrategi er, at finde de bedste investeringer og opnå det 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 styrede foreninger og afdelinger – også kaldet indeksbaserede – hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet. Ingen af foreningens afdelinger er passivt styret.

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

### Risici knyttet til driften af foreningen

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

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

Investeringsforvaltningsselskabets complianceafdeling overvåger og fører kontrol med, at de 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](http://www.bankinvest.dk) under onlinematerialer for de enkelte afdelinger. Investeringsforeningen er desuden underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer. Her er fokus på risici og kontroller i højsædet.

### Generelle risikofaktorer

#### Enkeltlande

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

#### Eksponering mod udlandet

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

#### Valutarisiko

Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksponering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse valutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, mens afdelinger, som investerer i europæiske aktier eller obligationer udstedt i euro, har begrænset valutarisiko. Afdelinger, hvor der systematisk kurssikres mod danske kroner eller euro, har en meget begrænset valutarisiko.

#### Selskabsspecifikke forhold

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

lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en afdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10 procent i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier og obligationer. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri helt eller delvist vil være tabt.

### Nye markeder/emerging markets

Begrebet "Nye Markeder" omfatter stort set alle lande i Latinamerika, Asien (ex. Japan, Hongkong og Singapore), Østeuropa og Afrika. Landene kan være kendetegnet ved politisk ustabilitet, relativt usikre finansmarkeder, relativt usikker økonomisk udvikling samt aktie- og obligationsmarkedet, som er under udvikling. Investeringer på de nye markeder er forbundet med særlige risici, der sjældent forekommer på de udviklede markeder. Et ustabil politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. For investorer kan dette eksempelvis bevirke, at aktiver nationaliseres, at rådigheden over aktiver begrænses, eller at der indføres statslige overvågnings- og kontrolmekanismer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving. Nogle lande har enten allerede indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta eller kan gøre det med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være svingende som følge af økonomiske og politiske ændringer, naturkatastrofer samt andre niveauer for skatter og særlige gebyrer. Effekten af ændringer i de nævnte forhold kan i visse tilfælde vise sig at være af mere vedvarende karakter afhængig af, i hvilken grad de påvirker de berørte markeder.

### Likviditetsrisiko

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

### Modpartsrisiko

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

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

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

### Særlige risici ved obligationsafdelingerne

#### Obligationsmarkedet

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

#### Renterisiko

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

#### Kreditrisiko

Inden for forskellige obligationstyper – statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets-obligationer, kreditobligationer osv. – er der en kreditrisiko relateret til, om obligationerne modsvarer reelle værdier, og om stater, boligejere og virksomheder kan indfri deres gældsforpligtelser. Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

### **Refinansiering**

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

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

### **Særlige risici ved aktieafdelingerne**

#### **Udsving på aktiemarkedet**

Aktiemarkeder kan svinge meget og kan falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller som en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

#### **Risikovillig kapital**

Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til fx udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.



## Omkostninger

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

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

### Administrationsomkostninger

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

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

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

### Særlige forhold

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

### Handelsomkostninger

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

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

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

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

### Årlige omkostninger i procent (ÅOP)

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

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

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

## Samfundsansvar

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

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

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

De seks principper er:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Bestyrelse og direktion

På foreningens ordinære generalforsamling den 25. marts 2015 var direktør Ole Jørgensen og direktør Bjarne Ammitzbøll på valg.

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

Bestyrelsen består, foruden disse, af tidligere udenrigsminister Uffe Ellemann-Jensen, direktør Ingelise Bogason, direktør Lars Boné og direktør Viggo Nedergaard Jensen.

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

Der er afholdt 6 bestyrelsesmøder i 2015.

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

Bestyrelseshonoraret for foreningen fremgår af fællesnoter.

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

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

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

## Bestyrelsens og direktionens ledelseshverv

Vi kan oplyse følgende om bestyrelses- og direktionsmedlemmerne:

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

### Bestyrelse

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

Tidl. udenrigsminister

Bestyrelsesformand for:

Thomson Reuters Founders Share Company Ltd. (London)

Medlem af bestyrelsen for:

BI Management A/S

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

Bestyrelsesformand for:

Arkitektskolen, Aarhus

Næstformand for:

Poul Due Jensens Fond

Medlem af bestyrelsen for:

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

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

Adm. direktør KIRK KAPITAL A/S

Bestyrelsesformand for:

KIRK Shipping A/S, KIRK Aviation A/S

Næstformand for:

KIRK KAPITAL AG, (Schweiz)

Medlem af bestyrelsen for:

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

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

**Lars Boné. Tiltrådt 31. maj 2011**

Direktør for:

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

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

Direktør for:

Holdingselskabet af 1998 A/S

Bestyrelsesformand for: Fonden MYC4 Foundation

Medlem af bestyrelsen for:

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

### Direktion

BI Management A/S

**Christina Larsen**

Direktør

Bestyrelsesformand for:

BI SICAV, Luxembourg

Medlem af bestyrelsen for:

FundCollect A/S

**Henrik Granlund**

Vicedirektør

Varetager ikke andre ledelseshverv

## Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen BankInvest (25 afdelinger).

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 31. december 2015 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 1. marts 2016.

Bestyrelse

Direktion

Uffe Ellemann-Jensen  
Formand

---

Christina Larsen  
Direktør

---

Ingelise Bogason  
Næstformand

---

Henrik Granlund  
Vicedirektør

---

Bjarne Ammitzbøll

---

Ole Jørgensen

---

Lars Boné

---

Viggo Nedergaard Jensen

---

## Den uafhængige revisors erklæringer

### Til investorerne i Investeringsforeningen BankInvest

#### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen BankInvest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2015, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter samt fællesnoter for 25 afdelinger, herunder anvendt regnskabspraksis. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

#### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

#### Revisors ansvar

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

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

#### Konklusion

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

#### Udtalelse om ledelsesberetningen

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

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

København, den 1. marts 2016

#### Deloitte

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab  
CVR nr. 33 96 35 56

#### Anders O. Gjelstrup

Statsautoriseret revisor

#### Tenna H. Jørgensen

Statsautoriseret revisor

## 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 årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

I halvårsrapporten skrev vi, at vi for 2015 forventede et afkast på 5-15% på niveau med eller højere end sammenligningsindekset. Afdelingens afkast efter omkostninger blev på -5,4% i 2015. Sammenligningsindekset gav i samme periode et afkast på 1,4%. Afkastet var dermed lavere end forventet, både absolut og relativt til sammenligningsindekset.

Især selskabsudvælgelsen bidrog til det negative merafkast, mens over- og undervægte på lande- og sektorniveau havde mindre indflydelse. Selskabsudvælgelsen i Hongkong, Sydkorea og Indien bidrog mest negativt, mens selskabsudvælgelsen i Kina og Taiwan bidrog mest positivt. På sektorniveau var det finans og de to forbrugssektorer, der bidrog mest negativt, mens IT, telekom, og forsyning bidrog positivt.

På selskabsniveau var de største positive bidragsydere koreanske Samsung Electronics, det kinesiske forsyningsselskab Guangdong Investment og det kinesiske IT-selskab Tencent. De største negative bidragsydere var banken Standard Chartered, det kinesiske energiselskab China Shenhua Energy, det koreanske entreprenørselskab Hyundai Engineering & Construction, og den kinesiske bilforhandlerkæde Zhongsheng Group.

Hensættelser til den igangværende skattesag i Indien påvirkede også afkastet negativt. Der henvises til omtalen i ledelsesberetningen side 7.

Afdelingens formue udgjorde 934.000 t.kr. ultimo 2015 mod 1.277.014 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -343.014 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 299.447 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -43.567 t.kr.. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

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

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

#### Forventninger til 2016

Værdiansættelsesniveauet virker attraktivt, men der er en række makroøkonomiske udfordringer med lavere vækst, som selskaberne må omstille sig til. Dog er væksten forsat betydelig højere end i de udviklede markeder. Porteføljen handles til en rabat i forhold til sammenligningsindekset målt på både Price/Earnings og Price-To-Book Ratio.

Forventningerne til 2016 er, at afdelingen opnår et positivt afkast på 5-10% 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. Især usikkerhed om den økonomiske udvikling i Kina kan påvirke afkastet.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-34	36	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	43.257	49.581	Indestående i depotselskab	4.134	9.608
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>43.223</b>	<b>49.617</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>4.164</b>	<b>9.638</b>
Kapitalandele	-56.229	189.507	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	712	2.629	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	933.022	1.266.886
Øvrige aktiver/passiver	457	76	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>933.022</b>	<b>1.266.886</b>
3 Handelsomkostninger	2.626	2.481	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-57.686</b>	<b>189.731</b>	Andre tilgodehavender	1.591	2.466
<b>I alt indtægter</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	884	0
	<b>-14.463</b>	<b>239.348</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>2.475</b>	<b>2.466</b>
4 Administrationsomkostninger	19.861	22.292	<b>Aktiver i alt</b>		
Resultat før skat	-34.324	217.056		<b>939.661</b>	<b>1.278.990</b>
5 Skat	9.243	2.943	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-43.567</b>	<b>214.113</b>	7 Medlemmernes formue	934.000	1.277.014
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Anden gæld</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			Skyldige omkostninger	5.013	801
Udlodningsregulering	3.672	19.030	Mellemværende vedr. handelsafvikling	648	1.175
Overført fra sidste år	-51.058	-208.333	<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.661</b>	<b>1.976</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-47.386</b>	<b>-189.303</b>	<b>Passiver i alt</b>		
Til disposition	-90.953	24.810		<b>939.661</b>	<b>1.278.990</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>9 Femårsoversigt</b>		
8 Overført til udlodning næste år	-571	-51.058			
Overført til formue	-90.382	75.868			
<b>I alt disponeret</b>	<b>-90.953</b>	<b>24.810</b>			

Noter		2015	2014
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-34	-14
Andre aktiver		0	50
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-34</b>	<b>36</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		43.257	49.581
<b>I alt udbytter</b>		<b>43.257</b>	<b>49.581</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		4.264	4.669
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.638	-2.188
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>2.626</b>	<b>2.481</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	23	23
Revisionshonorar	0	17	17
Andre honorarer til revisorer	60	1	61
Markedsføringsomkostninger	0	27	27
Gebyrer til depotselskab	1.413	0	1.413
Andre omk. i forb. med formueplejen	16.724	0	16.724
Øvrige omkostninger	227	176	403
Fast administrationshonorar	1.193	0	1.193
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>19.617</b>	<b>244</b>	<b>19.861</b>
			<b>22.068</b>
			<b>224</b>
			<b>22.292</b>
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat			9.243
<b>I alt skat</b>			<b>9.243</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		99,9%	99,2%
Andre aktiver og passiver		0,1%	0,8%

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

Noter	2015		2014	
<b>Formue fordelt på sektorer</b>				
Kina		33%		32%
Sydkorea		22%		22%
Indien		13%		10%
Taiwan		11%		11%
Hong Kong		8%		9%
Andre inklusiv kontanter		13%		16%
<b>Formue fordelt på lande</b>				
Finans		30%		31%
IT		28%		24%
Industri		9%		6%
Cykliske forbrugsgoder		7%		13%
Telekommunikation		6%		5%
Andre inklusiv kontanter		19%		21%
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
		<b>2015</b>		<b>2014</b>
	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>
	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>
Formue primo	1.475.952	1.277.014	1.865.097	1.372.219
Emissioner i året	6.983	6.607	68.598	48.837
Indløsninger i året	342.598	306.686	457.743	359.124
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		632		969
Udlodningsregulering		-3.672		-19.030
Overført udlodning fra sidste år		51.058		208.333
Overført udlodning til næste år		-571		-51.058
Overført fra resultatopgørelsen		-90.382		75.868
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.140.337</b>	<b>934.000</b>	<b>1.475.952</b>	<b>1.277.014</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Tab overført fra sidste år			-51.058	-208.333
Renter og udbytter			43.215	49.348
Ikke refunderbar skat			-9.109	-2.943
Kursgevinster til udlodning			12.709	91.840
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			3.672	19.030
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>-571</b>	<b>-51.058</b>

Noter

Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
9 Årets nettoresultat (t.kr.)	-43.567	214.113	29.260	287.177	-414.427
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	934.000	1.277.014	1.372.219	1.716.544	1.732.070
Cirkulerende andele (stk.)	11.403.370	14.759.520	18.650.970	23.779.550	27.056.860
Indre værdi	81,91	86,52	73,57	72,19	64,02
Udlodning (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	3,00
Omkostningsprocent	1,65	1,68	1,64	1,65	1,62
Årets afkast (%)	-5,35	17,62	1,92	17,74	-18,02
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	307.450	325.701	674.063	579.745	687.387
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	580.821	605.831	998.647	882.587	899.802
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	888.271	931.532	1.672.710	1.462.332	1.587.189
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	547.012	495.084	1.193.343	1.104.535	1.166.428
Omsætningshastighed	0,23	0,19	0,39	0,32	0,29
ÅOP	2,28	2,28	2,47	2,43	2,36
Sharpe Ratio	0,09	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	16,31	-	-	-	-
Tracking Error (%)	4,16	-	-	-	-
Active Share	72,01	-	-	-	-
Information Ratio	-0,55	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	1,40	19,12	-1,39	20,95	-14,77
Sharpe Ratio	0,25	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	15,00	-	-	-	-

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1989

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0015773873

Porteføljegrådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

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

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

## Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

det eventuelle udbytte.

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

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

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

## Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 8,8%, hvilket skal sammenlignes med 9,0% for afdelingens sammenligningsindeks. Merafkastet var dermed -0,2 procentpoint for perioden. Det absolutte afkast for 2. halvår indfriele ikke vores moderat positive forventninger, der var skitseret i halvårsrapporten. Den væsentligste årsag var stigende frygt for en kinesisk og dermed global vækstafmatning, hvilket sendte verdens aktiemarkeder ned og rentespændene ud. Kickstarten var bl.a. skuffende nøgletal for den kinesiske eksport, der både fik myndighederne til at svække valutaen, men i høj grad også tog luften ud af boblen i det kinesiske aktiemarked. Centralbanken og myndighederne fik travlt med at gennemføre en række kortsigtede tiltag, men grundlæggende har Kina en række strukturelle udfordringer, som samlet betyder, at det kommer til at tage tid at genfinde balancen. Hovedproblemerne er høj gældsætning hos lokalregeringer, overkapacitet i dele af ejendomsmarkedet og ditto i flere industrier, hvor flere derudover ikke længere er konkurrencedygtige på de globale markeder.

Som nævnt i halvårsrapporten startede året med et negativt merafkast, og i april var afdelingen over 1,5 procentpoint efter benchmark. Et markant comeback frem til midten af september gav et plus på næsten 3,0 procentpoint, og afdelingen var således 1,5 procentpoint foran. Resten af 2015 var igen relativt negativ, og året sluttede derfor med et samlet lille negativt merkast som nævnt ovenfor. Porteføljen har en beta på cirka 1, og vores merafkast kan derfor i væsentlighed ikke forklares ved markedsbevægelserne. Regionale over- og undervægte kan på det korte sigt betyde en del for merafkastet, men forventes ikke at være væsentlige på længere sigt. For hele 2015 kan aktievalget forklare en større del af merafkastet end regionsvægtene, og merafkastet fra aktievalget i Nordamerika var

den altafgørende positive afkastkomponent i perioden.

På sektorniveau kom de største bidrag i 2015 fra IT, finans, Healthcare og stabilt forbrug. I IT-sektoren var det primært softwaregiganten Microsoft og internetselskabet Alphabet (det tidligere Google), der bidrog betydeligt. Selskabernes positive udvikling skete primært i 2. halvår og var både drevet af positive overraskelser i forbindelse med kvartalsregnskaberne og strategiske tiltag, der vil skabe værdi fremadrettet. Markedet er således blevet positivt overrasket, over hvor stærkt Microsofts CEO Satya Nadellas "mobile- and cloud-first"-strategi eksekveres, og hvor god han er til at prioritere og få den store organisation til at samarbejde for at nå målene. Derudover har han et stærkt fokus på optimering af omkostningerne, hvor der er lavtstående frugter i et selskab, der har ry for at være "velpolstret". I vores øjne undervurderer markedet forsat selskabets omstillingsevne og markedsposition for cloudbaserede løsninger for virksomheder. Alphabet (Google) overraskede også positivt, idet markedet var overrasket over, at den nye CFO Ruth Porat i sin første præsentation kunne rapportere om en meget stærk omsætningsfremgang, højere indtjeningsmarginer og aktionærvendige tiltag. Aktiekursen steg næsten 20% på resultatet. I august kunne CEO Larry Page løfte sløret for en omorganisering af selskabet. Planen var, at det børsnoterede selskab skal omdøbes til Alphabet Inc og være et holdingselskab for internetselskabet Google og et selskab, der varetager gruppens investeringer i andre projekter. Det primære formål er at øge transparensen for investorerne og aktiemarkedet og dermed synliggøre værdierne i højere grad.

I finanssektoren var det velhaverbankerne UBS og First Republic Bank, der var de største bidragsydere. UBS var primært drevet af gode resultater i første halvår, hvor investeringsbanken specielt i første kvartal var særdeles profitabel og viste høj formue tilgang og stigende marginer. Derudover havde den betydelige opjustering af CHF i januar en positiv effekt på selskabets aktiekurs i DKK. 2. halvår var ikke lige så stærkt for UBS. First Republic Bank steg primært på en fortsat flot eksekvering af strategien, der driver en relativt høj underliggende vækst i forretningen. I Healthcare kom de største positive bidrag fra sundhedsforsikringsvirksomheden UnitedHealth Group og medicinaldistributøren Omnicare. UnitedHealth Group fortsætter den meget flotte indtjeningsvækst, og markedet har i høj grad kvitteret for det. Væksten i antallet af forsikrede er genereret på tværs af forsikringsprogrammer og er dermed både inden for den kommercielle forretning og Medicare/Medicaid. I november advarede selskabet dog om, at man overvejede at trække sig fra præsident Obamas største politiske sager: The Affordable Care Act, som har nedbragt antallet af amerikanere uden sygeforsikring ganske betragteligt. Årsagen til udmeldingen var angiveligt manglende profitabilitet, og det skræmte markedet, men efter at detaljerne blev kigget igennem, blev det mere set som en del af et politisk spil. Omnicare, der sælger specialmedicin og driver ældre- og plejehjem

i USA, blev overtaget af apoteker kæden CVS i 2. kvartal for 12,7 milliarder dollars, hvilket svarer til en præmie på 38%. I stabilt forbrug var det primært AutoZone og Davide Campari, der bidrog positivt, begge primært på baggrund af gnidningsfri eksekvering af strategi og positive markeder, men uden de store nyheder.

I den negative ende af skalaen var det primært cyklisk forbrug, industri og energi, der bidrog negativt. På listen over selskaber med de største negative bidrag til merafkastet var industriselskabet Vallourec, der producerer avancerede stålrør til bl.a. olieindustrien, mineselskabet Glencore, og olieselskaberne Anadarko Petroleum og Royal Dutch Shell. Alle selskaber blev ramt af kraftige fald i råvare- og energipriserne. Inden for cyklisk forbrug var den største synder GNC, der ejer flere varemærker og driver detailhandel inden for kosttilskud. Efter en længere periode med vigende vækst i kategorien og tiltagende regulatorisk pres og støj faldt GNC kraftigt efter aflægelse af deres kvartalsregnskab for 3. kvartal. Vi har valgt at sælge den resterende position i selskabet ud af porteføljen. Det skyldes ikke kun den seneste skuffelse, men også at vi ser en øget risiko for den langsigtede forretningsmodel i konkurrencen med salg af mere generisk kosttilskud fra spillere som f.eks. Amazon. Derudover var kasinoselskabet Las Vegas Sands også på listen. Selskabet har som nævnt i halvårsrapporten været ramt af vigende omsætning i deres kasino i Macao.

Afdelingens formue udgjorde 7.764.349 t.kr. ultimo 2015 mod 7.166.727 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 597.622 t.kr.. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 527.802 t.kr.. Årets nettoresultat udgjorde 657.626 t.kr. Det foreslås, at der udbetales 45,60 kr. pr. bevis i udbytte for 2015.

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

#### Forventninger til 2016

I 2016 forventer vi store udsving på aktiemarkedene, men kun marginalt positive afkast. Vores overordnede forventninger til de næste 12 måneder er baseret på, at den amerikanske økonomi fortsætter sin styrke, men med lidt svagere vækst, der er påvirket af en stærk dollar, svære forretningsvilkår for energisektoren og en vent-og-se-attitude i investeringerne på grund af det amerikanske præsidentvalg i november. Europa vil opleve moderat makroøkonomisk bedring støttet af lempelig økonomisk politik og en svag euro, men med betydelig politisk risiko – både internt i EU og på den geopolitiske side. Emerging Markets vil som gruppe fortsat være udfordret i 2016. Udsigt til fortsat svag global vækst, faldende global samhandel, meget

lave råvare- og energipriser og strammere pengepolitik i USA er som regel ikke opskriften på bedring i Emerging Markets – tværtimod. Dette introducerer også en yderligere risiko for aktier globalt, idet efterspørgslen fra Emerging Markets-forbrugeren er en ganske vigtig vækstkomponent. Når det er sagt, så inddiskonterer de finansielle markeder efterhånden meget negativt, og 2016 kan derfor give muligheder for at finde attraktive investeringer i Emerging Markets.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-264	-83	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	199.285	230.731	Indestående i depotselskab	74.962	78.258
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>199.021</b>	<b>230.648</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	21
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>74.992</b>	<b>78.279</b>
Kapitalandele	619.010	790.934	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-4.546	1.017	Noterede aktier fra danske selskaber	105.462	82.285
Øvrige aktiver/passiver	881	44	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.573.507	7.002.120
3 Handelsomkostninger	15.655	6.619	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>7.678.969</b>	<b>7.084.405</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>599.690</b>	<b>785.376</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>798.711</b>	<b>1.016.024</b>	Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	4.074	3.996
4 Administrationsomkostninger	122.892	85.896	Andre tilgodehavender	7.243	4.784
Resultat før skat	675.819	930.128	Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.395	786
5 Skat	18.193	10.737	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>14.712</b>	<b>9.566</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>657.626</b>	<b>919.391</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.768.673</b>	<b>7.172.250</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Passiver</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			7 Medlemmernes formue	7.764.349	7.166.727
Udlodningsregulering	21.189	30.561	<b>Anden gæld</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>21.189</b>	<b>30.561</b>	Skyldige omkostninger	1.060	5.513
<b>Til disposition</b>	<b>678.815</b>	<b>949.952</b>	Mellemværende vedr. handelsafvik.	3.264	10
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.324</b>	<b>5.523</b>
8 Foreslået udlodning	902.952	579.215	<b>Passiver i alt</b>	<b>7.768.673</b>	<b>7.172.250</b>
Overført til formue	-224.137	370.737	<b>9 Femårsoversigt</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>678.815</b>	<b>949.952</b>			



Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-264	-83			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-264</b>	<b>-83</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra danske selskaber		1.156	1.229			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		198.084	229.502			
Investeringsbeviser		45	0			
<b>I alt udbytter</b>		<b>199.285</b>	<b>230.731</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		22.280	14.621			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-6.625	-8.002			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>15.655</b>	<b>6.619</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	147	147	0	121	121
Revisionshonorar	0	55	55	0	58	58
Andre honorarer til revisorer	131	4	135	129	0	129
Markedsføringsomkostninger	0	152	152	0	146	146
Gebyrer til depotselskab	4.920	0	4.920	3.458	0	3.458
Andre omk. i forb. med formueplejen	109.170	0	109.170	76.076	0	76.076
Øvrige omkostninger	10	507	517	25	451	476
Fast administrationshonorar	7.796	0	7.796	5.432	0	5.432
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>122.027</b>	<b>865</b>	<b>122.892</b>	<b>85.120</b>	<b>776</b>	<b>85.896</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					18.193	10.737
<b>I alt skat</b>					<b>18.193</b>	<b>10.737</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					98,9%	98,9%
Andre aktiver og passiver					1,1%	1,1%

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

Noter	2015		2014	
<b>Formue fordelt på regioner</b>				
Nordamerika		58%		53%
Europa		31%		31%
Asien		3%		4%
Pacific		3%		4%
Japan		3%		3%
Andre inklusiv kontanter		2%		5%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>				
Finans		20%		20%
IT		19%		18%
Industri		14%		13%
Health Care		12%		13%
Stabile forbrugsgoder		14%		11%
Andre inklusiv kontanter		21%		25%
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
		<b>2015</b>		<b>2014</b>
	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>
	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>
Formue primo	1.844.635	7.166.727	1.114.145	3.667.889
Korrektion ved fusion	0	0	191.855	732.333
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		579.215		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-8.592		0
Emissioner i året	307.855	1.215.541	670.339	2.306.154
Indløsninger i året	172.332	687.755	131.704	460.569
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		17		1.420
Udlodningsregulering		-21.189		-30.561
Foreslået udlodning		902.952		579.215
Overført fra resultatopgørelsen		-224.137		370.846
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.980.158</b>	<b>7.764.349</b>	<b>1.844.635</b>	<b>7.166.727</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Renter og udbytter			199.021	260.145
Ikke refunderbar skat			-19.947	-10.737
Kursgevinster til udlodning			825.011	401.347
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			24.101	34.680
Frivillig udlodning			585	175
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>1.028.756</b>	<b>685.610</b>
Administrationsomkostninger			-122.892	-102.276
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-2.912	-4.119
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>902.952</b>	<b>579.215</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	657.626	919.391	507.320	303.552	-202.177
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	7.764.349	7.166.727	3.667.889	2.389.801	1.945.990
Cirkulerende andele (stk.)	19.801.580	18.446.350	11.141.450	8.497.010	7.884.610
Indre værdi	392,11	388,52	329,21	281,25	246,81
Udlodning (%)	45,60	31,40	0,00	3,25	3,00
Omkostningsprocent	1,57	1,61	1,62	1,61	1,60
Årets afkast (%)	8,83	18,01	18,31	15,23	-8,59
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	4.050.513	4.617.065	1.780.719	988.170	607.888
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	4.052.680	1.943.570	992.006	834.117	843.024
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	8.103.193	6.560.634	2.772.724	1.822.287	1.450.912
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	5.693.501	2.970.111	1.632.996	1.131.226	1.068.026
Omsætningshastighed	0,36	0,28	0,26	0,26	0,25
ÅOP	2,08	2,04	1,94	1,99	1,98
Sharpe Ratio	0,82	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	11,13	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,13	-	-	-	-
Active Share (%)	73,30	-	-	-	-
Information Ratio	-0,35	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	9,00	18,39	17,49	14,79	-4,51
Sharpe Ratio	0,91	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	10,85	-	-	-	-

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2005

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010310077

Porteføljeraådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

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

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

## Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 8,7%, hvilket skal sammenlignes med 9,0% for afdelingens sammenligningsindeks. Merafkastet var dermed -0,3 procentpoint for perioden. Det absolutte afkast for 2. halvår indfrie ikke vores moderat positive forventninger, der var skitseret i halvårsrapporten. Den væsentligste årsag var stigende frygt for en kinesisk og dermed global vækstafmatning, hvilket sendte verdens aktiemarkeder ned og rentespændene ud. Kickstarten var bl.a. skuffende nøgletal for den kinesiske eksport, der både fik myndighederne til at svække valutaen, men i høj grad også tog luften ud af boblen i det kinesiske aktiemarked. Centralbanken og myndighederne fik travlt med at gennemføre en række kortsigtede tiltag, men grundlæggende har Kina en række strukturelle udfordringer, som samlet betyder, at det kommer til at tage tid at genfinde balancen. Hovedproblemerne er høj gældsætning hos lokalregeringer, overkapacitet i dele af ejendomsmarkedet og ditto i flere industrier, hvor flere derudover ikke længere er konkurrencedygtige på de globale markeder.

Som nævnt i halvårsrapporten startede året med et negativt meraf-

kast, og i april var afdelingen over 1,5 procentpoint efter benchmark. Et markant comeback frem til midten af september gav et plus på næsten 3,0 procentpoint og afdelingen var således 1,5 procentpoint foran. Resten af 2015 var igen relativt negativ, og året sluttede derfor med et samlet lille negativt merkast, som nævnt ovenfor. Porteføljen har en beta på cirka 1, og vores merafkast kan derfor i væsentlighed ikke forklares ved markedsbevægelserne. Regionale over- og undervægte kan på det korte sigt betyde en del for merafkastet, men forventes ikke at være væsentlige på længere sigt. For hele 2015 kan aktievalget forklare en større del af merafkastet end regionsvægten, og merafkastet fra aktievalget i Nordamerika var den altafgørende positive afkastkomponent i perioden.

På sektorniveau kom de største bidrag i 2015 fra IT, finans og Healthcare. I IT-sektoren var det primært softwaregiganten Microsoft og internetselskabet Alphabet (det tidligere Google), der bidrog betydeligt. Selskabernes positive udvikling skete primært i 2. halvår og var både drevet af positive overraskelser i forbindelse med kvartalsregnskaberne og strategiske tiltag, der vil skabe værdi fremadrettet. Markedet er således blevet positivt overrasket over, hvor stærkt Microsofts CEO Satya Nadellas "mobile- and cloud-first"-strategi eksekveres, og hvor god han er til at prioritere og få den store organisation til at samarbejde for at nå målene. Derudover har han et stærkt fokus på optimering af omkostningerne, hvor der er lavthængende frugter i et selskab, der har ry for at være "velpolstret". I vores øjne undervurderer markedet forsat selskabets omstillingsevne og markedsposition for cloudbaserede løsninger for virksomheder. Alphabet (Google) overraskede også positivt, idet markedet var overrasket over, at den nye CFO Ruth Porat i sin første præsentation kunne rapportere om en meget stærk omsætningsfremgang, højere indtjeningsmarginer og aktionærvenlige tiltag. Aktiekursen steg næsten 20% på resultatet. I august kunne CEO Larry Page løfte sløret for en omorganisering af selskabet. Planen var, at det børsnoterede selskab skal omdøbes til Alphabet Inc og være et holdingselskab for internetselskabet Google og et selskab, der varetager gruppens investeringer i andre projekter. Det primære formål er at øge transparensen for investorerne og aktiemarkedet og dermed synliggøre værdierne i højere grad.

I finanssektoren var det velhaverbankerne UBS og First Republic Bank, der var de største bidragsydere. UBS var primært drevet af gode resultater i første halvår, hvor investeringsbanken specielt i første kvartal var særdeles profitabel og viste høj formue tilgang og stigende marginer. Derudover havde den betydelige opjustering af CHF i januar en positiv effekt på selskabets aktiekurs i DKK. 2. halvår var ikke lige så stærkt for UBS. First Republic Bank steg primært på en fortsat flot eksekvering af strategien, der driver en relativt høj underliggende vækst i forretningen. I Healthcare kom de største positive bidrag fra sundhedsforsikringsvirksomheden UnitedHealth Group og medicinaldistributøren Omnicare. UnitedHealth Group

fortsætter den meget flotte indtjeningsvækst, og markedet har i høj grad kvitteret for det. Væksten i antallet af forsikrede er genereret på tværs af forsikringsprogrammer og er dermed både inden for den kommercielle forretning og Medicare/Medicaid. I november advarede selskabet dog om, at man overvejede at trække sig fra præsident Obamas største politiske sager: The Affordable Care Act, som har nedbragt antallet af amerikanere uden sygeforsikring ganske betragteligt. Årsagen til udmeldingen var angiveligt manglende profitabilitet, og det skræmte markedet, men efter at detaljerne blev kigget igennem, blev det mere set som en del af et politisk spil. Omnicare, der sælger specialmedicin og driver ældre- og plejehjem i USA, blev overtaget af apoteker kæden CVS i 2. kvartal for 12,7 milliarder dollars, hvilket svarer til en præmie på 38%.

I den negative ende af skalaen var det primært industri, energi og cyklisk forbrug, der bidrog negativt. På listen over selskaber med de største negative bidrag til merafkastet var industriselskabet Vallourec, der producerer avancerede stålrør til bl.a. olieindustrien, mineselskabet Glencore, og olieselskaberne Anadarko Petroleum og Royal Dutch Shell. Alle selskaber blev ramt af kraftige fald i råvare- og energipriserne. Inden for cyklisk forbrug var den største synder i porteføljen GNC, der ejer flere varemærker og driver detailhandel inden for kosttilskud. Efter en længere periode med vigende vækst i kategorien og tiltagende regulatorisk pres og støj faldt GNC kraftigt efter aflæggelse af deres kvartalsregnskab for 3. kvartal. Vi har valgt at sælge den resterende position i selskabet ud af porteføljen. Det skyldes ikke kun den seneste skuffelse, men også at vi ser en øget risiko for den langsigtede forretningsmodel i konkurrencen med salg af mere generisk kosttilskud fra spillere som f.eks. Amazon.

Afdelingens formue udgjorde 291.699 tkr. ultimo 2015 mod 289.622 tkr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 2.077 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 9.644 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 25.565 t.kr. Det foreslås, at der udbetales 24,70 kr. pr. bevis i udbytte for 2015.

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

#### Forventninger til 2016

I 2016 forventer vi store udsving på aktiemarkedene, men kun marginalt positive afkast. Vores overordnede forventninger til de næste 12 måneder er baseret på, at den amerikanske økonomi fortsætter sin styrke, men med lidt svagere vækst, der er påvirket af en stærk dollar, svære forretningsvilkår for energisektoren og en vent-og-se-attitude i investeringerne på grund af det amerikanske præsidentvalg

i november. Europa vil opleve moderat makroøkonomisk bedring støttet af lempelig økonomisk politik og en svag euro, men med betydelig politisk risiko – både internt i EU og på den geopolitiske side. Emerging Markets vil som gruppe fortsat være udfordret i 2016. Udsigt til fortsat svag global vækst, faldende global samhandel, meget lave råvare- og energipriser og strammere pengepolitik i USA er som regel ikke opskriften på bedring i Emerging Markets – tværtimod. Dette introducerer også en yderligere risiko for aktier globalt, idet efterspørgslen fra Emerging Markets-forbrugeren er en ganske vigtig vækstkomponent. Når det er sagt, så inddiskonterer de finansielle markeder efterhånden meget negativt, og 2016 kan derfor give muligheder for at finde attraktive investeringer i Emerging Markets.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-13	-5	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	7.735	10.886	Indestående i depotselskab	3.252	2.601
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.722</b>	<b>10.881</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	27	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>3.279</b>	<b>2.631</b>
Kapitalandele	24.592	39.743	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-183	-28	Noterede aktier fra danske selskaber	3.999	3.403
Øvrige aktiver/passiver	43	3	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	284.193	283.737
3 Handelsomkostninger	673	334	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>288.192</b>	<b>287.140</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>23.779</b>	<b>39.384</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>			Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	64	113
	<b>31.501</b>	<b>50.265</b>	Andre tilgodehavender	384	366
4 Administrationsomkostninger	5.115	4.303	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>448</b>	<b>479</b>
<b>Resultat før skat</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
	<b>26.386</b>	<b>45.962</b>		<b>291.919</b>	<b>290.250</b>
5 Skat	821	572	<b>Passiver</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>25.565</b>	<b>45.390</b>	7 Medlemmernes formue	291.699	289.622
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Anden gæld</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			Skyldige omkostninger	100	233
Udlodningsregulering	-1.957	566	Mellemværende vedr. handelsafvikling	120	395
Overført fra sidste år	43	-10.758	<b>I alt anden gæld</b>	<b>220</b>	<b>628</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-1.914</b>	<b>-10.192</b>	<b>Passiver i alt</b>		
				<b>291.919</b>	<b>290.250</b>
<b>Til disposition</b>	<b>23.651</b>	<b>35.198</b>	<b>9 Femårsoversigt</b>		
<b>Forslag til anvendelse</b>			8 Foreslået udlodning		
				43.676	13.526
				13	43
				-20.038	21.629
<b>I alt disponeret</b>	<b>23.651</b>	<b>35.198</b>			

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-13	-5			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-13</b>	<b>-5</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra danske selskaber		45	58			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		7.690	10.828			
<b>I alt udbytter</b>		<b>7.735</b>	<b>10.886</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		1.048	618			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-375	-284			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>673</b>	<b>334</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	0	6	6	0	6	6
Revisionshonorar	0	12	12	0	22	22
Andre honorarer til revisorer	8	0	8	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	6	6	0	7	7
Gebyrer til depotselskab	154	0	154	105	0	105
Andre omk. i forb. med formueplejen	4.449	0	4.449	3.623	0	3.623
Øvrige omkostninger	1	79	80	1	139	140
Fast administrationshonorar	400	0	400	400	0	400
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>5.012</b>	<b>103</b>	<b>5.115</b>	<b>4.129</b>	<b>174</b>	<b>4.303</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					821	572
<b>I alt skat</b>					<b>821</b>	<b>572</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					98,8%	99,1%
Andre aktiver og passiver					1,2%	0,9%

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



Noter

	2015	2014
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Nordamerika	58%	53%
Europa	31%	31%
Asien	4%	4%
Pacific	3%	4%
Japan	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	2%	5%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	20%	21%
IT	19%	18%
Industri	14%	13%
Stabile forbrugsgoder	13%	11%
Health Care	14%	13%
Andre inklusiv kontanter	20%	24%

7 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	182.778	289.622	186.731	248.505
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		13.526		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-318		0
Emissioner i året	34.407	58.401	35.408	50.625
Indløsninger i året	40.359	68.251	39.361	54.986
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		206		88
Udlodningsregulering		1.957		-566
Overført udlodning fra sidste år		-43		10.758
Overført udlodning til næste år		13		43
Foreslået udlodning		43.676		13.526
Overført fra resultatopgørelsen		-20.038		21.629
<b>Formue ultimo</b>	<b>176.826</b>	<b>291.699</b>	<b>182.778</b>	<b>289.622</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	43	-10.758
Renter og udbytter	7.719	10.827
Ikke refunderbar skat	-787	-572
Kursgevinster til udlodning	43.786	17.809
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-2.214	598
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>48.547</b>	<b>17.904</b>
Administrationsomkostninger	-5.115	-4.303
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	257	-32
<b>I alt rådighed for udlodning</b>	<b>43.689</b>	<b>13.569</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	25.565	45.390	36.728	35.204	-100.865
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	291.699	289.622	248.505	165.093	238.886
Cirkulerende andele (stk.)	1.768.260	1.827.780	1.867.310	1.445.680	2.394.950
Indre værdi	164,96	158,46	133,08	114,20	99,75
Udlodning (%)	24,70	7,40	0,00	1,25	1,75
Omkostningsprocent	1,62	1,69	1,66	1,64	1,57
Årets afkast (%)	8,65	19,07	17,73	16,37	-10,63
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	186.206	126.462	162.450	98.894	327.357
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	208.699	122.122	116.050	200.757	617.789
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	394.905	248.584	278.500	299.650	945.146
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	253.758	134.341	148.892	137.251	213.356
Omsætningshastighed	0,40	0,26	0,32	0,29	0,18
ÅOP	2,19	2,18	2,06	2,06	1,94
Sharpe Ratio	0,79	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	11,27	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,39	-	-	-	-
Active Share (%)	86,35	-	-	-	-
Information Ratio	-0,40	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	9,00	18,39	17,49	14,79	-4,51
Sharpe Ratio	0,91	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	10,85	-	-	-	-

# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Maj 2003

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010296227

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

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

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

## Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

## Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 8,8%, hvilket skal sammenlignes med 9,0% for afdelingens sammenligningsindeks. Merafkastet var dermed -0,2 procentpoint for perioden. Det absolutte afkast for 2. halvår indfriele ikke vores moderat positive forventninger, der var skitseret i halvårsrapporten. Den væsentligste årsag var stigende frygt for en kinesisk og dermed global vækstafmatning, hvilket sendte verdens aktiemarkeder ned og rentespændene ud. Kickstarteren var bl.a. skuffende nøgletal for den kinesiske eksport, der både fik myndighederne til at svække valutaen, men i høj grad også tog luften ud af boblen i det kinesiske aktiemarked. Centralbanken og myndighederne fik travlt med at gennemføre en række kortsigtede tiltag, men grundlæggende har Kina en række strukturelle udfordringer, som samlet betyder, at det kommer til at tage tid at genfinde balancen. Hovedproblemerne er høj gældsætning hos lokalregeringer, overkapacitet i dele af ejendomsmarkedet og ditto i flere industrier, hvor flere derudover ikke længere er konkurrencedygtige på de globale markeder.

Som nævnt i halvårsrapporten startede året med et negativt merafkast, og i april var afdelingen over 1,5 procentpoint efter benchmark. Et markant comeback frem til midten af september gav et plus på næsten 3,0 procentpoint, og afdelingen var således 1,5 procentpoint foran indekset. Resten af 2015 var igen relativt negativ, og året sluttede derfor med et samlet lille negativt merkast som nævnt ovenfor. Porteføljen har en beta på cirka 1, og vores merafkast kan derfor i væsentlighed ikke forklares ved markedsbevægelserne. Regionale over- og undervægte kan på det korte sigt betyde en del for merafkastet, men forventes ikke at være væsentlige på længere sigt. For hele 2015 kan aktievalget forklare en større del af merafkastet end regionsvægtene, og merafkastet fra aktievalget i Nordamerika var den altafgørende positive afkastkomponent i perioden.

På sektorniveau kom de største bidrag i 2015 fra IT, finans, Healthcare og stabilt forbrug. I IT-sektoren var det primært softwaregiganten Microsoft og internetselskabet Alphabet (det tidligere Google), der bidrog betydeligt. Selskabernes positive udvikling skete primært i 2. halvår og var både drevet af positive overraskelser i forbindelse med kvartalsregnskaberne og strategiske tiltag, der vil skabe værdi fremadrettet. Markedet er således blevet positivt overrasket over, hvor stærkt Microsofts CEO Satya Nadellas "mobile- og cloud-first"-strategi eksekveres, og hvor god han er til at prioritere og få den store organisation til at samarbejde for at nå målene. Derudover har han et stærkt fokus på optimering af omkostningerne, hvor der er lavtstående frugter i et selskab, der har ry for at være "velpolstret". I vores øjne undervurderer markedet forsat selskabets omstillingsevne og markedsposition for cloudbaserede løsninger for virksomheder. Alphabet (Google) overraskede også positivt, idet markedet var overrasket over, at den nye CFO Ruth Porat i sin første præsentation kunne rapportere om en meget stærk omsætningsfremgang, højere indtjeningsmarginer og aktionærvenlige tiltag. Aktiekursen steg næsten 20% på resultatet. I august kunne CEO Larry Page løfte sløret for en omorganisering af selskabet. Planen var, at det børsnoterede selskab skal omdøbes til Alphabet Inc og være et holdingselskab for internetselskabet Google og et selskab, der varetager gruppens investeringer i andre projekter. Det primære formål er at øge transparensen for investorerne og aktiemarkedet og dermed synliggøre værdierne i højere grad.

I finanssektoren var det velhaverbankerne UBS og First Republic Bank, der var de største bidragsydere. UBS var primært drevet af gode resultater i første halvår, hvor investeringsbanken specielt i første kvartal var særdeles profitabel og viste høj formue tilgang og stigende marginer. Derudover havde den betydelige opjustering af CHF i januar en positiv effekt på selskabets aktiekurs i DKK. 2. halvår var ikke lige så stærkt for UBS. First Republic Bank steg primært på en fortsat flot eksekvering af strategien, der driver en relativt høj underliggende vækst i forretningen. I Healthcare kom de største positive bidrag fra sundhedsforsikringsvirksomheden UnitedHealth Group og medicinaldistributøren Omnicare. UnitedHealth Group fortsætter den meget flotte indtjeningsvækst, og markedet har i høj grad kvitteret for det. Væksten i antallet af forsikrede er genereret på tværs af forsikringsprogrammer og er dermed både inden for den kommercielle forretning og Medicare/Medicaid. I november advarede selskabet dog om, at man overvejede at trække sig fra præsident Obamas største politiske sager: The Affordable Care Act, som har nedbragt antallet af amerikanere uden sygeforsikring ganske betragteligt. Årsagen til udmeldingen var angiveligt manglende profitabilitet, og det skræmte markedet, men efter at detaljerne blev kigget igennem, blev det mere set som en del af et politisk spil. Omnicare, der sælger specialmedicin og driver ældre- og plejehjem i USA, blev overtaget af apotekerkæden CVS i 2. kvartal for 12,7 milliarder dollars, hvilket svarer til en præmie på 38%. I stabilt forbrug

var det primært AutoZone og Davide Campari, der bidrog positivt, begge primært på baggrund af gnidningsfri eksekvering af strategi og positive markeder, men uden de store nyheder.

I den negative ende af skalaen var det primært cyklisk forbrug, industri og energi, der bidrog negativt. På listen over selskaber med de største negative bidrag til merafkastet var industriselskabet Vallourec, der producerer avancerede stålrør til bl.a. olieindustrien, mineselskabet Glencore, og olieselskaberne Anadarko Petroleum og Royal Dutch Shell. Alle selskaber blev ramt af kraftige fald i råvare- og energipriserne. Inden for cyklisk forbrug var den største synder GNC, der ejer flere varemærker og driver detailhandel inden for kosttilskud. Efter en længere periode med vigende vækst i kategorien og tiltagende regulatorisk pres og støj faldt GNC kraftigt efter aflægelse af deres kvartalsregnskab for 3. kvartal. Vi har valgt at sælge den resterende position i selskabet ud af porteføljen. Det skyldes ikke kun den seneste skuffelse, men også at vi ser en øget risiko for den langsigtede forretningsmodel i konkurrencen med salg af mere generisk kosttilskud fra spillere som f.eks. Amazon. Derudover var kasinoselskabet Las Vegas Sands også på listen. Selskabet har som nævnt i halvårsrapporten været ramt af vigende omsætning i deres kasino i Macao.

Afdelingens formue udgjorde 5.087.574 t.kr. ultimo 2015 mod 4.404.639 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 682.935 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 288.034 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 394.901 t.kr.

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

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

#### Forventninger til 2016

I 2016 forventer vi store udsving på aktiemarkederne, men kun marginalt positive afkast. Vores overordnede forventninger til de næste 12 måneder er baseret på, at den amerikanske økonomi fortsætter sin styrke, men med lidt svagere vækst, der er påvirket af en stærk dollar, svære forretningsvilkår for energisektoren og en vent-og-se-attitude i investeringerne på grund af det amerikanske præsidentvalg i november. Europa vil opleve moderat makroøkonomisk bedring støttet af lempelig økonomisk politik og en svag euro, men med betydelig politisk risiko – både internt i EU og på den geopolitiske side. Emerging Markets vil som gruppe fortsat være udfordret i 2016. Udsigt til fortsat svag global vækst, faldende global samhandel, meget lave råvare- og energipriser og strammere pengepolitik i USA er som regel ikke opskriften på bedring i Emerging Markets – tværtimod. Dette introducerer også en yderligere risiko for aktier globalt, idet

efterspørgslen fra Emerging Markets-forbrugeren er en ganske vigtig vækstkomponent. Når det er sagt, så inddiskonterer de finansielle markeder efterhånden meget negativt, og 2016 kan derfor give muligheder for at finde attraktive investeringer i Emerging Markets.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	-76	-38
2 Udbytter	124.791	148.218
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>124.715</b>	<b>148.180</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	369.245	527.481
Valutakonti	-484	-454
Øvrige aktiver/passiver	609	33
3 Handelsomkostninger	10.404	5.619
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>358.966</b>	<b>521.441</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>483.681</b>	<b>669.621</b>
4 Administrationsomkostninger	77.266	57.207
<b>Resultat før skat</b>	<b>406.415</b>	<b>612.414</b>
5 Skat	11.514	7.389
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>394.901</b>	<b>605.025</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
Overført til formue	394.901	605.025
<b>I alt disponeret</b>	<b>394.901</b>	<b>605.025</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	58.124	26.674
Indestående i andre pengeinstitutter	30	21
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>58.154</b>	<b>26.695</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	69.006	51.542
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.956.425	4.322.195
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>5.025.431</b>	<b>4.373.737</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	2.657	2.455
Andre tilgodehavender	4.460	3.479
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.388	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>8.505</b>	<b>5.934</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.092.090</b>	<b>4.406.366</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	5.087.574	4.404.639
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	2.381	1.727
Mellemværende vedr. handelsafvikl..	2.135	0
<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.516</b>	<b>1.727</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.092.090</b>	<b>4.406.366</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2015	2014
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-76	-38
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-76</b>	<b>-38</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		680	792
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		124.111	147.426
<b>I alt udbytter</b>		<b>124.791</b>	<b>148.218</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		14.151	10.069
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-3.747	-4.450
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>10.404</b>	<b>5.619</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2014</b>	<b>2013</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	94	94
Revisionshonorar	0	37	37
Andre honorarer til revisorer	111	3	114
Markedsføringsomkostninger	0	96	96
Gebyrer til depotselskab	2.547	0	2.547
Andre omk. i forb. med formueplejen	69.107	0	69.107
Øvrige omkostninger	10	327	337
Fast administrationshonorar	4.934	0	4.934
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>76.709</b>	<b>557</b>	<b>77.266</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	
		56.655	552
		57.207	
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat		11.514	7.389
<b>I alt skat</b>		<b>11.514</b>	<b>7.389</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,8%	99,3%
Andre aktiver og passiver		1,2%	0,7%

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

Noter

	2015	2014
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Nordamerika	58%	53%
Europa	31%	31%
Asien	3%	4%
Japan	3%	3%
Pacific	3%	4%
Andre inklusiv kontanter	2%	5%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Finans	20%	21%
IT	19%	18%
Stabile forbrugsgoder	14%	11%
Industri	14%	13%
Health Care	12%	13%
Andre inklusiv kontanter	21%	24%

7 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	913.459	4.404.639	595.675	2.433.291
Korrektion ved fusion		0	84.513	400.263
Emissioner i året	108.585	565.100	310.249	1.313.007
Indløsninger i året	52.086	277.066	76.978	347.762
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		815
Overført fra resultatopgørelsen		394.901		605.025
<b>Formue ultimo</b>	<b>969.958</b>	<b>5.087.574</b>	<b>913.459</b>	<b>4.404.639</b>

8 Femårsoversigt

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	394.901	605.025	378.040	279.628	-182.633
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	5.087.574	4.404.639	2.433.291	1.984.711	1.928.331
Cirkulerende andele (stk.)	9.699.580	9.134.590	5.956.750	5.742.840	6.426.630
Indre værdi	524,51	482,19	408,49	345,60	300,05
Omkostningsprocent	1,57	1,60	1,59	1,60	1,60
Årets afkast (%)	8,78	18,04	18,20	15,18	-8,64
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	2.750.163	3.145.191	1.016.232	608.774	708.336
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	2.453.562	1.698.081	933.927	813.912	823.259
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	5.203.726	4.843.272	1.950.160	1.422.686	1.531.595
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	4.355.264	2.702.755	1.673.027	1.120.003	1.068.323
Omsætningshastighed	0,44	0,38	0,36	0,28	0,26
ÅOP	2,08	2,06	1,95	1,98	1,98
Sharpe Ratio	0,81	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	11,17	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,11	-	-	-	-
Active Share (%)	86,35	-	-	-	-
Information Ratio	-0,38	-	-	-	-
<b>Benchmark:</b>					
Afkast (%)	9,00	18,39	17,49	14,79	-4,51
Sharpe Ratio	0,91	-	-	-	-
Standardafvigelse	10,85	-	-	-	-



# Afdelingsberetning

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2000

Risikoklasse: 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0016060346

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

## Indledning

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

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

## Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

Afkastet på investering i danske aktier kan variere betydeligt over tid

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

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

## Afkast og formueudvikling

2015 blev endnu et godt år for danske aktier og for de danske aktieafdelinger. Afdelingen endte således året med et absolut afkast på 31,6% mod 30,8% for sammenligningsindekset og dermed et merafkast på 0,8 procentpoint. De positive forventninger, vi havde ved årets begyndelse, blev således mere end opfyldt.

De primære bidragsydere til den positive performance var afdelingens overvægt i SimCorp samt undervægt i TDC og A.P. Møller-Mærsk, mens afdelingens undervægt i Lundbeck og DFDS samt overvægt i NKT var de mest signifikante negative bidragsydere.

SimCorp blev en af de aktier, som steg mest i 2015. Efter et skuffende 2014, hvor en skuffende ordretilgang gjorde SimCorp til den dårligst præsterende aktie i afdelingen, har vores tålmodighed og langsigtede tilgang til investeringer båret frugt. De forventede ordrer er kommet i hus, og mulighederne for at slå igennem på det kæmpestore amerikanske marked er bedre end nogensinde før.

TDC er fortsat strukturelt udfordret. Den nye ledelse forventes at gøre op med deres uholdbare dividendepolitik samt sætte en mere realistisk dagsorden for selskabet. Det bliver en hårfin balancegang mellem fastholdelse af kreditbureauernes Investment Grade-rating, øgede investeringer til bl.a. de kommende 5G-licenser samt imødekomme af aktionærernes krav om dividende. Ikke alle kan tilfredsstilles i den ligning, og vi tror, at det (igen) bliver aktionærerne, som bliver mest skuffede.

A.P. Møller-Mærsk har haft et ekstremt hårdt år. Efter et første kvartal, hvor Container-forretningen leverede sit bedste kvartal nogensinde, er både volumen og fragtrater sidenhen styrtet ned, og divisionen nærmer sig nu et nulresultat, hvis ikke et tab. Herudover har olieprisens fald selvfølgelig ramt Olie-divisionen hårdt, hvor flere felter nu ikke længere er profitable. Olieprisen kommer også til at ramme Drilling-forretningen hårdt. Selvom deres flåde er relativt ny, er raterne også her styrtet ned, og en tredjedel af deres flåde har kontraktudløb i 2016. Herudover bliver Terminals ramt pga. deres eksponering i overvejende olieeksporterende lande. Alt i alt et annus horribilis for Esplanaden!

Lundbeck har, med ansættelsen af Kåre Schultz som ny CEO,

igangsat en rejse tilbage mod profitabilitet og produktfokus på færre terapiområder. Et massivt omkostningsprogram har skabt basis for, at selskabet fremover vil tjene penge, men den kommercielle succes for deres nuværende og fremtidige produkter er dog fortsat meget usikker.

DFDS har nydt godt af et meget stærkt momentum over det sidste år. En kombination af favorable makrofaktorer og operationel performance har drevet indtjening og marginer til hidtil usete niveauer. Aktien er fulgt med og multiplerne ligeså. Vi har selv været med på rejsen, men er steget af for tidligt og synes nu, at aktien inddiskonterer, at der heller ikke fremover til tider vil komme bølgegang i forretningen.

NKT er i gang med at eksekvere på deres strategiplan om at restrukturere profitabiliteten i kabelforretningen samt at eksekvere på vækstpotentialerne i Nilfisk. Mens kabeldivisionen kører som forventet, har væksten i Nilfisk vist sig at vente længere på sig end forventet. Høje logistikomkostninger har presset indtjeningen, og øget konkurrence har udskudt den organiske vækst. Potentialerne er dog stadig intakt og vil formentlig materialisere sig i tallene til næste år.

Afdelingens formue udgjorde 3.333.833 t.kr. ultimo 2015 mod 2.509.864 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 823.969 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 338.812 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 774.313 t.kr. Det foreslås, at der udbetales 18,70 kr. pr. bevis i udbytte for 2015.

Afdelingen har en Active Share på 30,29%. Den lave Active Share er en konsekvens af, at det danske univers er begrænset med få dominerende selskaber. Afdelingens portefølje vil derfor altid minde relativt meget om porteføljen for sammenligningsindekset. Afdelingens frihedsgrader er yderligere begrænset af lovgivningens placeringsregler. Afdelingen har i 4 ud af de seneste 5 år leveret et afkast, som er bedre end sammenligningsindekset, og har dermed levet op til afdelingens afkastmålsætning.

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

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

#### Forventninger til 2016

Vi går ind til starten af 2016 med en grundholdning om endnu et godt år for det danske aktiemarked. Vi forventer, at det danske aktiemarked vil stige, drevet af vækst i indtjening pr. aktie, men vi

forventer ikke, at aktivklassen skal handle til højere multipler, end den allerede gør. Opsvinget i Europa er stadig relativt ungt, og væksten vil fortsat være stigende, drevet af bl.a. pengepolitiske stimuli, øget konkurrenceevne samt af at den lave oliepris holder inflationen lav.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-180	-52	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	76.009	37.535	Indestående i depotselskab	13.461	24.090
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>75.829</b>	<b>37.483</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>13.491</b>	<b>24.120</b>
Kapitalandele	751.607	411.113	<b>Kapitalandele</b>		
3 Handelsomkostninger	6.481	5.128	Noterede aktier fra danske selskaber	3.241.810	2.384.255
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>745.126</b>	<b>405.985</b>	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	78.660	100.544
<b>I alt indtægter</b>	<b>820.955</b>	<b>443.468</b>	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>3.320.470</b>	<b>2.484.799</b>
4 Administrationsomkostninger	46.042	37.175	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultat før skat</b>	<b>774.913</b>	<b>406.293</b>	Andre tilgodehavender	21	22
5 Skat	600	582	Mellemværende vedr. handelsafvikling	393	1.336
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>774.313</b>	<b>405.711</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>414</b>	<b>1.358</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.334.375</b>	<b>2.510.277</b>
<b>Formuebevægelser</b>			<b>Passiver</b>		
Udlodningsregulering	46.477	12.026	7 Medlemmernes formue	3.333.833	2.509.864
Overført fra sidste år	1.146	-33.380	<b>Anden gæld</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>47.623</b>	<b>-21.354</b>	Skyldige omkostninger	537	264
<b>Til disposition</b>	<b>821.936</b>	<b>384.357</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	5	149
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>I alt anden gæld</b>	<b>542</b>	<b>413</b>
8 Foreslået udlodning	532.536	292.170	<b>Passiver i alt</b>	<b>3.334.375</b>	<b>2.510.277</b>
Overført til udlodning næste år	519	1.146	<b>9 Femårsoversigt</b>		
Overført til formue	288.881	91.041			
<b>I alt disponeret</b>	<b>821.936</b>	<b>384.357</b>			

Noter		2015	2014
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-180	-52
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-180</b>	<b>-52</b>
<b>2 Udbytter</b>			
Noterede aktier fra danske selskaber		72.082	33.722
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		3.927	3.813
<b>I alt udbytter</b>		<b>76.009</b>	<b>37.535</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		7.801	6.806
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.320	-1.678
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>6.481</b>	<b>5.128</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	55	55
Revisionshonorar	0	27	27
Andre honorarer til revisorer	0	1	1
Markedsføringsomkostninger	0	52	52
Gebyrer til depotselskab	1.748	0	1.748
Andre omk. i forb. med formueplejen	41.013	0	41.013
Øvrige omkostninger	0	218	218
Fast administrationshonorar	2.928	0	2.928
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>45.689</b>	<b>353</b>	<b>46.042</b>
			<b>36.871</b>
			<b>304</b>
			<b>37.175</b>
<b>5 Skat</b>			
Ikke refunderbar skat			600
<b>I alt skat</b>			<b>600</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter			99,6%
Andre aktiver og passiver			0,4%

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

Noter

	2015	2014
<b>Formue fordelt på land</b>		
Danmark	97%	95%
Sverige	1%	3%
Island	1%	1%
Andre inklusiv kontanter	1%	1%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Health Care	24%	20%
Finans	22%	25%
Industri	27%	28%
Stabile forbrugsgoder	8%	10%
Cykliske forbrugsgoder	10%	10%
Andre inklusiv kontanter	9%	7%

7 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	2.540.613	2.509.864	2.438.170	1.998.547
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		292.170		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		3.014		0
Emissioner i året	357.064	392.837	398.317	371.576
Indløsninger i året	49.892	54.028	295.874	266.606
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		3		636
Udlodningsregulering		-46.477		-12.026
Overført udlodning fra sidste år		-1.146		33.380
Overført udlodning til næste år		519		1.146
Foreslået udlodning		532.536		292.170
Overført fra resultatopgørelsen		288.881		91.041
<b>Formue ultimo</b>	<b>2.847.785</b>	<b>3.333.833</b>	<b>2.540.613</b>	<b>2.509.864</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	1.146	-33.380
Renter og udbytter	75.829	37.586
Ikke refunderbar skat	-600	-582
Kursgevinster til udlodning	456.245	314.841
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	50.232	13.327
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>582.852</b>	<b>331.792</b>
Administrationsomkostninger	-46.042	-37.175
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-3.755	-1.301
<b>I alt rådighed for udlodning</b>	<b>533.055</b>	<b>293.316</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	774.313	405.711	504.488	382.396	-357.244
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	3.333.833	2.509.864	1.998.547	1.679.045	1.565.868
Cirkulerende andele (stk.)	28.477.850	25.406.130	24.381.700	26.837.080	31.092.080
Indre værdi	117,07	98,79	81,97	62,56	50,36
Udlodning (%)	18,70	11,50	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,58	1,60	1,60	1,63	1,63
Årets afkast (%)	31,61	20,52	31,02	24,22	-19,12
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.635.072	1.313.905	832.048	974.234	1.005.055
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.543.206	1.225.844	1.006.160	1.230.850	1.139.066
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	3.178.278	2.539.749	1.838.209	2.205.084	2.144.121
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.475.657	1.913.457	1.514.795	1.677.563	1.719.179
Omsætningshastighed	0,43	0,41	0,40	0,47	0,50
ÅOP	2,09	2,11	2,09	2,18	2,22
Sharpe Ratio	1,09	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	13,19	-	-	-	-
Tracking Error (%)	3,11	-	-	-	-
Active Share (%)	30,29	-	-	-	-
Information Ratio	-0,05	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	30,83	17,22	38,30	23,81	-19,90
Sharpe Ratio	1,06	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	13,71	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2015

Risikoklasse: 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060622967

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

Afdelingens værdipapirer og pengemarkedsinstrumenter skal have fået adgang til eller være handlet på et reguleret marked, eller være handlet på et andet marked, begge tilfælde opfylder et eller flere af følgende kriterier:

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

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

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

Afkastet på investering i danske aktier kan variere betydeligt over tid bl.a. som følge af selskabsspecifikke, politiske, markedsmæssige

og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Investor forventes at være investorer, som investerer pensionsmidler eller midler under virksomhedsskatteordningen 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

2015 blev endnu et godt år for danske aktier og for de danske aktieafdelinger. Afdelingen blev lanceret den 4. juni 2015, og afkastet siden lanceringen og frem til den 31. december 2015 har været på 4,0%, hvilket er 0,1 procentpoint lavere end sammenligningsindekset. Den nye afdelings investeringsproces og eksponering tilstræbes at være identisk med afdeling Danmark. Afdelingen har fået en fornuftig start, og formuen udgjorde ca. 200 mio. kroner ultimo december 2015.

SimCorp blev en af de aktier, som steg mest i 2015. Efter et skuffende 2014, hvor en skuffende ordretilgang gjorde SimCorp til den dårligst præsterende aktie i BankInvest Danmark, har vores tålmodighed og langsigtede tilgang til investeringer båret frugt. De forventede ordrer er kommet i hus, og mulighederne for at slå igennem på det kæmpestore amerikanske marked er bedre end nogensinde før.

TDC er fortsat strukturelt udfordret. Den nye ledelse forventes at gøre op med deres uholdbare dividendepolitik samt sætte en mere realistisk dagsorden for selskabet. Det bliver en hårfin balancegang mellem fastholdelse af kreditbureauernes Investment Grade-rating, øgede investeringer til bl.a. de kommende 5G-licenser samt imødekomme af aktionærernes krav om dividende. Ikke alle kan tilfredsstilles i den ligning, og vi tror, at det (igen) bliver aktionærerne, som bliver mest skuffede.

A.P. Møller-Mærsk har haft et ekstremt hårdt år. Efter et første kvartal, hvor Container-forretningen leverede sit bedste kvartal nogensinde, er både volumen og fragtrater sidenhen styrtet ned, og divisionen nærmer sig nu et nulresultat, hvis ikke et tab. Herudover har olieprisens fald selvfølgelig ramt Olie-divisionen hårdt, hvor flere felter nu ikke længere er profitable. Olieprisen kommer også til at ramme Drilling-forretningen hårdt. Selvom deres flåde er relativt ny, er raterne også her styrtet ned og en tredjedel af deres flåde har kontraktudløb i 2016. Herudover bliver Terminals ramt pga. deres eksponering i overvejende olie-eksporterende lande. Alt i alt et annus horribilis for Esplanaden!

Lundbeck har, med ansættelsen af Kåre Schultz som ny CEO, igangsat en rejse tilbage mod profitabilitet og produktfokus på færre

terapiområder. Et massivt omkostningsprogram har skabt basis for, at selskabet fremover vil tjene penge, men den kommercielle succes for deres nuværende og fremtidige produkter er dog fortsat meget usikker.

DFDS har nydt godt af et meget stærkt momentum over det sidste år. En kombination af favorable makrofaktorer og operationel performance har drevet indtjening og marginer til hidtil usete niveauer. Aktien er fulgt med og multiplerne ligeså. Vi har selv været med på rejsen, men er steget af for tidligt og synes nu, at der i aktiekursen er indregnet et for positivt syn på de fremtidige resultater, som ikke afspejler, at der kan komme midlertidig udfordringer.

NKT er i gang med at eksekvere på deres strategiplan om at restrukturere profitabiliteten i kabelforretningen samt at eksekvere på vækstpotentialet i Nilfisk. Mens kabeldivisionen kører som forventet, har væksten i Nilfisk vist sig at vente længere på sig end forventet. Høje logistikomkostninger har presset indtjeningen, og øget konkurrence har udskudt den organiske vækst. Potentialet er dog stadig intakt og vil formentlig materialisere sig i tallene til næste år.

Afdelingen har fået en fornuftig start, og formuen udgjorde 201.581 t.kr. ultimo 2015. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 191.602 t.kr. Nettoresultatet udgjorde 9.979 t.kr.

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

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

#### **Forventninger til 2016**

Vi går ind til starten af 2016 med en grundholdning om endnu et godt år for det danske aktiemarked. Vi forventer, at det danske aktiemarked vil stige, drevet af vækst i indtjening pr. aktie, men vi forventer ikke, at aktivklassen skal handle til højere multipler, end den allerede gør. Opsvinget i Europa er stadig relativt ungt, og væksten vil fortsat være stigende, drevet af bl.a. pengepolitiske stimuli, øget konkurrenceevne samt af at den lave oliepris holder inflationen lav.



Resultatopgørelse		Balance pr. 31. december	
	2015* (t.kr.)		2015 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		<b>Aktiver</b>	
1 Renteindtægter	-11	<b>Likvide midler</b>	
2 Udbytter	534	Indestående i depotselskab	1.574
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>523</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30
		<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>1.604</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		<b>Kapitalandele</b>	
Kapitalandele	11.442	Noterede aktier fra danske selskaber	195.086
3 Handelsomkostninger	224	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	4.751
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>11.218</b>	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>199.837</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>11.741</b>	<b>Andre aktiver</b>	
4 Administrationsomkostninger	1.682	Mellemværende vedr. handelsafvikling	264
Resultat før skat	10.059	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>264</b>
5 Skat	80	<b>Aktiver i alt</b>	<b>201.705</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>9.979</b>	<b>Passiver</b>	
<b>Forslag til anvendelse</b>		7 Medlemmernes formue	201.581
Overført til formue	9.979	<b>Anden gæld</b>	
<b>I alt disponeret</b>	<b>9.979</b>	Skyldige omkostninger	121
		Mellemværende vedr. handelsafvikling	3
		<b>I alt anden gæld</b>	<b>124</b>
		<b>Passiver i alt</b>	<b>201.705</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 04.06. - 31.12.2015

8 Femårsoversigt

Noter

2015\*  
(t.kr.)

1 Renteindtægter

Indestående i pengeinstitutter

Andre aktiver

-11

I alt renteindtægter

-11

2 Udbytter

Noterede aktier fra danske selskaber

534

I alt udbytter

534

3 Handelsomkostninger

Bruttohandelsomkostninger

707

Dækket af emissions- og indløsningsindtægter

-483

I alt handelsomkostninger

224

4 Administrationsomkostninger

2015

	direkte	fælles	i alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	2	2
Revisionshonorar	0	11	11
Gebyrer til depotselskab	147	0	147
Andre omk. i forb. med formueplejen	1.365	0	1.365
Øvrige omkostninger	29	32	61
Fast administrationshonorar	96	0	96
I alt administrationsomkostninger	1.637	45	1.682

5 Skat

Ikke refunderbar skat

80

I alt skat

80

6 Finansielle Instrumenter

Børsnoterede finansielle instrumenter

99,1%

Andre aktiver og passiver

0,9%

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

\*) Regnskabsperioden omfatter 04.06. - 31.12.2015

Noter

2015

**Formue fordelt på land**

Danmark	98%
Island	1%
Sverige	1%
Andre inklusiv kontanter	

**Formue fordelt på sektorer**

Industri	27%
Health Care	23%
Finans	22%
Cykliske forbrugsgoder	10%
Stabile forbrugsgoder	8%
Andre inklusiv kontanter	10%

**7 Medlemmernes formue**

2015

	Cirk. beviser	Formue- værdi
Emissioner i året	194.380	191.996
Indløsninger i året	678	623
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		229
Overført fra resultatopgørelsen		9.979
<b>Formue ultimo</b>	<b>193.702</b>	<b>201.581</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2015*
Årets nettoresultat (t.kr.)	9.979
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	201.581
Cirkulerende andele (stk.)	1.937.020
Indre værdi	104,07
Omkostningsprocent	1,76
Årets afkast (%)	4,00
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	233.923
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	44.821
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	278.744
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	88.401
Omsætningshastighed	0,27
ÅOP	2,48
Sharpe Ratio	-
Standardafvigelse (%)	-
Tracking Error (%)	-
Active Share (%)	-
Information Ratio	-
 Benchmark:	
Afkast (%)	4,07
Sharpe Ratio	-
Standardafvigelse (%)	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 04.06. - 31.12.2015

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 6/12/2013

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytte.

Fondskode: DK0060516854

Porteføljerådgiver: BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

det eventuelle udbytte.

Afkastet på afdelingens aktieinvesteringer kan variere betydeligt over tid blandt andet som følge af udsving i valutakurser, selskabsspecifikke, markedsmæssige og generelle økonomiske forhold samt forhold som eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer. Den politiske udvikling i landene samt i eurozonen grundet 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

Emerging Markets Aktier faldt i 2015 med 5,8%, mens MSCI Emerging Markets faldt med 5,0%. Både det absolutte og relative afkast ligger under de forventninger, vi havde ved årets start.

Udviklingen i Emerging Markets var præget af en generel afmatning i væksten, faldende olie- og råvarepriser, en generel lempelse af pengepolitikken i de fleste lande, skuffende udvikling i indtjeningen i virksomhederne og generelt faldende valutakurser. Østeuropa steg 6,6%, og Rusland steg mere end resten af regionen på grund af faldende renter og en styrket valuta. Asien steg med 0,7%, Latinamerika faldt 23% og Mellemøsten/Afrika faldt 16,5%.

Afkastet for 2015 var primært drevet af aktieudvælgelsen og i mindre grad af overvægt/undervægt i enkelte lande eller sektorer. Aktieudvælgelsen i Østeuropa bidrog positivt til afkastet, hvor detailhandelskæden X5 steg 38% som følge af fremgang i indtjeningen på baggrund af bedre salg og omkostningsbesparelser. I Sydafrika steg Naspers med 17%, og SABMiller steg med 32%, efter AB Inbev fremlagde et købstilbud på selskabet. Aktieudvælgelsen i Latinamerika bidrog negativt til afkastet, idet en række af afdelingens investeringer i Brasilien klarede sig markant dårligere end markedet.

Afdelingens formue udgjorde 819.303 t.kr. ultimo 2015 mod 692.010 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 127.293 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 107.623 t.kr. I forbindelse med fusion er der tilgået afdelingen 304.613 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -46.061 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

### Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

og modpartsrisiko.

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

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

#### **Forventninger til 2016**

Vi forventer, at 2016 bliver et år med moderat global vækst og nogen spredning i væksten, samt en behersket stigning i renterne i USA. Vi vurderer, at Asien er den mest attraktive region i Emerging Markets, da Asien er nettoimportør af olie og andre råvarer og er mere eksportorienteret og dermed bedre positioneret til et globalt opsving. Endvidere er der udsigt til pengepolitiske lempelser i en række af de store økonomier grundet svagt inflationspres og/eller aftagende vækst. Generelt har de øvrige regioner haft modvind i form af faldende olie- og råvarepriser, svage valutaer og makroøkonomiske ubalancer. Det er dog muligt, at man i løbet af 2016 vil se tegn på, at devalueringerne og stramningerne har ført til forbedringer, der kan bane vejen for lempelser.

For 2016 er forventningen, at foreningen opnår et positivt afkast på 5-10% på niveau med eller bedre end afdelingens sammenligningsindeks. Afkastet kan dog blive højere eller lavere – som følge af de mere positive konjunkturer i de mere udviklede lande, men der er også nogen usikkerhed omkring de geopolitiske begivenheder og de faldende olie- og råvarepriser og de potentielle negative påvirkninger for Emerging Markets. Mere klarhed omkring den økonomiske udvikling i Kina, implementering af reformer, der kan løfte produktiviteten, samt tiltag, der kan øge afkastet på den investerede kapital i selskaberne, vil være positive nyheder for Emerging Markets.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-76	-46	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	23.291	29.638	Indestående i depotselskab	44.113	23.209
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>23.215</b>	<b>29.592</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>44.143</b>	<b>23.239</b>
Kapitalandele	-52.334	41.499	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-1.256	533	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	767.126	644.293
Øvrige aktiver/passiver	-219	5	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	26.092	24.281
3 Handelsomkostninger	1.145	806	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>793.218</b>	<b>668.574</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-54.954</b>	<b>41.231</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>	<b>-31.739</b>	<b>70.823</b>	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	644	300
4 Administrationsomkostninger	11.940	9.610	Andre tilgodehavender	446	103
Resultat før skat	-43.679	61.213	Mellemværende vedr. handelsafvikling	26	235
5 Skat	2.382	1.339	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.116</b>	<b>638</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-46.061</b>	<b>59.874</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>838.477</b>	<b>692.451</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Passiver</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			7 Medlemmernes formue	819.303	692.010
Udlodningsregulering	-60.769	786	<b>Anden gæld</b>		
Overført fra sidste år/tab	0	-111	Skyldige omkostninger	1.615	436
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-60.769</b>	<b>675</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	17.559	5
<b>Til disposition</b>	<b>-106.830</b>	<b>60.549</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>19.174</b>	<b>441</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>Passiver i alt</b>	<b>838.477</b>	<b>692.451</b>
8 Foreslået udlodning	0	22.835	<b>9 Femårsoversigt</b>		
Overført til udlodning næste år	-139.298	244	<b>10 Fusion</b>		
Overført til formue	32.468	37.470			
<b>I alt disponeret</b>	<b>-106.830</b>	<b>60.549</b>			

Noter							2015	2014
							(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>								
Indestående i pengeinstitutter							-76	-46
<b>I alt renteindtægter</b>							<b>-76</b>	<b>-46</b>
<b>2 Udbytter</b>								
Noterede aktier fra udenlandske selskaber							23.147	29.325
Unoterede aktier							144	313
<b>I alt udbytter</b>							<b>23.291</b>	<b>29.638</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>								
Bruttohandelsomkostninger							3.790	1.741
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter							-2.645	-935
<b>I alt handelsomkostninger</b>							<b>1.145</b>	<b>806</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>								
			<b>2015</b>				<b>2014</b>	
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	0	14	14	0	13	13		
Revisionshonorar	0	16	16	0	14	14		
Andre honorarer til revisorer	22	1	23	0	0	0		
Markedsføringsomkostninger	0	16	16	0	15	15		
Gebyrer til depotselskab	934	0	934	660	0	660		
Andre omk. i forb. med formueplejen	10.066	0	10.066	8.193	0	8.193		
Øvrige omkostninger	37	115	152	6	126	132		
Fast administrationshonorar	719	0	719	583	0	583		
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>11.778</b>	<b>162</b>	<b>11.940</b>	<b>9.442</b>	<b>168</b>	<b>9.610</b>		
<b>5 Skat</b>								
Ikke refunderbar skat							2.382	1.339
<b>I alt skat</b>							<b>2.382</b>	<b>1.339</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>								
Børsnoterede finansielle instrumenter							93,6%	93,1%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked							3,2%	3,5%
Andre aktiver og passiver							3,2%	3,4%

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



Noter	2015		2014	
<b>Formue fordelt på regioner</b>				
Asien		69%		66%
Latinamerika		13%		15%
Mellemøsten / Afrika		8%		9%
Europa		5%		4%
Østeuropa		5%		4%
Andre inklusiv kontanter		0%		2%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>				
Finans		27%		32%
IT		24%		20%
Stabile forbrugsgoder		10%		11%
Cykliske forbrugsgoder		8%		11%
Industri		6%		5%
Andre inklusiv kontanter		25%		21%
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
		<b>2015</b>		<b>2014</b>
	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>	<b>Cirk.</b>	<b>Formue-</b>
	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>	<b>beviser</b>	<b>værdi</b>
Formue primo	617.166	692.010	395.782	398.655
Tilgang ved fusion	384.116	304.612		0
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		22.835		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-800		0
Emissioner i året	148.809	178.476	222.384	234.073
Indløsninger i året	350.491	286.441	1.000	1.151
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		342		559
Udlodningsregulering		60.769		-786
Overført udlodning fra sidste år		0		111
Overført udlodning til næste år		-139.298		244
Foreslået udlodning		0		22.835
Overført fra resultatopgørelsen		32.468		37.470
<b>Formue ultimo</b>	<b>799.600</b>	<b>819.303</b>	<b>617.166</b>	<b>692.010</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Tab overført fra sidste år			0	-111
Renter og udbytter			45.207	29.604
Ikke refunderbar skat			-2.060	-1.339
Kursgevinster til udlodning			-121.676	3.749
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-60.769	2.161
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>-139.298</b>	<b>34.064</b>
Administrationsomkostninger			0	-9.610
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			0	-1.375
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>-139.298</b>	<b>23.079</b>

## Årsregnskab - Emerging Markets Aktier

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013*
Årets nettoresultat (t.kr.)	-46.061	59.874	1.435
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	819.303	692.010	398.655
Cirkulerende andele (stk.)	7.996.000	6.171.660	3.957.820
Indre værdi	102,46	112,13	100,73
Udlodning (%)	0,00	3,70	0,00
Omkostningsprocent	1,67	1,68	1,37
Årets afkast (%)	-5,75	11,32	0,64
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	663.023	359.678	377.781
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	481.265	109.511	0
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.144.288	469.189	377.781
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	345.612	217.214	-600
Omsætningshastighed	0,24	0,19	0,00
ÅOP	2,31	2,30	1,84
Sharpe Ratio	-	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-	-
Tracking Error (%)	-	-	-
Active Share (%)	-	-	-
Information Ratio	-	-	-
Benchmark:			
Afkast (%)	-5,02	11,18	0,16
Sharpe Ratio	-	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 06.12.-31.12.2013

10 Fusion (ophørende afdelinger)	Østeuropa (t.kr.)	Latinamerika (t.kr.)	I alt (t.kr.)
Renter og udbytter	11.238	10.781	22.019
Kursgevinster- og tab	-65.391	-11.559	-76.950
Administrationsomkostninger	4.450	4.843	9.293
Skat	555	-877	-322
<b>Periodens resultat</b>	<b>-59.158</b>	<b>-4.744</b>	<b>-63.902</b>
Likvide midler	138.514	132.217	270.731
Kapitalandele	25.969	20.796	46.765
Andre aktiver	29.349	35	29.384
<b>Aktiver i alt</b>	<b>193.832</b>	<b>153.048</b>	<b>346.880</b>
Medlemmernes formue på sammenlægningstidspunktet	155.771	148.842	304.613
Anden gæld	38.061	4.206	42.267
<b>Passiver i alt</b>	<b>193.832</b>	<b>153.048</b>	<b>346.880</b>
<b>Formueopgørelse</b>			
Medlemmernes formue primo	320.723	242.410	563.133
Udbetalt udbytte i perioden	14.112	0	14.112
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning	1.224	0	1.224
Emissioner i perioden	11.418	1.384	12.802
Indløsninger i perioden	105.000	90.745	195.745
Netto emissionstillæg og indløsningsfradrag	676	537	1.213
<b>Periodens resultat</b>	<b>-59.158</b>	<b>-4.744</b>	<b>-63.902</b>
<b>Formue i alt</b>	<b>155.771</b>	<b>148.842</b>	<b>304.613</b>

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

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

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 20/11/2014

Risikoklasse: 3

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060576163

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 3.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav et afkast på 1,8% i 2015 og 0,5% siden lanceringen i november 2014. Afdelingen har ikke noget sammenligningsindeks, men tilstræber at beholde de indkøbte obligationer til udløb. Til sammenligning har afkastet i 2015 på foreningens afdelinger som investerer i virksomhedsobligationer, højrentelandeobligationer og korte danske obligationer har opnået afkast mellem -1,0% og 0,6%.

Ved halvårsskiftet nævnte vi, at de lave råvarepriser og ledig kapacitet vil lægge en dæmper på inflation og vækst i emerging markets (EM), og dermed på afkastpotentialet for virksomhedsobligationer i den del af verden. Vi forventede samtidig, at en stramning af den amerikanske pengepolitik var priset ind i markederne og derfor ikke udgjorde en trussel. Det viste sig, at det gennemsnitlige spænd på EM-virksomhedsobligationer steg med ca. 100 basispoint til 431 basispoint – altså en væsentlig udvidelse af spændet. Obligationer i metal- og minesektoren samt olie- og gassektoren gav afkast på henholdsvis -14,7% og -7,3% i 2. halvår og var dermed den primære årsag til, at markedet var mere surt, end vi forventede.

I Brasilien fortsatte korruptionsskandalen med at rulle. Flere virksomheder er blevet impliceret i anklager om korruption, især byggeselskaber og selskaber, der handler med det statskontrollerede olieselskab Petrobras. Modstanden mod præsident Dilma Rousseff steg betydeligt, og presset for at få hende afsat fra embedet tog til. Finansminister Joaquim Levy, som blev set som garant for en stram finanspolitik, valgte at trække sig i december, da regeringen godkendte et budget med et marginalt overskud før renteudgifter. De mange dårlige nyheder fra Brasilien har lagt pres på obligationskurserne i løbet af året.

I Rusland gled bekymringerne om sanktionerne i baggrunden. De lokale investorer købte stort ind af obligationer og gjorde markedet til årets absolutte højdespringer.

Afdelingens investeringer har en gennemsnitlig rente på 4,5% før omkostninger, hvilket svarer til en gennemsnitlig merrente på 3,3%points over amerikanske statsobligationer med tilsvarende løbetider. Da afdelingen blev lanceret i november 2014, havde startporteføljen en gennemsnitlig rente på 4,0% før omkostninger. Den løbende indtægt fra kuponer er blevet modsvaret af sivende obligationskurser. Alle obligationerne er udstedt i USD, og valutakursrisikoen afdækkes i videst mulige omfang til danske kroner.

I 2015 har de største bidrag til det samlede afkast været investeringerne i Rusland og Kina, som gav afkast på henholdsvis 16% og 4%. De lande udgør i alt 15% af afdelingens formue. To lande har trukket mærkbart ned i afkastet: Brasilien og Colombia med afkast på henholdsvis -4% og -13%. De to lande udgør i alt 10% af investeringerne. Et olieselskab står for det dårlige afkast i Colombia, og obligationen er solgt ud af porteføljen.

Afdelingens formue udgjorde 417.668 tkr. ultimo 2015 mod 392.231 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 25.437 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 19.547 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 5.890 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

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

kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

#### Forventninger til 2016

Vi forventer at udfordringerne fra 2015 fortsætter ind i 2016. En fortsat lav oliepris lægger pres på olie-eksporterende økonomier. Fortsat opbremsning i det kinesiske boligbyggeri og en omlægning af den økonomiske vækst fra investeringer til forbrug begrænser efterspørgslen efter metaller. Den kinesiske arbejdsstyrke vokser ikke længere, og servicefag kræver ofte flere ansatte end byggeri og sværindustri for at skabe samme vækst. Derfor er meget høj vækst ikke længere det vigtigste for den kinesiske regering. En lavere vækst er ikke nødvendigvis et stort problem for Kina. Effekten af den kinesiske opbremsning skal først og fremmest findes uden for Kina, og især i Latinamerika og visse dele af Afrika, hvor mange lande er afhængige af eksport af råvarer til Kina.

Én af Kinas største udfordringer for tiden er at styre den gradvise liberalisering af de finansielle markeder, herunder en mere flydende valutakurs og en mere frit flydende kapitalstrøm ind og ud af landet. Det kan til tider have en destabiliserende effekt, men vi forventer ikke, at det vil udvikle sig til en krise. Regeringen vil fortsætte med at sænke renterne og øge de offentlige investeringer for at afbøde virkningen af de faldende private investeringer.

Udsigterne for Brasilien er mindre gode. Med udsigten til parlamentsvalg i 2018 frygter vi, at en mere ekspansiv finanspolitik vil se dagens lys i de kommende år. Samtidig er eksporten presset af de lave råvarepriser, og den politiske uro fortsætter. Efter at landet mistede sin Investment Grade-status, faldt obligationerne, da mange investorer var tvunget til at sælge. Vi forventer, at brasilianske obligationer vil være volatile fremover, men at situationen langsomt vil stabilisere sig.

Den samlede gældsætning for virksomheder i Emerging Markets er stigende og har med god grund givet anledning til mediernes opmærksomhed. Ser man nærmere på tallene, kan man se, at det primært skyldes tre forhold. For det første er det primært statskontrollerede kinesiske selskaber, der har optaget store lån. Man kan diskutere, om denne gæld er privat virksomhedsgæld, da staten i sidste ende dækker regningen – enten fordi man støtter virksomheden eller fordi man støtter den bank, der lider et tab på udlånet. For det andet er indtjeningen faldet markant for virksomheder i olie- og gas- samt metal- og mineindustrien. Dermed er problemet med den stigende gældssætning indkapslet til to velkendte sektorer. For det tredje har mange virksomheder oplevet, at deres gæld er steget målt i lokalvaluta, da deres gæld er i dollars, og den lokale valuta er faldet. De fleste lokale valutaer har nået et niveau, hvor man ikke forventer større kursfald, så vi forventer ikke, at denne effekt bliver et stort problem fremover.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014* (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	21.180	1.936	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.180</b>	<b>1.936</b>	Indestående i depotselskab	3.233	19.237
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	29	10
Obligationer	37.505	5.419	<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>3.262</b>	<b>19.247</b>
Afledte finansielle instrumenter	-50.718	-12.279	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	1.156	238	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	385.650	356.815
2 Handelsomkostninger	50	0	Unoterede obligationer	24.852	21.854
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-12.107</b>	<b>-6.622</b>	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>410.502</b>	<b>378.669</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>9.073</b>	<b>-4.686</b>	Unoterede afledte finansielle instrumenter	2.927	0
3 Administrationsomkostninger	3.183	384	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>2.927</b>	<b>0</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>5.890</b>	<b>-5.070</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	5.209	4.776
<b>Formuebevægelser</b>			Andre tilgodehavender	1	42
Udlodningsregulering	-1.148	-1.144	Mellemværende vedr. handelsafvikling	198.120	1.874
Overført fra sidste år	-11.473	0	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>203.330</b>	<b>6.692</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-12.621</b>	<b>-1.144</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>620.021</b>	<b>404.608</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-6.731</b>	<b>-6.214</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Forslag til anvendelse</b>			6 Medlemmernes formue	417.668	392.231
7 Overført til udlodning næste år	-39.536	-11.473	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Overført til formue	32.805	5.259	Unoterede afledte finansielle instrumenter	915	11.733
<b>I alt disponeret</b>	<b>-6.731</b>	<b>-6.214</b>	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>915</b>	<b>11.733</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	77	635
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	201.361	9
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>201.438</b>	<b>644</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>620.021</b>	<b>404.608</b>
			<b>8 Femårsoversigt</b>		

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

Noter		2015	2014*
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-35	-5
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		19.688	1.822
Unoterede obligationer		1.486	119
Andre aktiver		41	0
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>21.180</b>	<b>1.936</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		50	285
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		0	-285
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>50</b>	<b>0</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2015</b>	<b>2014*</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	8	8
Revisionshonorar	0	13	13
Markedsføringsomkostninger	0	8	8
Gebyrer til depotselskab	130	0	130
Andre omk. i forb. med formueplejen	2.554	0	2.554
Øvrige omkostninger	0	52	52
Fast administrationshonorar	418	0	418
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>3.102</b>	<b>81</b>	<b>3.183</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		356	28
		384	384
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		92,3%	91,0%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked		6,0%	5,6%
Øvrige finansielle instrumenter		0,5%	-3,0%
Andre aktiver og passiver		1,2%	6,4%

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

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

Noter

	2015	2014*
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>		
Investment grade AAA-AA	2%	0%
Investment grade A-BBB	58%	60%
Non Investment grade BB-CCC	31%	29%
Ingen rating	9%	8%
Andre inklusiv kontanter	1%	3%
<b>Formue fordelt på varighed</b>		
Varighed < 2 år	19%	4%
Varighed 2-5 år	81%	96%

5 Afledte finansielle instrumenter

	2015 (t.kr.)		2014 (t.kr.)	
<b>Aktiv</b>	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminsforretninger	0	2.927	0	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>2.927</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	915	0	11.733
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>915</b>	<b>0</b>	<b>11.733</b>

6 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	395.943	392.231	0	0
Emissioner i året	21.807	21.597	395.943	395.591
Indløsninger i året	2.161	2.169	0	0
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		119		1.700
Udlodningsregulering		1.148		1.144
Overført udlodning fra sidste år		11.473		0
Overført udlodning til næste år		-39.536		-11.473
Overført fra resultatopgørelsen		32.805		5.269
<b>Formue ultimo</b>	<b>415.589</b>	<b>417.668</b>	<b>395.943</b>	<b>392.231</b>

7 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år	-11.473	0
Renter og udbytter	21.180	1.941
Kursgevinster til udlodning	-48.095	-12.270
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.148	-1.144
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-39.536</b>	<b>-11.473</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

Noter

8 Femårsoversigt	2015	2014*
Årets nettoresultat (t.kr.)	5.890	-5.070
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	417.668	392.231
Cirkulerende andele (stk.)	4.155.890	3.959.430
Indre værdi	100,50	99,06
Udlodning (%)	0,00	0,00
Omkostningsprocent	0,76	0,89
Årets afkast (%)	1,76	-1,22
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	29.534	373.534
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	35.156	0
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	64.690	373.534
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	64.690	243
Omsætningshastighed	0,08	0,00
ÅOP	0,85	0,97
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-
Tracking Error (%)	-	-
Information Ratio	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014



## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 27/11/2014

Risikoklasse: 6

Benchmark: STOXX Europe TMI Small inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060571362

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S / Meriten Investment Management

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

Afdelingen kan ikke anvende afledte finansielle instrumenter.

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

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

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

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen leverede et afkast for 2015 på 22,6%. Sammenligningsindekset leverede et afkast på 21,9%, hvilket derved svarer til et merafkast efter omkostninger på 0,7%. Sammenlignet med det brede europæiske aktiemarked, som gav et afkast på 10,5% og det globale aktiemarked som gav 9,0%, leverede afdelingen med de nævnte 22,6% over det dobbelte i afkast. 2015 var derved et meget tilfredsstillende år.

Siden det meget stærke 1. halvår, der gav et afkast på 20,6%, har afkastet dog været mere beskedent med 1,7% i 2. halvår. Det er i den lave ende af det positive syn på afdelingens afkast, som vi gav udtryk for i halvårsregnskabet. Om end 2. halvår samlet var beskedent i afkast, så var de to kvartaler meget forskellige og med hvert deres fortegn. 3. kvartal var kendetegnet ved betydelig bekymring for vækstudsigterne i Kina og konsekvenserne for den globale vækst, herunder effekterne af voldsomme dyk i råvarepriserne, som i Europa bl.a. gav frygt for, at det store råvareselskab Glencore ville gå konkurs. Derudover kom Volkswagen på forsiden af alle aviser ved i USA at blive fanget i bevidst at snyde med NOx-emissioner, hvilket relaterer sig til ca. 11 millioner dieselmotorer på verdensplan. Selskabet har udsigt til en bøde på mange milliarder, og det har igen sat spørgsmålstegn ved bilproducenternes forretningsmodel. Økonomisk sås fortsat en bedring i Europa, dog fra et lavt niveau, hvilket var drevet af forbrug, investeringer og en stigende eksport samt Grækenlands accept af Trojkaens spareplan i juli. På den anden side startede for alvor den massive flygtningestrøm fra især Syrien, som fortsatte med at sætte dagsordenen i 4. kvartal. Det har bevirket yderligere splittelse og nationalisme blandt de europæiske lande, samt mistillid til EU-samarbejdet. Samlet blev afkastet i afdelingen negativt med 6,1%. I 4. kvartal skiftede markedet atter fokus. Bedre økonomiske nøgletal fra Kina blødte op på bekymringerne for kinesisk og dermed

global vækstafmatning. Samtidig sænkede ECB renten yderligere med 10bps og forlængede obligationsopkøbsprogrammet på 60mia. EUR om måneden med yderligere seks måneder. Endelig hævdede den amerikanske centralbank som ventet i december renten med 25bps med udsigt til flere stigninger i 2016 og 2017. Samtidig fortsatte det moderate økonomiske opsving i Europa med støt faldende ledighed, stigende detailsalg og stabil industriproduktion samt svagt stigende inflation om end stadig tæt på nul. Disse forhold tilsammen var tilstrækkeligt til at trække aktiemarkedene stærkt op i kvartalet, som også bød på yderligere fald i Brent-olieprisen til det laveste niveau siden finanskrisen i 2008. Afkastet i 4. kvartal blev således på 8,3% for afdelingen eller 0,1% højere end benchmark og 2,7% højere end det brede europæiske markedsafkast på 5,6%.

Overordnet for 2015 skal det høje afkast i afdelingen tilskrives forbedrede nøgletal og øgede forventninger til væksten i den europæiske økonomi. Samtidig har virksomhedernes regnskabsresultater været overvejende positiv læsning, og for første gang siden 2010, har det givet anledning til opjustering af forventningerne til virksomhedernes fremtidige indtjening. En del af dette skal igen tilskrives ECBs lempelige pengepolitik og en svagere europæisk valuta. Størstedelen af de stigende indtjeningsforventninger ebbede dog ud igen i 2. halvår i takt med, at usikkerheden om den globale vækst tog til.

De to væsentligste positive bidragsydere til afdelingens afkast var to online-spilforretninger. Den ene var engelske Betfair Group, som fusionerede med Paddy Power fra Irland og dermed har etableret en endnu stærkere spiller i markedet. Den anden var svenske NetEnt, der fik adgang til det amerikanske marked via en betydningsfuld samarbejdsaftale med online-spilforretningen i USA, Golden Nugget, og i øvrigt også har leveret gode regnskabsresultater. På landesiden kom det positive bidrag overvejende fra Storbritannien med de største bidrag fra Taylor Wimpey, Bellway og DCC. Taylor Wimpey og Bellway er inden for byggesektoren, hvor markedet blev lettet over, at det engelske valg i foråret ikke medførte stramninger på boligområdet. Derudover bidrog det irske olie- og gasselskab DCC Plc pænt til merafkastet. Det skyldtes nyheden om købet af Butagaz i Frankrig, som er et LPG-distributionsselskab. Derudover bidrog Holland og Frankrig også pænt til merafkastet, dog uden nogen væsentlige enkeltstående bidragsydere. På negativsiden kan især det hollandske mineselskab Nyrstar NV nævnes. Nyrstar er hårdt ramt af råvareprisudviklingen. Selskabet har fået ny ledelse, som nu har annonceret en større omstrukturering og refinansiering af selskabet. På landeniveau var det især Danmark, der bidrog negativt, hvilket dog overvejende skyldes nogle højdespringere, der ikke var i porteføljen, som f.eks. Simcorp. Afkastet for 2015 kan helt overvejende tilskrives aktievalget – i tråd med grundtanken i afdelingen.

Afdelingens formue udgjorde 1.945.519 t.kr. ultimo 2015 mod 483.563 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på

1.461.956 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 1.297.443 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 164.513 t.kr. Det foreslås, at der udbetales 4,60 kr. pr. bevis i udbytte for 2015.

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

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

#### Forventninger til 2016

For værdiansættelsen af europæiske aktier er det værd at bemærke, at aktieafkastet i 2015 har været omkring dobbelt så højt som indtjeningsvæksten for selskaberne i small cap-indekset. Det betyder, at indtjeningsmultiplerne har udvidet sig, og aktivklassen derved ser dyrere ud end for et år siden. Selvom multiplerne i historisk og relativ sammenhæng ikke virker bekymrende, ser analytikernes forventninger til indtjeningsvæksten for 2016 på 15% dog lidt høje ud givet de globale økonomiske udsigter. Samlet er vi dog fortrøstningsfulde på den længere bane for europæiske aktier og især small cap-selskaberne. De er mere indenlandsk EU-eksponerede, og her er der stadig væksthøjde og plads til udvidede marginer. Derudover bidrager den mere ekspansive pengepolitik hos ECB og øget vilje hos banker til at låne ud til de små og mellemstore virksomheder i Europa i forhåbning om, at Europa fortsat har mulighed for at fortsætte den økonomiske væksthøjde. Vores forventning til 2016 er et afkast på 0-10%. Der er dog stor usikkerhed forbundet med disse forventninger. Det skyldes fortsat usikkerhed om Kinas udvikling, risiko for at den vigtige forbrugsdrevne amerikanske vækst er ved at bøjede af, effekterne på verdensøkonomien ved stigende renter i USA, konflikterne og krigen i Mellemøsten, samt effekterne af de lave olie-, gas- og råvarepriser på mange udviklingslande og virksomheder direkte og indirekte. Dertil kommer betydningen af den massive flygtningestrøm til Europa og risikoen for en Brexit, altså spørgsmålet om Storbritannien forbliver i EU-samarbejdet. En udmeldelse af EU vil give anledning til yderligere spørgsmålstegn ved EUs økonomiske og politiske fremtid. Omend Europa har et bedre økonomisk udgangspunkt for fremgang og aktiekursstigning end de fleste andre regioner, så er det svært at tro, at Europa ikke, som historien viser, også bliver ramt, når omgivelserne i verden svækkes. Det så vi bl.a. i 3. kvartal. Vores forventninger er derfor baseret på, at ovenstående forhold ikke får større negativ virkning for Europa.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014* (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-159	-5	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	31.395	2.184	Indestående i depotselskab	53.458	5.284
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>31.236</b>	<b>2.179</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	30	0
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>53.488</b>	<b>5.284</b>
Kapitalandele	160.190	12.472	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	-193	-651	Noterede aktier fra danske selskaber	39.693	13.093
Øvrige aktiver/passiver	-88	3	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.850.982	464.365
3 Handelsomkostninger	3.804	71	Unoterede kapitalandele fra udenlandske selskaber	0	3.666
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>156.105</b>	<b>11.753</b>	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>1.890.675</b>	<b>481.124</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>187.341</b>	<b>13.932</b>	<b>Andre aktiver</b>		
4 Administrationsomkostninger	21.087	837	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	1.309	190
Resultat før skat	166.254	13.095	Andre tilgodehavender	888	77
5 Skat	1.741	26	Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.383	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>164.513</b>	<b>13.069</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.580</b>	<b>267</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Aktiver i alt</b>		
<b>Formuebevægelser</b>				<b>1.953.743</b>	<b>486.675</b>
Udlodningsregulering	34.423	-183	<b>Passiver</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>34.423</b>	<b>-183</b>	7 Medlemmernes formue	1.945.519	483.563
<b>Til disposition</b>	<b>198.936</b>	<b>12.886</b>	<b>Anden gæld</b>		
<b>Forslag til anvendelse</b>			Skyldige omkostninger	4.371	3.112
8 Foreslået udlodning	70.756	0	Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.853	0
Overført til udlodning næste år	35	0	<b>I alt anden gæld</b>	<b>8.224</b>	<b>3.112</b>
Overført til formue	128.145	12.886	<b>Passiver i alt</b>		
<b>I alt disponeret</b>	<b>198.936</b>	<b>12.886</b>		<b>1.953.743</b>	<b>486.675</b>
			<b>9 Femårsoversigt</b>		

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014



Noter	2015	2014
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Industri	25%	26%
Cykliske forbrugsgoder	21%	21%
Finans	21%	20%
Råvarer	9%	9%
IT	8%	13%
Andre inklusiv kontanter	16%	11%
<b>Formue fordelt på landefordeling</b>		
Storbritannien	32%	35%
Sverige	10%	9%
Tyskland	9%	9%
Frankrig	5%	6%
Italien	8%	5%
Andre inklusiv kontanter	36%	36%

7 Medlemmernes formue	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	468.841	483.563	0	0
Emissioner i året	1.296.005	1.584.070	468.866	469.436
Indløsninger i året	226.681	292.150	25	26
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		5.523		1.084
Udlodningsregulering		-34.423		183
Overført udlodning til næste år		35		0
Foreslået udlodning		70.756		0
Overført fra resultatopgørelsen		128.145		12.886
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.538.165</b>	<b>1.945.519</b>	<b>468.841</b>	<b>483.563</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Renter og udbytter			30.331	2.181
Ikke refunderbar skat			-1.741	-26
Kursgevinster til udlodning			28.865	-1.360
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			46.329	136
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>103.784</b>	<b>931</b>
Administrationsomkostninger			-21.087	-612
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-11.906	-319
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>70.791</b>	<b>0</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014*
Årets nettoresultat (t.kr.)	164.513	13.069
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.945.519	483.563
Cirkulerende andele (stk.)	15.381.650	4.688.410
Indre værdi	126,48	103,14
Udlodning (%)	4,60	0,00
Omkostningsprocent	1,73	1,87
Årets afkast (%)	22,64	3,47
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	2.392.163	482.121
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.134.849	11.929
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	3.527.012	494.050
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.686.981	22.609
Omsætningshastighed	0,69	0,03
ÅOP	2,46	2,31
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-
Tracking Error (%)	-	-
Active Share (%)	-	-
Information Ratio	-	-
Benchmark:		
Afkast (%)	21,88	1,97
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 08/12/2008

Risikoklasse: 3

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

Fondskode: DK0015908719

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2015 et afkast på -1,5%. Afkastet var på linje med forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et meget begrænset afkast med en ikke ubetydelig risiko for negativt afkast. Afkastet var en anelse bedre end afkastet på sammenligningsindekset, som blev -1,8%. Afkastet var dermed tilfredsstillende i et år, hvor realrenterne på globalt niveau tog nogle store udsving undervejs, men hvor niveauet endte året stort set samme sted, som det begyndte det. Vores forventninger ved indgangen til 2015 var begrundet i, at halvdelen af obligationerne i investeringsuniverset handlede på negative realrenter i en verden, hvor der ikke var meget inflation at spore. Vi er i 2015 blevet bekræftet i, at inflationen er svær at øje på, og inflationstilskrivningen i 2015 blev med knap 0,5% på globalt niveau den laveste siden 2009. 2015 var det første år siden 1932, hvor inflationen i alle G7-lande var under 2%. I alle syv lande på nær Canada var inflationen oven i købet også under 1%. Faldende råvarepriser var den vigtigste forklaring på den lave inflation, men den underliggende inflation var også meget moderat.

Vi havde ved indgangen til 2015 svært ved at se indeksobligationer klare sig bedre end nominelle obligationer, og det blev vi bekræftet i. For tredje år i træk kunne afkastet på indeksobligationer ikke følge med afkastet på de tilsvarende nominelle obligationer. Det var ikke en konsekvens af faldende inflationsforventninger på globalt niveau, for de var stort set uændrede i niveauet 2,25%. Det manglende afkast på indeksobligationer skyldtes således i alt væsentligt, at den faktiske inflation i 2015 og dermed inflationstilskrivningen var så lav, omkring 0,5%.

På landeniveau var billedet blandet. I USA og i mindre omfang UK hal-

tede indeksobligationerne efter de nominelle, mens det modsatte var tilfældet i Eurozonen, Danmark og Sverige. Det er ikke helt ulogisk, givet at vi netop i Eurozonen, Sverige og Danmark har set centralbanker forfølge en de facto meget lempelig pengepolitik, der netop har haft som formål at understøtte en stigning i inflationsforventningerne. I Storbritannien og i særdeleshed i USA lempede centralbankerne ikke yderligere, mens der for USA's vedkommende tværtimod påbegyndtes stramninger af pengepolitikken. Bank of England nåede ikke til det punkt endnu, men må forventes i løbet af 2016 at følge i Federal Reserves fodspor. Udsigterne til stramninger af pengepolitikken i USA og Storbritannien styrkede de pågældende landes valutaer, og det tyngede på inflationsforventningerne på de markeder.

På det europæiske marked var der udover opkøbet af statsobligationer m.m. fra Den Europæiske Centralbank (ECB), som for alvor blev skudt i gang i marts og yderligere forlænget og udvidet i december, fokus på det italienske og spanske indeksobligationsmarked. Som følge af ændringer i rating-kravet på sammenligningsindekset (nedsat til minimum BBB-) blev de to lande indlemmet i indekset fra 2. kvartal 2015 med en samlet vægt på ca. 7,5%. Afdelingen var hele året investeret i Italien, og fra april måned også i Spanien. Det var understøttende for afkastet på afdelingen både absolut og i forhold til sammenligningsindekset.

Det kostede til gengæld lidt på afkastet at være undervægtet i lange engelske indeksobligationer, men slet ikke i samme grad som i 2014. Lange engelske indeksobligationer, som i parentes bemærket handler på realrenter på mellem -0,75% og -0,9%, gav et afkast på ca. 0% i 2015 mod 26% i 2014. Afkastpotentialet i den lange ende i Storbritannien står fortsat, efter vores opfattelse, ikke mål med den meget høje risiko, hvis renterne skulle finde på at stige bare lidt i 2016.

Afdelingens formue udgjorde 839.574 t.kr. ultimo 2015 mod 823.672 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 15.902 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 39.483 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -11.551 t.kr. Der foreslås et udbytte på 1,20 kr. pr. bevis i 2015.

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

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

#### Forventninger til 2016

Den amerikanske centralbank er som tidligere nævnt gået i gang med renteforhøjelserne, og i skrivende stund er det forventet, at forhø-

jelserne vil fortsætte i 2016 og i 2017. Det er også forventningen, at Bank of England følger trop i 2. halvdel af 2016. For ECB står den pengepolitiske dagsorden på uændrede renter med en risiko for, at de kan blive sat endnu længere ned. På det seneste møde forlængede ECB opkøbsprogrammet frem til marts 2017 med mulighed for, at det kan fortsætte endnu længere. Hvis vi tager udgangspunkt i erfaringerne fra USA, gik der 14 måneder fra opkøbsprogrammet blev indstillet, til den første renteforhøjelse blev implementeret. Overfører vi erfaringerne til ECB, peger det på en renteforhøjelse tidligst medio 2018. Det er i runde tal også det, der er inddiskonteret i eurorenterne. Vi føler os derfor på sikker grund, når vi ikke forventer renteforhøjelserne fra den kant hverken i 2016 eller 2017.

Vi har tidligere peget på, at en vigtig erfaring fra opkøbsprogrammet i USA og i Storbritannien er, at det gennemtvinger et fald i realrenterne et godt stykke ned under 0, og formålet er naturligvis at stimulere forbruget, investeringerne og dermed væksten. Den amerikanske tiårige realrente bundede ud omkring -1% tilbage i 2012. Den engelske nåede ned i -1,5% i starten af 2013. Den tyske tiårige realrente nåede på et tidspunkt i foråret ned i -1,3%, hvilket flugter godt med amerikanske og engelske erfaringer. Den er siden steget og lå ultimo 2015 på ca. -0,5%.

De engelske realrenter er fortsat, efter vores opfattelse, lavere, end vi vurderer er rimeligt, og der inddiskonteres en inflation (et stykke over 3%), som vi har svært ved at se materialisere sig. Til gengæld er realrenteniveauet i USA mere fair med lange realrenter et stykke over 1%. Der er efter vores opfattelse god grund til at mene, at det globale realrenteniveau i lang tid fremover skal ligge lavere end det, vi har været vant til før Finanskrisen. I årene op til Finanskrisen lå det globale renteniveau forholdsvis konstant omkring 2%, men er siden faldet til omkring 0%, og i perioder oven i købet under 0. I en situation hvor realrenten må forventes gradvist at skulle opad, og inflationen vedbliver med at være rimeligt lav, er det fortsat svært at se det store afkastpotentiale i indeksobligationer generelt, og vores forventning for 2016 er derfor også et meget lavt afkast – og et negativt afkast på linje med det, vi oplevede i 2015 og i 2013, er meget mere sandsynligt end et højt positivt afkast, som vi så i 2014.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	10.252	15.564	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>10.252</b>	<b>15.564</b>	Indestående i depotselskab	49.194	5.849
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
Obligationer	40.629	156.652	<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>49.224</b>	<b>5.879</b>
Afledte finansielle instrumenter	-55.540	-74.912	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	-410	545	Noterede obligationer fra danske udstedere	100.595	132.336
2 Handelsomkostninger	135	76	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	512.094	579.345
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-15.456</b>	<b>82.209</b>	Unoterede obligationer	166.924	117.837
<b>I alt indtægter</b>	<b>-5.204</b>	<b>97.773</b>	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>779.613</b>	<b>829.518</b>
3 Administrationsomkostninger	6.347	9.796	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-11.551</b>	<b>87.977</b>	Unoterede afledte finansielle instrumenter	6.296	1.017
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>6.296</b>	<b>1.017</b>
<b>Formuebevægelser</b>			<b>Andre aktiver</b>		
Udlodningsregulering	-570	-20.876	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	3.892	4.443
Overført fra sidste år	-1.799	873	Andre tilgodehavender	62	44
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-2.369</b>	<b>-20.003</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	276.676	0
<b>Til disposition</b>	<b>-13.920</b>	<b>67.974</b>	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>280.630</b>	<b>4.487</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.115.763</b>	<b>840.901</b>
7 Foreslået udlodning	7.491	12.950	<b>Passiver</b>		
Overført til udlodning næste år	613	285	6 Medlemmernes formue	839.574	823.672
Fremførtbart tab	-17.575	-2.084	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Overført til formue	-4.449	56.823	Unoterede afledte finansielle instrumenter	1.471	16.892
<b>I alt disponeret</b>	<b>-13.920</b>	<b>67.974</b>	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>1.471</b>	<b>16.892</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	112	210
			Mellemværende vedr. handelsafvikl..	274.606	127
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>274.718</b>	<b>337</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>1.115.763</b>	<b>840.901</b>

8 Femårsoversigt

Noter

				2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>					
Indestående i pengeinstitutter				-94	-78
Noterede obligationer fra danske udstedere				2.401	3.262
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere				7.210	11.664
Unoterede obligationer				735	716
<b>I alt renteindtægter</b>				<b>10.252</b>	<b>15.564</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>					
Bruttohandelsomkostninger				278	622
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-143	-546
<b>I alt handelsomkostninger</b>				<b>135</b>	<b>76</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>					
			<b>2015</b>		<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	14	14	0	25
Revisionshonorar	0	15	15	0	18
Markedsføringsomkostninger	0	15	15	0	31
Gebyrer til depotselskab	505	0	505	974	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	4.958	0	4.958	7.487	0
Øvrige omkostninger	12	87	99	0	113
Fast administrationshonorar	741	0	741	1.148	0
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.216</b>	<b>131</b>	<b>6.347</b>	<b>9.609</b>	<b>187</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>					
Børsnoterede finansielle instrumenter				77,7%	86,4%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				15,2%	14,3%
Øvrige finansielle instrumenter				0,6%	-1,9%
Andre aktiver og passiver				6,6%	1,2%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.					
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA				77%	45%
Investment grade A-BBB				12%	5%
Ingen rating				5%	50%
Andre inklusiv kontanter				6%	0%
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år				12%	7%
Varighed 2-5 år				31%	29%
Varighed > 5 år				58%	64%

Noter

5	Afledte finansielle instrumenter		2015		2014
	<b>Aktiv</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
	Valutaterminsforetninger	0	6.296	0	1.017
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>6.296</b>	<b>0</b>	<b>1.017</b>
	<b>Passiv</b>				
	Valutaterminsforetninger	0	1.471	0	16.892
	<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>1.471</b>	<b>0</b>	<b>16.892</b>
6	Medlemmernes formue		2015		2014
		<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>
	Formue primo	647.522	823.672	1.256.522	1.527.101
	Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		12.950		40.209
	Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		920		4.478
	Emissioner i året	141.162	175.307	7.776	9.451
	Indløsninger i året	107.717	136.427	616.776	766.624
	Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		603		1.518
	Udlodningsregulering		570		20.876
	Overført udlodning fra sidste år		-285		-873
	Overført tab fra sidste år		2.084		0
	Overført udlodning til næste år		613		285
	Fremførbart tab		-17.575		-2.084
	Foreslået udlodning		7.491		12.950
	Overført fra resultatopgørelsen		-4.449		56.803
	<b>Formue ultimo</b>	<b>680.967</b>	<b>839.574</b>	<b>647.522</b>	<b>823.672</b>
7	Til rådighed for udlodning				
	Tab overført fra sidste år			-2.084	0
	Udlodning overført fra sidste år			285	873
	Renter og udbytter			10.252	15.587
	Kursgevinster til udlodning			-17.354	17.651
	Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-570	-20.876
	<b>I alt til rådighed for udlodning</b>			<b>-9.471</b>	<b>13.235</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-11.551	87.977	-162.077	143.837	161.842
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	839.574	823.672	1.527.101	3.438.086	1.844.906
Cirkulerende andele (stk.)	6.809.670	6.475.220	12.565.220	26.029.690	14.739.340
Indre værdi	123,29	127,20	121,53	132,08	125,17
Udlodning (%)	1,10	2,00	3,20	2,25	1,00
Omkostningsprocent	0,83	0,84	0,80	0,84	0,85
Årets afkast (%)	-1,50	7,42	-6,43	6,32	10,13
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	155.628	17.126	495.148	1.471.307	746.285
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	245.886	854.434	1.945.186	240.524	445.025
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	401.514	871.560	2.440.334	1.711.831	1.191.310
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	195.126	106.908	93.490	361.800	381.828
Omsætningshastighed	0,13	0,05	0,02	0,07	0,11
ÅOP	0,83	1,06	1,02	1,10	1,11
Sharpe Ratio	0,62	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	4,27	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,20	-	-	-	-
Information Ratio	-0,38	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-1,80	8,81	-6,00	5,95	11,47
Sharpe Ratio	0,64	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	4,85	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 31/05/2000

Risikoklasse: 5

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

Fondskode: DK0010266741

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

Investeringerne rettes imod virksomheder, som forventes at få glæde af et stigende privatforbrug eller en ændring af forbrugsmønstret.

Stigningen eller ændringen kan komme på mange måder: bedre økonomi, ændret befolkningssammensætning og mere fritid.

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

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

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

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

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

Afdelingen gav for året 2015 et samlet afkast på 14,9% efter alle omkostninger. Til sammenligning gav sammenligningsindekset et afkast på 18,2%, og verdensmarkedet som helhed gav et afkast på 9,0%. Afdelingen gav derfor et afkast på 3,3 procentpoint mindre end sammenligningsindekset, men 5,9 procentpoint mere end verdensmarkedet.

Den væsentligste negative bidragsyder til afdelingens relative afkast var, at vi ikke havde foretaget en investering i aktien Amazon, der er en del af sammenligningsindekset. Det relative tab herved overgik det største relative tab for positioner, som afdelingen var investeret i. Af aktier, som foreningen var investeret i, var de største relativt negativt bidragende aktier GNC, Richemont og Michael Kors.

GNC, der driver butikker med kosttilskud, havde endnu et svært år. Selskabet led sammen med en lang række andre detailhandelselskaber og kom ydermere mod årets slutning i lovgivningsmæssigt søgelys. Generelt har de fleste selskaber der sælger andres produkter svært ved den accelererende transition mod e-handel. Det var tidligere vores vurdering, at den kategori GNC opererer i (kosttilskud) var en klasse, hvor forbrugeren ønskede fysisk ekspedition, grundet karakteren af produktet. Vi har løbende siden starten af 2014 reduceret i positionen og har i løbet af 2015 solgt selskabet helt ud.

Richemont er verdens førende smykke- og luksusurselskab og står bag varemærker som Panerai, IWC, Cartier m.v. En stor andel af selskabets salg kommer fra Kina, og specielt dette medførte svingende resultater i 2015. Hongkong, der tidligere var kinesernes foretrukne luksusvarebasar, har set signifikante fald i indrejsende kinesere – en funktion af både afmatning i den kinesiske økonomi og gryende

uoverensstemmelse imellem den kinesiske befolkning og de lokale Hongkong-kinesere. Det er vores opfattelse, at de mærkevarer Richemont baserer deres forretning på, er blandt de stærkeste og mest langtidsholdbare i vores investeringsunivers. Om end der på den korte bane kan ske store ændringer i salget, mener vi ikke, at de underliggende værdier i selskabet er truet af turbulensen.

Taskeproducenten Michael Kors har positioneret sig i segmentet lige under de store europæiske luksusselskaber, med Louis Vuitton i spidsen. Ved ikke at tage konkurrencen direkte op med de etablerede navne har Michael Kors skabt en betydelig forretning. Væksten er dog kommet lidt hurtigt, og aktien faldt noget tilbage i 2015 oven på et vigende salg i det amerikanske hjemmemarked.

Afdelingens bedste aktier var Super Group og AutoZone. SuperGroup var ligeledes blandt de bedste aktier ved halvåret. Selskabet har under den nye direktør fået mere kontrol med eksekvering og strategi. Aktien er steget meget igennem året, og vi har reduceret positionen i selskabet.

AutoZone er undtagelsen, der bekræfter reglen om ikke at investere i selskaber, der sælger produkter, der kan sælges andre steder. AutoZone sælger reservedele til biler, og kunder, der står med et akut behov for en reservedel, kan ikke vente på at få den leveret fra en onlinebutik.

Vores forventninger om at kombinationen af en verdensøkonomi, der kun ser svag bedring, og massiv stimulering fra centralbankernes side skaber volatilitet, viste sig absolut at holde stik. Aktiemarkedet globalt toppede i april 2015 med et afkast på over +20% i danske kroner. Hele dette afkast forsvandt i sensommeren, og afkastet år til dato var negativt i løbet af september-oktober. Hele årets afkast for verdensmarkedet, på 9%, blev herefter hentet ind igen i 4. kvartal. Vores forventninger ved halvåret om et årsafkast på 10 til 20% for afdelingen viste sig at holde stik. Over tid må årlige afkast på omkring 15% for afdelingen dog anses for at være i den høje ende.

Afdelingens formue udgjorde 3.253.334 t.kr. ultimo 2015 mod 2.845.848 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 407.486 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 410.045 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 420.905 t.kr. Der foreslås et udbytte på 25,20 kr. pr. bevis i 2015.

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

#### Forventninger til 2016

Det er vores forventning, at 2016 vil byde på en fortsættelse af de udsving, vi har oplevet i det seneste år, og at selskaber inden for forbrug vil stå bedre end markedet generelt. Dog kan enkeltbegivenheder påvirke kortere tidsperioder signifikant. Såfremt der ikke forekommer yderligere markante ændringer i centralbankernes pengepolitik, forventer vi, at foreningens afkast for helåret 2016 ender imellem 0 og 10%. Dog kan afkast på aktier altid opleve væsentlige udsving fra det forventede inden for så kort en tidshorizont.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-169	-18	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	70.594	99.639	Indestående i depotselskab	59.935	14.877
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>70.425</b>	<b>99.621</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	21	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>59.956</b>	<b>14.907</b>
Kapitalandele	407.592	285.866	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	3.721	2.264	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.186.228	2.826.484
Øvrige aktiver/passiver	719	-66	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>3.186.228</b>	<b>2.826.484</b>
3 Handelsomkostninger	4.646	7.818	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>407.386</b>	<b>280.246</b>	Tilgodehavende rente, udbytte m.m..	1.899	2.256
<b>I alt indtægter</b>			Andre tilgodehavender	5.739	5.765
	<b>477.811</b>	<b>379.867</b>	Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	29.083
4 Administrationsomkostninger	49.249	58.608	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.638</b>	<b>37.104</b>
Resultat før skat			<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.253.822</b>	<b>2.878.495</b>
	428.562	321.259	<b>Passiver</b>		
5 Skat	7.657	9.408	7 Medlemmernes formue	3.253.334	2.845.848
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>420.905</b>	<b>311.851</b>	<b>Anden gæld</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			Skyldige omkostninger	488	723
<b>Formuebevægelser</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	31.924
Udlodningsregulering	25.871	-201.645	<b>I alt anden gæld</b>	<b>488</b>	<b>32.647</b>
Overført fra sidste år	713	2.276	<b>Passiver i alt</b>		
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>26.584</b>	<b>-199.369</b>		<b>3.253.822</b>	<b>2.878.495</b>
<b>Til disposition</b>	<b>447.489</b>	<b>112.482</b>	<b>9 Femårsoversigt</b>		
<b>Forslag til anvendelse</b>			8 Foreslået udlodning		
				382.591	437.501
				172	713
				64.726	-325.732
<b>I alt disponeret</b>	<b>447.489</b>	<b>112.482</b>			

Noter							2015	2014
							(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>								
Indestående i pengeinstitutter							-169	-18
<b>I alt renteindtægter</b>							<b>-169</b>	<b>-18</b>
<b>2 Udbytter</b>								
Noterede aktier fra udenlandske selskaber							70.594	99.639
<b>I alt udbytter</b>							<b>70.594</b>	<b>99.639</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>								
Bruttohandelsomkostninger							6.655	15.090
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter							-2.009	-7.272
<b>I alt handelsomkostninger</b>							<b>4.646</b>	<b>7.818</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>								
			<b>2015</b>			<b>2014</b>		
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>		
Honorar til bestyrelse m.v.	0	59	59	0	81	81		
Revisionshonorar	0	30	30	0	37	37		
Andre honorarer til revisorer	8	0	8	0	0	0		
Markedsføringsomkostninger	0	59	59	0	104	104		
Gebyrer til depotselskab	1.782	0	1.782	2.194	0	2.194		
Andre omk. i forb. med formueplejen	43.982	0	43.982	52.185	0	52.185		
Øvrige omkostninger	1	188	189	0	281	281		
Fast administrationshonorar	3.140	0	3.140	3.726	0	3.726		
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>48.913</b>	<b>336</b>	<b>49.249</b>	<b>58.105</b>	<b>503</b>	<b>58.608</b>		
<b>5 Skat</b>								
Ikke refunderbar skat							7.657	9.408
<b>I alt skat</b>							<b>7.657</b>	<b>9.408</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>								
Børsnoterede finansielle instrumenter							97,9%	99,3%
Andre aktiver og passiver							2,1%	0,7%

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



Noter

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Formue fordelt på regioner</b>		
Nordamerika	54%	55%
Europa	34%	34%
Japan	6%	7%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	3%	1%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Cykliske forbrugsgoder	55%	53%
Stabile forbrugsgoder	42%	46%
Andre inklusiv kontanter	3%	1%

7 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.321.755	2.845.848	2.396.779	4.996.550
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		437.501		378.691
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		14.037		24.765
Emissioner i året	243.512	518.639	20.800	39.387
Indløsninger i året	47.051	108.594	1.095.824	2.148.649
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		635
Udlodningsregulering		-25.871		201.645
Overført udlodning fra sidste år		-713		-2.276
Overført udlodning til næste år		172		713
Foreslået udlodning		382.591		437.501
Overført fra resultatopgørelsen		64.726		-325.732
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.518.216</b>	<b>3.253.334</b>	<b>1.321.755</b>	<b>2.845.848</b>

8 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år	713	2.276
Renter og udbytter	70.424	97.806
Ikke refunderbar skat	-7.531	-9.408
Kursgevinster til udlodning	342.535	607.793
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	28.765	-221.055
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>434.906</b>	<b>477.412</b>
Administrationsomkostninger	-49.249	-58.608
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-2.894	19.410
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>382.764</b>	<b>438.214</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	420.905	311.851	934.776	392.864	123.625
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	3.253.334	2.845.848	4.996.550	4.497.168	2.800.212
Cirkulerende andele (stk.)	15.182.160	13.217.550	23.967.790	25.459.420	17.839.430
Indre værdi	214,29	215,31	208,47	176,64	156,97
Udlodning (%)	25,20	33,10	15,80	5,25	0,00
Omkostningsprocent	1,57	1,56	1,57	1,60	1,63
Årets afkast (%)	14,93	12,09	21,23	12,53	4,68
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	970.917	1.533.050	1.684.650	3.177.277	2.221.619
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.012.112	3.880.666	2.120.875	1.836.810	1.613.541
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.983.029	5.413.716	3.805.525	5.014.087	3.835.160
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.009.510	2.804.753	2.521.814	3.539.428	2.745.698
Omsætningshastighed	0,16	0,37	0,26	0,45	0,58
ÅOP	2,05	2,10	2,05	2,28	2,41
Sharpe Ratio	1,08	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	11,01	-	-	-	-
Tracking Error (%)	3,51	-	-	-	-
Active Share (%)	73,30	-	-	-	-
Information Ratio	-0,97	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	18,24	20,05	24,62	17,46	5,05
Sharpe Ratio	1,43	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	10,71	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 06/11/2001

Risikoklasse: 4

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

Fondskode: DK0016112832

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav et afkast på minus 0,03% efter omkostninger mod et afkast på 0,3% for sammenligningsindeks. Ved indgangen til året forventede vi et afkast mellem 4% og 7% ud fra en forventning om en mindre rentestigning i USA og en mindre indsnævring af kreditspændene. Vi nævnte også, at der var et bredt udfaldsrum, da der var mange usikkerhedsfaktorer, herunder råvarepriser, geopolitik og en række landespecifikke risici.

Mens de amerikanske renter steg med 0,2 procentpoint, blev kreditspændet imidlertid udvidet med 0,6 procentpoint for Emerging Markets-stater og 0,7 procentpoint for Emerging Markets-virksomheder. Udvidelsen af kreditspændet var dermed årsagen til, at afkastet blev mindre end forventet. Baggrunden for udvidelsen af kreditspændet var betydelige fald i såvel olie- som råvarepriser. Ud over råvarepriser er Emerging Markets blevet negativt påvirket af udviklingen i Kina. Kombinationen af en centraldirigeret økonomi med en form for markedsøkonomi er måske ikke så robust som antaget. Effekten af en kinesisk opbremsning skal først og fremmest findes uden for Kina, hvor den kinesiske vækstnedgang har ramt råvareproducerende økonomier.

Der har været store forskelle i de absolutte afkast for de enkelte

lande i 2015. I toppen afkastmæssigt har Argentina og Rusland givet over 20% i afkast, mens Columbia og Zambia har givet negative afkast af samme størrelse. Columbia og Zambia er begge råvareproducerende, hvilket kan forklare en del af afkastet her. Rusland er også råvareproducerende, men her er kreditspændene blandt andet indsnævret som reaktion på, at centralbanken løbende har svækket valutaen, kombineret med tegn på, at bunden af recessionen er nået. I Argentina var afkastet en positiv reaktion på præsidentvalget og udsigterne til en ny økonomisk politik.

I forhold til sammenligningsindekset er afkastet blevet negativt påvirket af en undervægt i Ukraine, hvor restruktureringen af gælden i efteråret gav betydeligt bedre vilkår til obligationsejerne, end vi havde forventet. En overvægt i Brasilien og Ægypten bidrog negativt til afkastet. Ligeledes bidrog obligationsudvælgelsen i Hongkong negativt til det relative afkast.

Det relative afkast i afdelingen er blevet positivt påvirket af en overvægt i Argentina, Rusland, De Forenede Emirater og Tyrkiet, mens en undervægt i Columbia ligeledes har bidraget positivt. Overvægten i De Forenede Emirater er sidst på året blevet nedbragt, og afdelingen har halveret sin eksponering til Mellemøsten over året i forbindelse med en løbende reduktion af eksponeringen til råvarer i afdelingen.

Afdelingens formue udgjorde 3.986.638 t.kr. ultimo 2015 mod 4.787.101 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -800.463 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 799.342 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -1.121 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

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

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

#### Forventninger til 2016

Mange Emerging Markets-økonomier har en udfordring, fordi en stor del af det offentlige budget traditionelt har været finansieret af råvareindtægter, ligesom en stor del af væksten er kommet fra eksporten af råvarer. De lave råvarepriser har tvunget landene til tilpasninger nu, og disse er hovedsagligt sket ved, at valutaen og de

lokale renter har korrigeret.

Tilpasningen i kreditter har været langt mindre. Spørgsmålet er, om turen nu er kommet til en større tilpasning af kreditspændet efter den markante udvikling i valuta og renter. Det forventer vi ikke. Det giver mening, at valutaen og de lokale renter tager den største del af tilpasningen, da Emerging Markets har fået en større del af gælden omlagt til lokal valuta og nu i modsætning til tidligere i højere grad har fleksible valutakurser.

Med tilpasningen af valuta og renter forventer vi derfor ikke en større korrektion på kreditspændene i 2016. Med udvidelsen af spændene sidste år er Emerging Markets ikke dyrt prissat ud fra historiske spænd. Med et kreditspænd på over 4% er der prissat meget negativt i Emerging Markets-kreditter. Med moderat stigende amerikanske renter, uændrede til svagt faldende kreditspænd og en kupon på over 6% forventer vi, at afdelingen i 2016 kan give et afkast mellem 1% og 5%.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	248.431	284.045	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>248.431</b>	<b>284.045</b>	Indestående i depotselskab	43.000	78.997
			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>I alt likvide midler</b>	<b>43.030</b>	<b>79.027</b>
Obligationer	335.390	595.070	<b>Obligationer</b>		
Afledte finansielle instrumenter	-523.793	-618.615	Noterede obligationer fra udenlandske		
Valutakonti	-5.380	8.474	udstedere	3.573.338	4.489.247
Øvrige aktiver/passiver	-8	8	Unoterede Obligationer	325.610	277.004
2 Handelsomkostninger	3.110	3.025	<b>I alt obligationer</b>	<b>3.898.948</b>	<b>4.766.251</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-196.901</b>	<b>-18.088</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
			Unoterede afledte finansielle instru-		
<b>I alt indtægter</b>	<b>51.530</b>	<b>265.957</b>	menter	9.061	3.483
3 Administrationsomkostninger	52.651	61.440	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>9.061</b>	<b>3.483</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-1.121</b>	<b>204.517</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodnings-</b>			Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	58.257	65.361
<b>opgørelse</b>			Andre tilgodehavender	139	198
<b>Formuebevægelser</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	832.914	2.011
Udlodningsregulering	36.531	5.903	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>891.310</b>	<b>67.570</b>
Overført fra sidste år	-202.964	5.278	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.842.349</b>	<b>4.916.331</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-166.433</b>	<b>11.181</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Til disposition</b>	<b>-167.554</b>	<b>215.698</b>	6 Medlemmernes formue	3.986.638	4.787.101
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
7 Overført til udlodning næste år	-53.870	-202.964	Unoterede afledte finansielle		
Overført til formue	-113.684	418.662	instrumenter	23.684	121.105
<b>I alt disponeret</b>	<b>-167.554</b>	<b>215.698</b>	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>23.684</b>	<b>121.105</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	1.292	1.105
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	830.735	7.020
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>832.027</b>	<b>8.125</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>4.842.349</b>	<b>4.916.331</b>
			<b>8 Femårsoversigt</b>		

Noter

				2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>					
Indestående i pengeinstitutter				-250	-75
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere				231.261	269.376
Unoterede obligationer				17.014	14.210
Andre aktiver				406	534
<b>I alt renteindtægter</b>				<b>248.431</b>	<b>284.045</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>					
Bruttohandelsomkostninger				3.731	3.756
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-621	-731
<b>I alt handelsomkostninger</b>				<b>3.110</b>	<b>3.025</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>					
			<b>2015</b>		<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	81	81	0	110
Revisionshonorar	0	36	36	0	45
Andre honorarer til revisorer	0	2	2	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	88	88	0	136
Gebyrer til depotselskab	2.508	0	2.508	2.734	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	45.368	0	45.368	53.143	0
Øvrige omkostninger	12	238	250	10	203
Fast administrationshonorar	4.318	0	4.318	5.059	0
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>52.206</b>	<b>445</b>	<b>52.651</b>	<b>60.946</b>	<b>494</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>					
Børsnoterede finansielle instrumenter				89,6%	93,8%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				8,2%	5,8%
Øvrige finansielle instrumenter				-0,4%	-2,5%
Andre aktiver og passiver				2,6%	2,9%

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

Noter		2015		2014	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA			0%		1%
Investment grade A-BBB			45%		50%
Non Investment grade BB-CCC			43%		35%
Ingen rating			9%		15%
Andre inklusiv kontanter			3%		-1%
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år			9%		7%
Varighed 2-5 år			30%		37%
Varighed > 5 år			61%		56%
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>					
		2015		2014	
		(t.kr.)		(t.kr.)	
<b>Aktiv</b>		<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminsforretninger		0	9.061	0	3.483
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>		<b>0</b>	<b>9.061</b>	<b>0</b>	<b>3.483</b>
<b>Passiv</b>					
Valutaterminsforretninger		0	23.684	0	121.105
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>		<b>0</b>	<b>23.684</b>	<b>0</b>	<b>121.105</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>					
		2015		2014	
		Cirk.	Formue-	Cirk.	Formue-
		beviser	værdi	beviser	værdi
Formue primo	7.802.008	4.787.101	8.009.205	5.259.344	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		552.635	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		18.560	
Emissioner i året	349.931	219.092	420.705	257.414	
Indløsninger i året	1.649.738	1.028.184	627.902	401.902	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		9.750		1.803	
Udlodningsregulering		-36.531		-5.903	
Overført udlodning fra sidste år		202.964		-5.278	
Overført udlodning til næste år		-53.870		-202.964	
Overført fra resultatopgørelsen		-113.684		418.662	
<b>Formue ultimo</b>	<b>6.502.201</b>	<b>3.986.638</b>	<b>7.802.008</b>	<b>4.787.101</b>	

Noter

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>		
Udlodning overført fra sidste år	-202.964	5.278
Renter og udbytter	248.394	284.122
Kursgevinster til udlodning	-135.831	-498.267
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	36.531	5.903
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-53.870</b>	<b>-202.964</b>

<b>8 Femårsoversigt</b>	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-1.121	204.517	-228.483	991.885	282.601
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	3.986.638	4.787.101	5.259.344	6.986.740	6.961.900
Cirkulerende andele (stk.)	65.022.010	78.020.080	80.092.050	93.927.760	98.053.910
Indre værdi	61,31	61,36	65,67	74,38	71,00
Udlodning (%)	0,00	0,00	6,90	6,25	7,00
Omkostningsprocent	1,21	1,22	1,20	1,21	1,20
Årets afkast (%)	-0,03	4,02	-3,63	15,63	3,86
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.939.810	2.141.860	1.915.273	3.168.119	3.542.959
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	3.138.770	2.958.223	2.878.679	3.877.277	5.355.854
Værdipapiriomsætning, brutto (t.kr.)	5.078.580	5.100.083	4.793.952	7.045.396	8.898.813
Værdipapiriomsætning, netto (t.kr.)	4.233.759	4.107.252	2.592.458	5.428.537	6.277.442
Omsætningshastighed	0,49	0,41	0,22	0,39	0,40
ÅOP	1,60	1,59	1,51	1,62	1,70
Sharpe Ratio	0,56	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,00	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,02	-	-	-	-
Information Ratio	-0,53	-	-	-	-
<b>Benchmark:</b>					
Afkast (%)	0,25	5,72	-3,41	15,40	4,70
Sharpe Ratio	0,67	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	5,86	-	-	-	-



## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 15/11/2005

Risikoklasse: 4

Benchmark: JP Morgan GBI-EM Global Diversified

Fondskode: DK0060012037

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

Afdelingen gav et afkast efter omkostninger på -5,7% mod et afkast for benchmark på -5,0%. Afkastet ligger under de forventninger, vi havde ved halvårsskiftet. Forskellen i forhold til forventningerne skyldes primært, at valutaerne fortsatte med at svækkes i 2. halvår som følge af et fald i råvarepriserne.

De lokale obligationsmarkeder gav således i gennemsnit et afkast på knap 4%, mens valutaerne gav et negativt afkast på over 8%, selv når der er taget højde for, at den amerikanske dollar blev styrket med næsten 12% overfor den danske krone. Afdelingens gennemsnitlige rente er steget marginalt hen over året til 7,5%, hvilket alt andet lige betyder, at der har været tale om et mindre kursfald på obligationerne. Det positive bidrag til afkastet er derfor primært kommet fra den løbende rente på afdelingens obligationer.

Vi forventer, at der vil ske en stabilisering af valutamarkederne, og dermed at den store tilpasning i nedadgående retning har fundet sted. Vi kan dog ikke udelukke en yderligere svækkelse af Emerging Markets-valutaerne, såfremt der fortsat sker en korrektion på råvaremarkederne. Men med en løbende rente på over 7,5% kan afdelingen godt tåle en del udsving. Udviklingen i den amerikanske

dollar over for den danske krone vil dog også være afgørende for afdelingens afkast.

Det højeste positive bidrag til afdelingens afkast kommer fra en overvægt i Indien skarpt forfulgt af overvægten i Rusland. For Indien er afkastet ligeligt fordelt mellem obligations- og valutaafkast, mens afkastet for Rusland skyldes et markant rentefald. Den russiske rubel er derimod svækket markant som følge af faldet i olieprisen.

Det største negative bidrag til afkastet kommer fra en mindre overvægt i Brasilien, der har været igennem en meget svær økonomisk og politisk periode, hvilket har betydet en massiv depreciering af valutaen. En undervægt i Thailand har også bidraget negativt til afkastet, hvilket skyldes at Thailand har klaret sig godt i et miljø med en styrkelse af USD og en faldende oliepris.

Afdelingens formue udgjorde 1.434.109 t.kr. ultimo 2015 mod 2.033.575 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -599.466 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 462.410 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -137.056 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

#### **Forventninger til 2016**

Vi tror dog ikke, at bevægelserne bliver af samme omfang som 2015. Vi forventer rentefald i Rusland og Indien, og et rentefald i Brasilien kan heller ikke udelukkes. Faldende råvarepriser og svækkede valutaer kan dog ændre på dette billede. Endelig afhænger afkastet også indirekte af kursudviklingen mellem dollar og danske kroner, da mange EM-valutaer handler i forhold til dollaren. Vi forventer fortsat høj volatilitet i de lokale markeder, og det giver en betydelig usikkerhed om det fremtidige afkast. Et forsigtigt skøn vil være et afkast mellem 0 og 4%, men med mulighed for såvel lavere som højere afkast afhængig først og fremmest af valutaudviklingen i Emerging Markets og af udviklingen i den amerikanske dollar.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	132.760	135.103	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>132.760</b>	<b>135.103</b>	Indestående i depotselskab	24.275	63.993
			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>5 I alt likvide midler</b>	<b>24.305</b>	<b>64.023</b>
Obligationer	-238.831	8.870			
Afledte finansielle instrumenter	1.710	1.183	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	-683	759	Noterede obligationer fra udenlandske		
Øvrige aktiver/passiver	32	-82	udstedere	1.263.786	1.773.063
2 Handelsomkostninger	166	814	Unoterede obligationer	109.935	150.716
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-237.938</b>	<b>9.916</b>	<b>5 I alt obligationer</b>	<b>1.373.721</b>	<b>1.923.779</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-105.178</b>	<b>145.019</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
			Unoterede afledte finansielle instru-		
3 Administrationsomkostninger	27.357	26.629	menter	1.171	461
			<b>5,6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>1.171</b>	<b>461</b>
Resultat før skat	-132.535	118.390			
			<b>Andre aktiver</b>		
4 Skat	4.521	1.763	Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	30.758	41.077
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-137.056</b>	<b>116.627</b>	Andre tilgodehavender	4.025	4.532
			Mellemværende vedr. handelsaf-		
<b>Resultatdisponering og udlodnings-</b>			vikling	757	314
<b>opgørelse</b>			Øvrige aktiver	0	4.532
<b>Formuebevægelser</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>35.540</b>	<b>45.923</b>
Udlodningsregulering	8.002	-4.998			
Overført fra sidste år	0	744	<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.434.737</b>	<b>2.034.186</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>8.002</b>	<b>-4.254</b>			
			<b>Passiver</b>		
<b>Til disposition</b>	<b>-129.054</b>	<b>112.373</b>	7 Medlemmernes formue	1.434.109	2.033.575
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
8 Overført til udlodning næste år	-13.018	0	Unoterede afledte finansielle instru-		
Overført til formue	-116.036	112.373	menter	177	0
<b>I alt disponeret</b>	<b>-129.054</b>	<b>112.373</b>	<b>5,6 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>177</b>	<b>0</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	249	608
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	202	3
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>451</b>	<b>611</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>1.434.737</b>	<b>2.034.186</b>
			<b>9 Femårsoversigt</b>		

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-59	97			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		126.633	128.264			
Unoterede obligationer		6.186	6.742			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>132.760</b>	<b>135.103</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		1.332	1.387			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.166	-573			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>166</b>	<b>814</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	38	38	0	43	43
Revisionshonorar	0	22	22	0	24	24
Andre honorarer til revisorer	0	1	1	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	47	47	0	51	51
Gebyrer til depotselskab	2.136	0	2.136	1.955	0	1.955
Andre omk. i forb. med formueplejen	22.911	0	22.911	22.458	0	22.458
Øvrige omkostninger	13	199	212	36	111	147
Fast administrationshonorar	1.990	0	1.990	0	0	1.951
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>27.050</b>	<b>307</b>	<b>27.357</b>	<b>26.400</b>	<b>229</b>	<b>26.629</b>
<b>4 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					4.521	1.763
<b>I alt skat</b>					<b>4.521</b>	<b>1.763</b>
<b>5 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					88,1%	87,2%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked					7,7%	7,4%
Andre aktiver og passiver					4,2%	5,4%

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

Noter		2015		2014	
<b>Kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		2%		2%	
Investment grade A-BBB		90%		87%	
Non Investment grade BB-CCC		5%		3%	
Andre inklusiv kontanter		3%		8%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		10%		12%	
Varighed 2-5 år		40%		47%	
Varighed > 5 år		50%		41%	
<b>6 Afledte finansielle instrumenter</b>					
		2015		2014	
		(t.kr.)		(t.kr.)	
<b>Aktiv</b>		<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminsforretninger		0	71	0	461
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>		<b>0</b>	<b>71</b>	<b>0</b>	<b>461</b>
<b>Passiv</b>		<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminsforretninger		0	177	0	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>		<b>0</b>	<b>177</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>7 Medlemmernes formue</b>					
		2015		2014	
		Cirk.	Formue-	Cirk.	Formue-
		beviser	værdi	beviser	værdi
Formue primo		2.045.373	2.033.575	1.869.353	1.752.250
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser			0		9.347
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning			0		447
Emissioner i året		438.415	463.313	378.991	369.908
Indløsninger i året		954.113	929.405	202.971	197.066
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag			3.682		756
Udlodningsregulering			-8.002		4.998
Overført udlodning fra sidste år			0		-744
Overført udlodning til næste år			-13.018		0
Overført fra resultatopgørelsen			-116.056		112.373
<b>Formue ultimo</b>		<b>1.529.675</b>	<b>1.434.109</b>	<b>2.045.373</b>	<b>2.033.575</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>					
Udlodning overført fra sidste år				0	744
Renter og udbytter				132.740	135.103
Ikke refunderbar skat				-4.521	-1.763
Kursgevinster til udlodning				-149.239	-111.435
Udlodningsregulering ved emission/indløsning				8.002	-4.291
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>				<b>-13.018</b>	<b>18.358</b>
Administrationsomkostninger				0	-17.651
Udlodningsregulering administrationsomkostninger				0	-707
<b>I alt rådighed for udlodning</b>				<b>-13.018</b>	<b>0</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-137.056	116.627	-345.689	264.013	-45.905
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.434.109	2.033.575	1.752.250	2.248.708	2.195.201
Cirkulerende andele (stk.)	15.296.750	20.453.730	18.693.530	19.465.070	20.055.110
Indre værdi	93,75	99,42	93,74	115,53	109,46
Udlodning (%)	0,00	0,00	0,50	5,25	7,25
Omkostningsprocent	1,36	1,37	1,42	1,37	1,35
Årets afkast (%)	-5,68	6,55	-15,04	12,80	-1,61
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	726.812	933.124	1.149.386	1.105.207	1.135.434
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.035.606	677.760	1.215.209	1.177.585	806.959
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.762.417	1.610.884	2.364.594	2.282.792	1.942.393
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	219.078	945.523	865.346	1.845.473	945.162
Omsætningshastighed	0,05	0,24	0,20	0,42	0,21
ÅOP	1,61	1,65	1,71	1,75	1,77
Sharpe Ratio	-0,14	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,91	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,97	-	-	-	-
Information Ratio	-1,71	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-5,02	7,16	-12,92	15,41	0,67
Sharpe Ratio	0,03	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,82	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: 16/01/2006

Risikoklasse: 4

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

Fondskode: DK0060019552

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav et afkast på 0,1% efter omkostninger mod et afkast på 0,3% for sammenligningsindeks. Ved indgangen til året forventede vi et afkast mellem 4% og 7% ud fra en forventning om en mindre rentestigning i USA og en mindre indsnævring af kreditspændene. Vi nævnte også, at der var et bredt udfaldsrum, da der var mange usikkerhedsfaktorer, herunder råvarepriser, geopolitik og en række landespecifikke risici.

Mens de amerikanske renter steg med 0,2 procentpoint, blev kreditspændet imidlertid udvidet med 0,6 procentpoint for Emerging Markets-stater og 0,7 procentpoint for Emerging Markets-virksomheder. Udvidelsen af kreditspændet var dermed årsagen til, at afkastet blev mindre end forventet. Baggrunden for udvidelsen af kreditspændet var betydelige fald i såvel olie- som råvarepriser. Emerging Markets er ligeledes blevet negativt påvirket af udviklingen i Kina. Kombinationen af en centraldirigeret økonomi med en form for markedsøkonomi er måske ikke så robust som antaget. Effekten af en kinesisk opbremsning skal først og fremmest findes uden for Kina, hvor den kinesiske vækstnedgang har ramt råvareproducerende økonomier.

Der har været store forskelle i de absolutte afkast for de enkelte

lande i 2015. I toppen afkastmæssigt har Argentina og Rusland givet over 20% i afkast, mens Columbia og Zambia har givet negative afkast af samme størrelse. Columbia og Zambia er begge råvareproducerende, hvilket kan forklare en del af afkastet her. Rusland er også råvareproducerende, men her er kreditspændene blandt andet indsnævret som reaktion på, at centralbanken løbende har svækket valutaen, kombineret med tegn på, at bunden af recessionen er nået. I Argentina var afkastet en positiv reaktion på præsidentvalget og udsigterne til en ny økonomisk politik.

I forhold til sammenligningsindekset er afkastet blevet negativt påvirket af en undervægt i Ukraine, hvor restruktureringen af gælden i efteråret gav betydeligt bedre vilkår til obligationsejerne, end vi havde forventet. En overvægt i Brasilien og Ægypten bidrog negativt til afkastet. Ligeledes bidrog obligationsudvælgelsen i Hongkong negativt til det relative afkast.

Det relative afkast i afdelingen er blevet positivt påvirket af en overvægt i Argentina, Rusland, De Forenede Emirater og Tyrkiet, mens en undervægt i Columbia ligeledes har bidraget positivt. Overvægten i De Forenede Emirater er sidst på året blevet nedbragt, og afdelingen har halveret sin eksponering til Mellemøsten over året i forbindelse med en løbende reduktion af eksponeringen til råvarer i afdelingen.

Afdelingens formue udgjorde 447.886 t.kr. ultimo 2015 mod 490.585 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -42.699 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 43.393 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 694 t.kr.

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

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

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

#### **Forventninger til 2016**

Mange Emerging Markets-økonomier har en udfordring, fordi en stor del af det offentlige budget traditionelt har været finansieret af råvareindtægter, ligesom en stor del af væksten er kommet fra eksporten af råvarer. De lave råvarepriser har tvunget landene til tilpasninger nu, og disse er hovedsagligt sket ved, at valutaen og de lokale renter har korrigeret.

Tilpasningen i kreditter har været langt mindre. Spørgsmålet er, om turen nu er kommet til en større tilpasning af kreditspændet efter den markante udvikling i valuta og renter. Det forventer vi ikke. Det giver mening, at valutaen og de lokale renter tager den største del af tilpasningen, da Emerging Markets har fået en større del af gælden omlagt til lokal valuta og nu i modsætning til tidligere i højere grad har fleksible valutakurser.

Med tilpasningen af valuta og renter forventer vi derfor ikke en større korrektion på kreditspændene i 2016. Med udvidelsen af spændene sidste år er Emerging Markets ikke dyrt prissat ud fra historiske spænd. Med et kreditspænd på over 4% er der prissat meget negativt i Emerging Markets-kreditter. Med moderat stigende amerikanske renter, uændrede til svagt faldende kreditspænd og en kupon på over 6% forventer vi, at afdelingen i 2016 kan give et afkast mellem 1% og 5%.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	27.536	31.252	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>27.536</b>	<b>31.252</b>	Indestående i depotselskab	1.695	16.771
			Indestående i andre pengeinstitutter	30	27
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>1.725</b>	<b>16.798</b>
Obligationer	35.463	64.897	<b>Obligationer</b>		
Afledte finansielle instrumenter	-57.491	-66.430	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	407.016	456.343
Valutakonti	1.535	812	Unoterede obligationer	32.597	26.863
Øvrige aktiver/passiver	-1	0	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>439.613</b>	<b>483.206</b>
2 Handelsomkostninger	396	381	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-20.890</b>	<b>-1.102</b>	Unoterede afledte finansielle instrumenter	2.358	1.021
			<b>4.5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>2.358</b>	<b>1.021</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>6.646</b>	<b>30.150</b>	<b>Andre aktiver</b>		
3 Administrationsomkostninger	5.952	6.643	Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	6.593	6.833
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>694</b>	<b>23.507</b>	Andre tilgodehavender	16	20
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	192
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.609</b>	<b>7.045</b>
Overført til formue	694	23.507	<b>Aktiver i alt</b>	<b>450.305</b>	<b>508.070</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>694</b>	<b>23.507</b>			
			<b>Passiver</b>		
			6 Medlemmernes formue	447.886	490.585
			<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
			Unoterede afledte finansielle instrumenter	2.261	16.175
			<b>4.5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>2.261</b>	<b>16.175</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	158	175
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.135
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>158</b>	<b>1.310</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>450.305</b>	<b>508.070</b>
			<b>7 Femårsoversigt</b>		

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-38	-6			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		25.804	29.608			
Unoterede obligationer		1.723	1.541			
Andre aktiver		47	109			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>27.536</b>	<b>31.252</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		402	450			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-6	-69			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>396</b>	<b>381</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	9	9	0	12	12
Revisionshonorar	0	13	13	0	14	14
Markedsføringsomkostninger	0	9	9	0	15	15
Gebyrer til depotselskab	244	0	244	296	0	296
Andre omk. i forb. med formueplejen	5.104	0	5.104	5.703	0	5.703
Øvrige omkostninger	12	77	89	0	62	62
Fast administrationshonorar	484	0	484	541	0	541
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>5.844</b>	<b>108</b>	<b>5.952</b>	<b>6.540</b>	<b>103</b>	<b>6.643</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				90,9%		93,0%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				7,3%		5,5%
Øvrige finansielle instrumenter				0,0%		-3,1%
Andre aktiver og passiver				1,8%		4,6%

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

Noter

	2015		2014	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>				
Investment grade AAA-AA		0%		1%
Investment grade A-BBB		45%		48%
Non Investment grade BB-CCC		45%		36%
Ingen rating		8%		15%
Andre inklusiv kontanter		2%		0%
<b>Formue fordelt på varighed</b>				
Varighed 0-2 år		9%		8%
Varighed 2-5 år		30%		35%
Varighed > 5 år		61%		57%
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>		<b>2015</b>		<b>2014</b>
<b>Aktiv</b>	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminsforretninger	0	2.358	0	1.021
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>2.358</b>	<b>0</b>	<b>1.021</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminsforretninger	0	2.261	0	16.175
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>2.261</b>	<b>0</b>	<b>16.175</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		<b>2015</b>		<b>2014</b>
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	322.448	490.585	392.681	573.860
Emissioner i året	387	609	590	924
Indløsninger i året	28.842	44.319	70.823	108.161
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		317		455
Overført fra resultatopgørelsen		694		23.507
<b>Formue ultimo</b>	<b>293.993</b>	<b>447.886</b>	<b>322.448</b>	<b>490.585</b>

Noter

7 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	694	23.507	-26.428	101.006	26.133
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	447.886	490.585	573.860	729.314	656.099
Cirkulerende andele (stk.)	2.939.930	3.224.480	3.926.810	4.817.410	5.017.410
Indre værdi	152,35	152,14	146,14	151,39	130,76
Omkostningsprocent	1,23	1,22	1,21	1,23	1,22
Årets afkast (%)	0,12	4,05	-3,44	15,78	3,66
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	224.474	229.786	211.827	364.639	374.959
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	303.128	356.673	284.101	349.795	593.686
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	527.602	586.458	495.928	714.435	968.645
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	519.790	496.252	288.888	632.137	715.289
Omsætningshastighed	0,54	0,46	0,22	0,45	0,46
ÅOP	1,63	1,61	1,52	1,65	1,74
Sharpe Ratio	0,56	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	6,13	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,09	-	-	-	-
Information Ratio	-0,44	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,25	5,72	-3,41	15,40	4,70
Sharpe Ratio	0,67	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	5,86	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 13/05/2011

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI World High Dividend Yield inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060293538

Porteføljerrådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

det eventuelle udbytte.

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

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

### Afkast og formueudvikling

I 2015 har aktionærerne i afdelingen fået et positivt afkast på 10,4% efter alle omkostninger. Dette er 2,3 procentpoint bedre end afkastet for afdelingens sammenligningsindeks, der i samme periode gav et positivt afkast på 8,1%.

På sektorniveau var IT den sektor, der bidrog mest til det positive merafkast, hvilket primært skyldes investeringerne i Microsoft og Accenture. Det er værd at bemærke, at det positive merafkast er bredt funderet mellem sektorerne, og der har kun været to sektorer (Energi og Telekom), som har bidraget negativt til merafkastet i 2015.

På selskabsniveau var det Svenska Cellulosa (SCA), der gav det højeste afkast på hele 54%. SCA, der producerer bleer og produkter til personlig pleje under mærkerne Libero, Libresse og Tena, har nydt godt af effekterne fra prisstigninger på deres produkter, hvilket har bidraget til en bedre profitabilitet.

Danske Novo Nordisk leverede også et rigtig solidt afkast i 2015, hvor deres nye langtidsvirkende insulin, Tresiba, blev godkendt på det vigtige amerikanske marked. Derudover var amerikanske Microsoft, som vi købte i starten af året, efter de kom med et skuffende regnskab (januar 2015), også et godt bekendtskab, da de leverede et afkast på 42% i 2015.

På den negative side har det rådgivende ingeniørselskab Amec Foster Wheeler været den dårligste aktie med et negativt afkast på 44%. Dette skyldes primært en nedjustering af forventningerne til 2015 (skete i november). Amec reducerede samtidig udbyttet pr. aktie med 50%. Det lavere udbytte skyldtes et opkøb sidste år, hvilket fik gælden til at stige markant. Da der samtidig blev udstedt nye aktier, vurderede ledelsen, at der ikke længere kunne udbetales samme udbytte pr. aktie, hvis også gælden skulle nedbringes. Vi havde

forventet, at selskabet ville "hutle sig igennem" de næste par år med uforandret udbytte, men ingen/marginal nedbringelse af gælden. Selskabet var åbenbart mere opsat på at nedbringe gælden, hvilket set i bakspejlet (med endnu lavere oliepriser nu end i november 2015) nu synes at være en god idé.

Den næst dårligste aktie er også olierelateret, idet Royal Dutch Shell gav et negativt afkast på 21%, hvilket skyldes den faldende oliepris i 2015. Det australske mineselskab Rio Tinto blev presset af faldende jernmalmspriser i 2015, hvilket tyngede afkastet for 2015, der endte på -21%.

Afdelingens formue udgjorde 3.764.863 t.kr. ultimo 2015 mod 2.388.994 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 1.375.869 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 1.376.742 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 205.713 t.kr. Der foreslås et udbytte på 13,40 kr. pr. bevis i 2015.

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

#### Forventninger til 2016

Selskaber, der betaler relativt høje udbytter, besidder karakteristika, der skaber bedre afkast end det brede aktiemarked. Det er veldokumenteret over lange perioder, og vi ser ingen grund til, at dette ikke skulle være tilfældet også fremadrettet. I afdelingen beskæftiger vi os sædvanligvis ikke med at lave specifikke forudsigelser for aktiemarkedet. Når det er sagt, kan man ved at se på fakta få en vis fornemmelse for, hvordan 2016 kunne forme sig.

Det totale afkast på aktier (i %) afhænger i bund og grund af tre faktorer:

- Ændring i prisen pr. krone tjent
- Ændring i indtjening
- Udbytte i % af aktiekurs

De fleste aktieindeks er ved indgangen til 2016 vurderet lidt højere end ved indgangen til 2015 og ligger dermed stadig over de normale gennemsnit. Det er således spørgsmålet, om denne faktor ikke bidrager negativt i 2015.

Væksten i verden er aftagende med Kina som det land, hvor væksten aftager mest. Der er derfor nok ikke udsigt til stor vækst i indtjeningen, set over en bred kam.

Med begrænset udsigt til at aktier bliver "dyrere", og begrænset udsigt til at virksomhederne tjener flere penge, bliver udbytterne desto

vigtigere for det totale afkast.

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

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	-101	-38	<b>Likvide midler</b>		
2 Udbytter	121.479	82.774	Indestående i depotselskab	6.246	4.442
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>121.378</b>	<b>82.736</b>	Indestående i andre pengeinstitutter	17	25
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>6.263</b>	<b>4.467</b>
Kapitalandele	157.910	308.352	<b>Kapitalandele</b>		
Valutakonti	811	-383	Noterede aktier fra danske selskaber	141.871	116.394
Øvrige aktiver/passiver	122	-2	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.606.033	2.262.106
3 Handelsomkostninger	7.184	4.775	<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>3.747.904</b>	<b>2.378.500</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>151.659</b>	<b>303.192</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>I alt indtægter</b>			Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	8.014	3.489
	<b>273.037</b>	<b>385.928</b>	Andre tilgodehavender	4.702	2.918
4 Administrationsomkostninger	56.102	35.157	Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	8.988
<b>Resultat før skat</b>			<b>I alt andre aktiver</b>	<b>12.716</b>	<b>15.395</b>
	<b>216.935</b>	<b>350.771</b>	<b>Aktiver i alt</b>		
5 Skat	11.222	7.577		<b>3.766.883</b>	<b>2.398.362</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>205.713</b>	<b>343.194</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			7 Medlemmernes formue	3.764.863	2.388.994
<b>Formuebevægelser</b>			<b>Anden gæld</b>		
Udlodningsregulering	44.622	-1.043	Skyldige omkostninger	2.020	747
Overført fra sidste år	434	1.696	Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	8.621
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>45.056</b>	<b>653</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.020</b>	<b>9.368</b>
<b>Til disposition</b>			<b>Passiver i alt</b>		
	<b>250.769</b>	<b>343.847</b>		<b>3.766.883</b>	<b>2.398.362</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>9 Femårsoversigt</b>		
8 Foreslået udlodning	349.547	216.640			
Overført til udlodning næste år	1.080	434			
Overført til formue	-99.858	126.773			
<b>I alt disponeret</b>	<b>250.769</b>	<b>343.847</b>			

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-101	-38			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>-101</b>	<b>-38</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra danske selskaber		6.162	3.673			
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		115.317	79.101			
<b>I alt udbytter</b>		<b>121.479</b>	<b>82.774</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		13.741	7.269			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-6.557	-2.494			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>7.184</b>	<b>4.775</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	68	68	0	48	48
Revisionshonorar	0	31	31	0	26	26
Andre honorarer til revisorer	8	2	10	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	64	64	0	58	58
Gebyrer til depotselskab	1.840	0	1.840	1.419	0	1.419
Andre omk. i forb. med formueplejen	50.205	0	50.205	31.169	0	31.169
Øvrige omkostninger	0	300	300	0	212	212
Fast administrationshonorar	3.584	0	3.584	2.225	0	2.225
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>55.637</b>	<b>465</b>	<b>56.102</b>	<b>34.813</b>	<b>344</b>	<b>35.157</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					11.222	7.577
<b>I alt skat</b>					<b>11.222</b>	<b>7.577</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,5%	99,6%
Andre aktiver og passiver					0,5%	0,4%

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



Noter

	2015	2014
<b>Formue fordelt på lande</b>		
USA	57%	43%
Schweiz	10%	14%
Storbritannien	9%	14%
Danmark	4%	5%
Tyskland	4%	6%
Andre inklusiv kontanter	16%	18%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>		
Health Care	20%	23%
Stabile forbrugsgoder	16%	11%
Energi	12%	11%
Cykliske forbrugsgoder	11%	11%
Finans	10%	11%
Andre inklusiv kontanter	31%	33%

7 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.679.382	2.388.994	1.942.419	2.470.251
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		216.640		101.006
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		10.054		13.532
Emissioner i året	1.189.431	1.738.065	134.515	179.051
Indløsninger i året	260.251	363.301	397.552	516.382
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.978		354
Udlodningsregulering		-44.622		1.043
Overført udlodning fra sidste år		-434		-1.696
Overført udlodning til næste år		1.080		434
Foreslået udlodning		349.547		216.640
Overført fra resultatopgørelsen		-99.858		126.773
<b>Formue ultimo</b>	<b>2.608.562</b>	<b>3.764.863</b>	<b>1.679.382</b>	<b>2.388.994</b>

8 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år	434	1.696
Renter og udbytter	121.348	81.284
Ikke refunderbar skat	-12.868	-7.577
Kursgevinster til udlodning	253.193	177.871
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	50.692	-1.134
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>412.799</b>	<b>252.140</b>
Administrationsomkostninger	-56.102	-35.157
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	-6.070	91
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>350.657</b>	<b>217.074</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011*)
Årets nettoresultat (t.kr.)	205.718	343.194	252.355	115.800	55.430
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	3.764.863	2.388.994	2.470.251	1.359.396	824.476
Cirkulerende andele (stk.)	26.085.620	16.793.820	19.424.190	11.782.580	7.888.440
Indre værdi	144,33	142,25	127,17	113,91	104,52
Udlodning (%)	13,40	12,90	5,20	5,00	2,25
Omkostningsprocent	1,59	1,59	1,62	1,65	1,14
Årets afkast (%)	10,35	16,47	14,71	12,77	4,46
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	3.069.910	1.017.243	1.646.422	709.454	830.869
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.844.674	1.393.485	734.254	264.879	60.079
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	4.914.584	2.410.727	2.380.676	974.333	890.948
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.569.310	1.583.569	905.583	487.817	104.680
Omsætningshastighed	0,36	0,36	0,20	0,24	0,15
ÅOP	2,09	2,11	2,05	2,24	1,94
Sharpe Ratio	1,29	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,75	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,30	-	-	-	-
Active Share (%)	65,71	-	-	-	-
Information Ratio	0,22	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	8,06	16,48	16,63	10,94	3,28
Sharpe Ratio	1,22	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	9,89	-	-	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 13.05. - 31.12.2011.

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 2001

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0016109614

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i 2015 et afkast på 0,6%. Afkastet var på linje med forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt, men formentligt positivt afkast. Afkastet var tæt på afkastet på sammenligningsindekset, som gav 0,6%. Afkastet var dermed tilfredsstillende i et år, hvor renterne havde store udsving undervejs, og hvor det generelle billede var let stigende lange renter og faldende korte renter. De faldende korte renter var primært en konsekvens af Nationalbankens rentenedsættelser i begyndelsen af året.

Det var vores forventning ved indgangen til 2015, at såvel inkonverterbare (flex-) som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer i 2015, og den forventning viste sig ikke helt at holde stik. Flex-obligationer holdt i det store hele skindet på næsen og gav et afkast svarende til lignende statsobligationer. Det gjaldt i hvert fald for de to- til treårige flex-obligationer, mens de længere flex-obligationer tabte til statsobligationerne som følge af en udvidelse af rentespændet mellem stats- og flex-obligationer. Konverterbare realkreditobligationer havde et vanskeligt år og leverede ikke det ventede merafkast.

2015 begyndte dramatisk i Danmark, og dramaet var relateret til den danske krone og fastkurspolitikken. Forhistorien var, at Den Europæiske Centralbank (ECB) mod slutningen af 2014 begyndte at varme op til at indlede et opkøbsprogram i statsobligationer med forventet opstart i 1. kvartal 2015. Det gav dybe panderynker i Schweiz, som siden 2011 har forsøgt at holde sin valuta (schweizerfrancen) stabil over for euroen på et niveau svarende til minimum 1,2 schweizerfranc på én euro. I Schweiz er der en meget stor skepsis over for de opkøbsprogrammer, som diverse centralbanker har lanceret siden 2008. I en situation, hvor ECB stod over for at skulle øge sit opkøbsprogram ganske markant, og Schweiz fortsat ville binde sin valuta til euroen, ville det stort set være det samme som at implementere et opkøbsprogram også i Schweiz, men ad bagvejen. Det ville puste centralbankens balance yderligere op på et tidspunkt, hvor den allerede var mere end femdoblet siden 2007.

Konklusionen i Schweiz blev at suspendere bindingen til euroen og

sætte renten ned. I kølvandet på den efterfølgende kraftige stigning i kursen på francen opstod der forventninger om, at Nationalbanken i Danmark kunne finde på noget tilsvarende. Danske investorer trak på den baggrund deres penge hjem, og udenlandske investorer søgte også mod Danmark. Begge dele gav anledning til et opadgående pres på danske kroner, som Nationalbanken imødegik med rentenedsættelser og interventioner. Da presset kulminerede, var den korte danske rente (på tre- til seks måneders skatkammerbeviser) nået ned i omegnen af -2%, og den officielle pengepolitiske rente var sat ned til -0,75%.

Det satte sig også spor ud ad rentekurven, og den tiårige danske statsobligationsrente var tæt på 0%. Realkreditinstitutterne åbnede for 30-årige lån med en kupon ned til 1,5%, og boligejere havde meget travlt med at indfri deres gamle realkreditlån med renter på tre, fire og fem procent. Det gav betydelige indfrielsler til både april- og juliterminen. Det gav også en betydelig udstedelse af lavtforrentede realkreditobligationer, og dermed blev obligationsmarkedet tilført høj rentefølsomhed. I de første tre kvartaler af 2015 lå bruttoudstedelsen af konverterbare realkreditobligationer tæt på 350 mia. DKK, og fratrækker vi konverteringer og udløb, blev der netto udstedt for over 100 mia. DKK i dette segment. Det er det højeste udstedelsesniveau, vi nogensinde har set. Da renterne efterfølgende steg kraftigt, betød det en meget kraftig korrektion i kursen på konverterbare realkreditobligationer, som trak obligationerne op på en merrente til statsobligationer svarende til niveauerne i 2008, da finanskrisen kulminerede.

2. halvår var mere roligt og bød på et generelt faldende renteniveau, som mod afslutningen af 2015 fik yderligere næring af ECB's rentenedsættelse og udvidelse og forlængelse af opkøbsprogrammet, der blev endeligt annonceret i starten af december 2015. I Danmark fik vi gradvist mere normale tilstande på pengemarkedet, og valuta-reserven vendte stort set tilbage til udgangspunktet. Det betød, at pengemarkedet ved årets afslutning inddiskonterede en indsnævring af spændet mellem kronerrenter og eurorenter – en indsnævring som Nationalbankdirektør Lars Rohde også kunne se det fornuftige i, og i øvrigt forventede ville fortsætte i den kommende tid.

Afdelingens formue udgjorde 6.358.620 t.kr. ultimo 2015 mod 7.391.911 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -1.033.291 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 974.980 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 43.386 t.kr. Der foreslås et udbytte på 0,90 kr. pr. bevis i 2015.

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

forhold.

#### Forventninger til 2016

Vi forventer for 2016, at afdelingen vil give et lavt afkast. Udgangspunktet er, som det var det fra starten af de foregående år, meget lave korte obligationsrenter. Den toårige flexrente, som kan opfattes som en toneangivende rente for korte obligationsinvestorer, ligger ultimo 2015 på 0,15%. Det er lidt lavere end ved årets begyndelse, så afkastpotentialet er skrumpet yderligere ind i forhold til årets begyndelse.

Såvel korte flex-obligationer som konverterbare realkreditobligationer forventes i 2016 at levere et merafkast til statsobligationer. I forhold til udgangspunktet ved indgangen til 2015, er de korte flex-obligationer prisfastsat billigere i forhold til statsobligationerne. Merrenten på toårige flex-obligationer er steget fra 0,3 procentpoint primo året til 0,5 procentpoint ultimo. På længere flex-obligationer er merrenten også steget i 2015. En femårig flex-obligation tilbyder nu en merrente på 0,65 procentpoint mod en merrente på 0,4 procentpoint ved årsskiftet.

For konverterbare realkreditobligationer har der været en endnu større reprising i 2015, og de er generelt gunstigt prisfastsat. En del af reprisingen er relateret til implementeringen af den allerede vedtagne kommende regulering og lovgivning, og en del skyldes den meget store udstedelse af konverterbare realkreditobligationer med høj rentefølsomhed i 1. halvår 2015. Investorerne havde svært ved at absorbere denne udstedelse, og det prægede markedet gennem hele 2015. I 2016 vil udstedelsen af konverterbare obligationer med stor sandsynlighed være meget mindre end i 2015. Et forsigtigt bud er, at brutto-udstedelsen af konverterbare obligationer i 2016 vil være omkring 200 mia. DKK mindre end i 2015. Det er isoleret set et argument for en noget mere robust udvikling i prisfastsættelsen af konverterbare obligationer i 2016.

Det er vores forventning, at det generelle rentebillede fortsat er lave renter i Danmark og Euroland. Bortset fra små opadgående justeringer i den pengepolitiske rente i Danmark er det svært at se argumentet for væsentligt højere renter på korte løbetider. Det er fortsat vores forventning, at centralbankerne skal kæmpe hårdere for at få inflationen op end for at holde den nede.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	126.248	161.942	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter</b>	<b>126.248</b>	<b>161.942</b>	Indestående i depotselskab	32.522	64.259
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
Obligationer	-65.272	45.304	<b>I alt likvide midler</b>	<b>32.552</b>	<b>64.289</b>
2 Handelsomkostninger	529	2.533	<b>Obligationer</b>		
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-65.801</b>	<b>42.771</b>	Noterede obligationer fra danske udstedere	6.087.652	7.603.893
<b>I alt indtægter</b>	<b>60.447</b>	<b>204.713</b>	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	185.118	0
3 Administrationsomkostninger	17.061	32.466	<b>I alt obligationer</b>	<b>6.272.770</b>	<b>7.603.893</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>43.386</b>	<b>172.247</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			Tilgodehavende rente, udbytte m.m.	51.215	69.100
<b>Formuebevægelser</b>			Andre tilgodehavender	8	6
Udlodningsregulering	-3.373	1.452	Mellemværende vedr. handelsafvikling	103.655	151.177
Overført fra sidste år	360	757	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>154.878</b>	<b>220.283</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-3.013</b>	<b>2.209</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.460.200</b>	<b>7.888.465</b>
<b>Til disposition</b>	<b>40.373</b>	<b>174.456</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Forslag til anvendelse</b>			5 Medlemmernes formue	6.358.620	7.391.911
6 Foreslået udlodning	63.310	113.450	<b>Anden gæld</b>		
Overført til udlodning næste år	0	360	Skyldige omkostninger	175	1.290
Overført til formue	-22.937	60.646	Mellemværende vedr. handelsafvikling	101.405	495.264
<b>I alt disponeret</b>	<b>40.373</b>	<b>174.456</b>	<b>I alt anden gæld</b>	<b>101.580</b>	<b>496.554</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>6.460.200</b>	<b>7.888.465</b>
			7 Femårsoversigt		

Noter

				2015	2014
				(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>					
Indestående i pengeinstitutter				-424	-127
Noterede obligationer fra danske udstedere				126.658	161.995
Andre renteindtægter				14	74
<b>I alt renteindtægter</b>				<b>126.248</b>	<b>161.942</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>					
Bruttohandelsomkostninger				826	3.271
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter				-297	-738
<b>I alt handelsomkostninger</b>				<b>529</b>	<b>2.533</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>					
			<b>2015</b>		<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	127	127	0	159
Revisionshonorar	0	49	49	0	61
Andre honorarer til revisorer	0	4	4	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	129	129	0	196
Gebyrer til depotselskab	2.463	0	2.463	2.530	0
Andre omk. i forb. med formueplejen	10.021	0	10.021	21.936	0
Øvrige omkostninger	11	207	218	10	270
Fast administrationshonorar	4.050	0	4.050	7.304	0
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>16.545</b>	<b>516</b>	<b>17.061</b>	<b>31.780</b>	<b>686</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>					
Børsnoterede finansielle instrumenter				98,6%	102,9%
Andre aktiver og passiver				1,4%	-2,9%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.					
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA				79%	75%
Investment grade A-BBB				15%	17%
Ingen rating				5%	8%
Andre inklusiv kontanter				1%	0%
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år				49%	50%
Varighed 2-5 år				43%	49%
Varighed > 5 år				8%	1%

Noter

5 Medlemmernes formue	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	8.103.597	7.391.911	7.959.393	7.215.246
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		113.450		127.350
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		11.753		4.209
Emissioner i året	759.362	684.647	573.460	519.178
Indløsninger i året	1.828.562	1.661.871	429.256	391.634
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		2.244		15
Udlodningsregulering		3.373		-1.452
Overført udlodning fra sidste år		-360		-757
Overført udlodning til næste år		0		360
Foreslået udlodning		63.310		113.450
Overført fra resultatopgørelsen		-22.937		60.646
<b>Formue ultimo</b>	<b>7.034.397</b>	<b>6.358.620</b>	<b>8.103.597</b>	<b>7.391.911</b>

6 Til rådighed for udlodning				
Udlodning overført fra sidste år			360	757
Renter og udbytter			126.235	162.069
Kursgevinster til udlodning			-45.351	-18.002
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-4.666	1.869
Frivillig udlodning			2.500	0
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>79.078</b>	<b>146.693</b>
Administrationsomkostninger			-17.061	-32.466
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			1.293	-417
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>63.310</b>	<b>113.810</b>

7 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	43.386	172.247	95.636	113.909	163.334
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	6.358.620	7.391.911	7.215.246	6.105.962	4.189.341
Cirkulerende andele (stk.)	70.343.970	81.035.970	79.593.930	66.933.080	45.498.860
Indre værdi	90,39	91,22	90,65	91,22	92,08
Udlodning (%)	0,90	1,40	1,60	2,00	2,75
Omkostningsprocent	0,25	0,45	0,45	0,46	0,45
Årets afkast (%)	0,63	2,41	1,59	2,10	3,71
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	2.468.615	3.823.775	3.614.021	3.126.410	2.054.661
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	3.733.640	3.526.703	2.460.944	3.968.315	2.070.510
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	6.202.255	7.350.478	6.074.965	7.094.726	4.125.170
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	3.971.336	5.693.088	4.046.247	5.664.997	2.379.645
Omsætningshastighed	0,28	0,39	0,31	0,51	0,27
ÅOP	0,33	0,64	0,63	0,66	0,62
Sharpe Ratio	1,83	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	0,95	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,79	-	-	-	-
Information Ratio	1,46	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,55	0,63	-0,19	0,61	3,00
Sharpe Ratio	0,49	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,20	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: 01/04/2008

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0060130318

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2015 et afkast på 0,3%. Afkastet var på linje med forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt, men formentligt positivt afkast. Afkastet var lidt under afkastet på sammenligningsindekset, som gav 0,6%. Afkastet var dermed ikke helt tilfredsstillende i et år, hvor renterne havde store udsving undervejs, og hvor det generelle billede var let stigende lange renter og faldende korte renter. De faldende korte renter var primært en konsekvens af Nationalbankens rentenedsættelser i begyndelsen af året.

Det var vores forventning ved indgangen til 2015, at såvel inkonverterbare (flex-) som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer i 2015, og den forventning viste sig ikke helt at holde stik. Flex-obligationer holdt i det store hele skindet på næsen og gav et afkast svarende til lignende statsobligationer. Det gjaldt i hvert fald for de to- til treårige flex-obligationer, mens de længere flex-obligationer tabte til statsobligationerne som følge af en udvidelse af rentespændet mellem stats- og flex-obligationer. Konverterbare realkreditobligationer havde et vanskeligt år og leverede ikke det ventede merafkast.

2015 begyndte dramatisk i Danmark, og dramaet var relateret til den danske krone og fastkurspolitikken. Forhistorien var, at Den Europæiske Centralbank (ECB) mod slutningen af 2014 begyndte at varme op til at indlede et opkøbsprogram i statsobligationer med forventet opstart i 1. kvartal 2015. Det gav dybe panderynker i Schweiz, som siden 2011 har forsøgt at holde sin valuta (schweizerfrancen) stabil over for euroen på et niveau svarende til minimum 1,2 schweizerfranc på én euro. I Schweiz er der en meget stor skepsis over for de opkøbsprogrammer, som diverse centralbanker har lanceret siden 2008. I en situation, hvor ECB stod over for at skulle øge sit opkøbsprogram ganske markant, og Schweiz fortsat ville binde sin valuta til euroen, ville det stort set være det samme som at implementere et opkøbsprogram også i Schweiz, men ad bagvejen. Det ville puste centralbankens balance yderligere op på et tidspunkt, hvor den allerede var mere end femdoblet siden 2007.

Konklusionen i Schweiz blev at suspendere bindingen til euroen og sætte renten ned. I kølvandet på den efterfølgende kraftige stigning



i kursen på francen opstod der forventninger om, at Nationalbanken i Danmark kunne finde på noget tilsvarende. Danske investorer trak på den baggrund deres penge hjem og udenlandske investorer søgte også mod Danmark. Begge dele gav anledning til et opadgående pres på danske kroner, som Nationalbanken imødegik med rentenedsættelser og interventioner. Da presset kulminerede, var den korte danske rente (på tre- til seks måneders skatkammerbeviser) nået ned i omegnen af -2%, og den officielle pengepolitiske rente var sat ned til -0,75%.

Det satte sig også spor ud ad rentekurven, og den tiårige danske statsobligationsrente var tæt på 0%. Realkreditinstitutterne åbnede for 30-årige lån med en kupon ned til 1,5%, og boligejere havde meget travlt med at indfri deres gamle realkreditlån med renter på tre, fire og fem procent. Det gav betydelige indfrielse til både april- og juliterminen. Det gav også en betydelig udstedelse af lavtforrentede realkreditobligationer, og dermed blev obligationsmarkedet tilført høj rentefølsomhed. I de første tre kvartaler af 2015 lå bruttoudstedelsen af konverterbare realkreditobligationer tæt på 350 mia. DKK, og fratrækker vi konverteringer og udløb, blev der netto udstedt for over 100 mia. DKK i dette segment. Det er det højeste udstedelsesniveau, vi nogensinde har set. Da renterne efterfølgende steg kraftigt, betød det en meget kraftig korrektion i kursen på konverterbare realkreditobligationer, som trak obligationerne op på en merrente til statsobligationer svarende til niveauerne i 2008, da finanskrisen kulminerede.

2. halvår var mere roligt og bød på et generelt faldende renteniveau, som mod afslutningen af 2015 fik yderligere næring af ECB's rentenedsættelse og udvidelse og forlængelse af opkøbsprogrammet, der blev endeligt annonceret i starten af december 2015. I Danmark fik vi gradvist mere normale tilstande på pengemarkedet, og valutareserven vendte stort set tilbage til udgangspunktet. Det betød, at pengemarkedet ved årets afslutning inddiskonterede en indsnævring af spændet mellem kronerenter og eurorenter – en indsnævring som Nationalbankdirektør Lars Rohde også kunne se det fornuftige i, og i øvrigt forventede ville fortsætte i den kommende tid.

Afdelingens formue udgjorde 436.409 t.kr. ultimo 2015 mod 433.292 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 3.117 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 1.723 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 1.394 t.kr.

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

#### Forventninger til 2016

Vi forventer for 2016, at afdelingen vil give et lavt afkast. Udgangspunktet er, som det var det fra starten af de foregående år, meget lave korte obligationsrenter. Den toårige flexrente, som kan opfattes som en toneangivende rente for korte obligationsinvestorer, ligger ultimo 2015 på 0,15%. Det er lidt lavere end ved årets begyndelse, så afkastpotentialet er skrumpet yderligere ind i forhold til årets begyndelse.

Såvel korte flex-obligationer som konverterbare realkreditobligationer forventes i 2016 at levere et merafkast til statsobligationer. I forhold til udgangspunktet ved indgangen til 2015, er de korte flex-obligationer prisfastsat billigere i forhold til statsobligationerne. Merrenten på toårige flex-obligationer er steget fra 0,3 procentpoint primo året til 0,5 procentpoint ultimo. På længere flex-obligationer er merrenten også steget i 2015. En femårig flex-obligation tilbyder nu en merrente på 0,65 procentpoint mod en merrente på 0,4 procentpoint ved årsskiftet.

For konverterbare realkreditobligationer har der været en endnu større reprising i 2015, og de er generelt gunstigt prisfastsat. En del af reprisingen er relateret til implementeringen af den allerede vedtagne kommende regulering og lovgivning, og en del skyldes den meget store udstedelse af konverterbare realkreditobligationer med høj rentefølsomhed i 1. halvår 2015. Investorerne havde svært ved at absorbere denne udstedelse, og det prægede markedet gennem hele 2015. I 2016 vil udstedelsen af konverterbare obligationer med stor sandsynlighed være meget mindre end i 2015. Et forsigtigt bud er, at brutto-udstedelsen af konverterbare obligationer i 2016 vil være omkring 200 mia. DKK mindre end i 2015. Det er isoleret set et argument for en noget mere robust udvikling i prisfastsættelsen af konverterbare obligationer i 2016.

Det er vores forventning, at det generelle rentebillede fortsat er lave renter i Danmark og Euroland. Bortset fra små opadgående justeringer i den pengepolitiske rente i Danmark er det svært at se argumentet for væsentligt højere renter på korte løbetider. Det er fortsat vores forventning, at centralbankerne skal kæmpe hårdere for at få inflationen op end for at holde den nede.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	7.433	9.070
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.433</b>	<b>9.070</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	-4.865	-355
2 Handelsomkostninger	21	196
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-4.886</b>	<b>-551</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>2.547</b>	<b>8.519</b>
3 Administrationsomkostninger	1.153	1.998
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>1.394</b>	<b>6.521</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
Overført til formue	1.394	6.521
<b>I alt disponeret</b>	<b>1.394</b>	<b>6.521</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	5.733	320
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>5.763</b>	<b>350</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	405.654	445.500
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	20.807	0
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>426.461</b>	<b>445.500</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	3.452	3.413
Andre tilgodehavender	0	1
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.820	5.039
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>9.272</b>	<b>8.453</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>441.496</b>	<b>454.303</b>
<b>Passiver</b>		
5 Medlemmernes formue	436.409	433.292
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	17	59
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.070	20.952
<b>I alt anden gæld</b>	<b>5.087</b>	<b>21.011</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>441.496</b>	<b>454.303</b>

6 Femårsoversigt

Noter		2015	2014
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-36	-25
Noterede obligationer fra danske udstedere		7.469	9.095
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>7.433</b>	<b>9.070</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		23	226
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-2	-30
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>21</b>	<b>196</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	8	8
Revisionshonorar	0	13	13
Markedsføringsomkostninger	0	8	8
Gebyrer til depotselskab	141	0	141
Andre omk. i forb. med formueplejen	652	0	652
Øvrige omkostninger	12	64	76
Fast administrationshonorar	255	0	255
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>1.060</b>	<b>93</b>	<b>1.153</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		1.906	92
			1.998
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		97,7%	102,8%
Andre aktiver og passiver		2,3%	-2,8%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.			
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>			
Investment grade AAA-AA		79%	67%
Investment grade A-BBB		15%	22%
Ingen rating		4%	10%
Andre inklusiv kontanter		2%	1%
<b>Formue fordelt på varighed</b>			
Varighed 0-2 år		58%	46%
Varighed 2-5 år		38%	54%
Varighed > 5 år		4%	0%

Noter

5 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	357.693	433.292	362.891	433.102
Emissioner i året	19.107	23.149	8.502	10.272
Indløsninger i året	17.663	21.485	13.700	16.608
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		59		5
Overført fra resultatopgørelsen		1.394		6.521
<b>Formue ultimo</b>	<b>359.137</b>	<b>436.409</b>	<b>357.693</b>	<b>433.292</b>

6 Femårsoversigt

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	1.394	6.521	4.319	6.307	25.545
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	436.409	433.292	433.102	328.246	396.849
Cirkulerende andele (stk.)	3.591.370	3.576.930	3.628.910	2.782.280	3.424.280
Indre værdi	121,52	121,14	119,35	117,98	115,89
Omkostningsprocent	0,27	0,46	0,47	0,47	0,47
Årets afkast (%)	0,31	1,49	1,17	1,80	3,53
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	139.047	259.538	247.163	191.427	363.032
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	153.199	236.917	143.503	290.270	862.509
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	292.246	496.455	390.666	481.697	1.225.541
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	263.503	430.399	262.853	430.297	521.090
Omsætningshastighed	0,31	0,49	0,35	0,59	0,32
ÅOP	0,29	0,66	0,65	0,67	0,64
Sharpe Ratio	1,37	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	0,96	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,74	-	-	-	-
Information Ratio	0,99	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,55	0,63	-0,19	0,61	3,00
Sharpe Ratio	0,49	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	1,20	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 2001

Risikoklasse: 3

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM6

Fondskode: DK0016109531

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2015 et afkast på -0,1%. Afkastet var på linje med forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt afkast. Afkastet lå lidt under afkastet på sammenligningsindekset, som var 0,2%. Afkastet var dermed i relative termer ikke helt tilfredsstillende, og det kan primært føres tilbage til, at realkreditobligationer samlet set havde et noget udfordrende år.

Det var vores forventning ved indgangen til 2015, at såvel inkonverterbare (flex-) som konverterbare realkreditobligationer ville levere et merafkast til statsobligationer i 2015, og den forventning viste sig ikke helt at holde stik. Korte flex-obligationer holdt i det store hele skindet på næsen og gav et afkast svarende til lignende statsobligationer, mens de længere flex-obligationer tabte til statsobligationerne som følge af en udvidelse af rentespændet mellem stats- og flex-obligationer.

Konverterbare realkreditobligationer havde et vanskeligt år og leverede ikke det ventede merafkast. Vi beskrev i forventningerne til 2015, da vi nedfældede dem for et år siden, hvordan kombinationen af store ekstraordinære indfrielse og dermed også en betydelig udstedelse af lavtforrentede obligationer kunne skabe en situation, hvor investorerne i dansk realkredit ville have svært ved at absorbere de mange lange realkreditobligationer, der ville komme på markedet. Det ledte os til den konklusion, at: "realkreditobligationer i hvert fald i perioder af 2015 vil have svært ved at matche statsobligationerne afkastmæssigt". Det var det billede, vi så i 1. halvår 2015, men vi havde undervurderet styrken af udstedelsen og dermed også af de konsekvenser, den havde for realkreditmarkedet. For at forstå hvorfor reaktionen blev så voldsom, er det nødvendigt at kigge nærmere på de begivenheder i starten af 2015, som i høj grad kom til at definere 2015 på det danske obligationsmarked.

2015 begyndte dramatisk i Danmark, og dramaet var relateret til den danske krone og fastkurspolitikken. Forhistorien var, at Den Europæiske Centralbank (ECB) mod slutningen af 2014 begyndte at varme op til at indlede et opkøbsprogram i statsobligationer med

forventet opstart i 1. kvartal 2015. Det gav dybe panderynker i Schweiz, som siden 2011 har forsøgt at holde sin valuta (schweizerfrancen) stabil over for euroen på et niveau svarende til minimum 1,2 schweizerfranc på én euro. I Schweiz er der en meget stor skepsis over for de opkøbsprogrammer, som diverse centralbanker har lanceret siden 2008. I en situation hvor ECB stod over for at skulle øge sit opkøbsprogram ganske markant, og Schweiz fortsat ville binde sin valuta til euroen, ville det stort set være det samme som at implementere et opkøbsprogram også i Schweiz, men ad bagvejen. Det ville puste centralbankens balance yderligere op på et tidspunkt, hvor den allerede var mere end femdoblet siden 2007.

Konklusionen i Schweiz blev at suspendere bindingen til euroen og sætte renten ned. I kølvandet på den efterfølgende kraftige stigning i kursen på francen opstod der forventninger om, at Nationalbanken i Danmark kunne finde på noget tilsvarende. Danske investorer trak på den baggrund deres penge hjem, og udenlandske investorer søgte også mod Danmark. Begge dele gav anledning til et opadgående pres på danske kroner, som Nationalbanken imødegik med rentenedsættelser og interventioner. Da presset kulminerede, var den korte danske rente (på tre- til seks måneders skatkammerbeviser) nået ned i omegnen af -2%, og den officielle pengepolitiske rente var sat ned til -0,75%.

Det satte sig også spor ud ad rentekurven, og den tiårige danske statsobligationsrente var tæt på 0%. Realkreditinstitutterne åbnede for 30-årige lån med en kupon ned til 1,5%, og boligejerne havde meget travlt med at indfri deres gamle realkreditlån med renter på tre, fire og fem procent. Det medførte betydelige indfrielse til både april- og juliterminen. Det medførte også en betydelig udstedelse af lavtforrentede realkreditobligationer, og dermed blev obligationsmarkedet tilført høj rentefølsomhed. I de første tre kvartaler af 2015 lå bruttoudstedelsen af konverterbare realkreditobligationer tæt på 350 mia. DKK, og fratrækker vi konverteringer og udløb, blev der netto udstedt for over 100 mia. DKK i dette segment. Det er det højeste udstedelsesniveau, vi nogensinde har set, og et niveau, som var vanskeligt at fordøje for investorerne i det danske realkreditobligationsmarked.

Da renterne efterfølgende steg kraftigt, medførte det derfor en meget kraftig korrektion i kursen på konverterbare realkreditobligationer, hvilket trak obligationerne op på en merrente til statsobligationer svarende til niveauerne i 2008, da finanskrisen kulminerede.

2. halvår var mere roligt og bød på et let faldende renteniveau, og rentefaldet fik mod afslutningen af 2015 yderligere næring af ECB's rentenedsættelse samt udvidelse og forlængelse af opkøbsprogrammet, som blev endeligt annonceret i starten af december 2015. I Danmark fik vi gradvist mere normale tilstande på pengemarkedet, og valutareserven vendte stort set tilbage til udgangspunktet. Det betød, at pengemarkedet ved årets afslutning inddiskonterede en

indsnævring af spændet mellem kronerenter og euroenter – en inds-nævring, som Nationalbankdirektør Lars Rohde også kunne se det fornuftige i, og i øvrigt forventede ville fortsætte i den kommende tid.

Afdelingens formue udgjorde 6.634.459 t.kr ultimo 2015 mod 4.267.907 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 2.366.552 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 2.500.120 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 8.932 t.kr. Der foreslås et udbytte på 3,30 kr. pr. bevis i 2015.

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

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

#### Forventninger til 2016

Vi forventer for 2016, at afdelingen vil give et lavt afkast, men med mulighed for store udsving i forhold til denne prognose. Meget af risikoen i 2016 er relateret til råvarepriser og den globale vækst, og det er muligt at tegne realistiske scenarier for renteutviklingen på lange obligationer, der spænder fra et pænt positivt afkast til et betydeligt negativt afkast. Udgangspunktet er, som det var det fra starten af de foregående år, lave obligationsrenter. Den femårige flexrente, som kan opfattes som en toneangivende rente for mellem-lange obligationsinvestorer, ligger ultimo 2015 på 0,75%. Det er lidt højere end ved årets begyndelse, så afkastpotentialet er lidt bedre end ved årets begyndelse. Vender vi blikket mod de konverterbare realkreditobligationer, er billedet endnu mere tydeligt. De toneangivende 30-årige obligationer ligger i snit 3½-4 kurspoint lavere end ultimo 2014, og afkastpotentialet fra dette segment synes derfor både større og mere robust end ved indgangen til 2015.

En del af reprisningen af konverterbare obligationer er relateret til implementeringen af den allerede vedtagne regulering og lovgivning, mens en del skyldes den meget store udstedelse af konverterbare realkreditobligationer med høj rentefølsomhed i 1. halvår 2015. I 2016 vil udstedelsen af konverterbare obligationer med stor sandsynlighed være meget mindre end i 2015. Et forsigtigt bud er, at brutto-udstedelsen af konverterbare obligationer i 2016 vil være omkring 200 mia. DKK mindre end i 2015. Det er isoleret set et argument for en noget mere robust udvikling i prisfastsættelsen af konverterbare obligationer i 2016.

Det er vores forventning, at det generelle rentebillede fortsat er lave korte renter i Danmark og Euroland. Bortset fra små opadgående justeringer i den pengepolitiske rente i Danmark er det svært at se argumentet for væsentligt højere renter på korte løbetider. Det er fortsat vores forventning, at centralbankerne skal kæmpe hårdere for

at få inflationen op end for at holde den nede. På længere løbetider er der, som tidligere beskrevet, en væsentligt større usikkerhed, men efter vores opfattelse er der større risiko for stigende end faldende renter herfra.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	105.119	111.596
<b>I alt renter</b>	<b>105.119</b>	<b>111.596</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	-67.485	292.695
2 Handelsomkostninger	222	1.037
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-67.707</b>	<b>291.658</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>37.412</b>	<b>403.254</b>
3 Administrationsomkostninger	28.480	23.834
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>8.932</b>	<b>379.420</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	82.307	8.213
Overført fra sidste år	0	1.702
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>82.307</b>	<b>9.915</b>
<b>Til disposition</b>	<b>91.239</b>	<b>389.335</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
6 Foreslået udlodning	224.150	167.931
Overført til udlodning næste år	4.303	0
Overført til formue	-137.214	221.404
<b>I alt disponeret</b>	<b>91.239</b>	<b>389.335</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	11.940	44.107
Indestående i andre pengeinstitutter	30	26
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>11.970</b>	<b>44.133</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.709.593	4.367.993
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	802.365	46.237
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>6.511.958</b>	<b>4.414.230</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	45.616	35.841
Mellemværende vedr. handelsafvikling	68.140	0
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>113.756</b>	<b>35.841</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.637.684</b>	<b>4.494.204</b>
<b>Passiver</b>		
5 Medlemmernes formue	6.634.459	4.267.907
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	3.206	1.634
Mellemværende vedr. handelsafvikling	19	224.663
<b>I alt anden gæld</b>	<b>3.225</b>	<b>226.297</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.637.684</b>	<b>4.494.204</b>

7 Femårsoversigt



Noter		2015	2014
		(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>			
Indestående i pengeinstitutter		-707	-152
Noterede obligationer fra danske udstedere		105.008	108.491
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		818	936
Andre aktiver		0	2.321
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>105.119</b>	<b>111.596</b>
<b>2 Handelsomkostninger</b>			
Bruttohandelsomkostninger		536	1.549
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-314	-512
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>222</b>	<b>1.037</b>
<b>3 Administrationsomkostninger</b>			
		<b>2015</b>	<b>2014</b>
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	87	87
Revisionshonorar	0	36	36
Andre honorarer til revisorer	0	3	3
Markedsføringsomkostninger	0	72	72
Gebyrer til depotselskab	2.294	0	2.294
Andre omk. i forb. med formueplejen	21.136	0	21.136
Øvrige omkostninger	0	161	161
Fast administrationshonorar	4.691	0	4.691
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>28.121</b>	<b>359</b>	<b>28.480</b>
		<b>direkte</b>	<b>fælles</b>
		<b>i alt</b>	<b>i alt</b>
		23.439	395
			23.834
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>			
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,2%	103,4%
Andre aktiver og passiver		1,8%	-3,4%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.			
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>			
Investment grade AAA-AA		94%	88%
Investment grade A-BBB		3%	5%
Ingen rating		1%	6%
Andre inklusiv kontanter		2%	1%
<b>Formue fordelt på varighed</b>			
Varighed 0-2 år		14%	23%
Varighed 2-5 år		26%	38%
Varighed > 5 år		60%	39%

Noter

5 Medlemmernes formue	2015		2014		
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi	
Formue primo	4.198.286	4.267.907	3.783.225	3.631.132	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		167.931		147.546	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		25.431		2.002	
Emissioner i året	3.284.134	3.207.495	597.699	582.546	
Indløsninger i året	690.010	711.299	182.638	179.891	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		3.924		244	
Udlodningsregulering		-82.307		-8.213	
Overført udlodning fra sidste år		0		-1.702	
Overført udlodning til næste år		4.303		0	
Foreslået udlodning		224.150		167.931	
Overført fra resultatopgørelsen		-137.214		221.404	
<b>Formue ultimo</b>	<b>6.792.410</b>	<b>6.634.459</b>	<b>4.198.286</b>	<b>4.267.907</b>	
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>					
Udlodning overført fra sidste år			0	1.702	
Renter og udbytter			105.119	111.748	
Kursgevinster til udlodning			69.507	69.692	
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			94.416	9.546	
Frivillig udlodning			0	410	
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>269.042</b>	<b>193.098</b>	
Administrationsomkostninger			-28.480	-23.834	
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-12.109	-1.333	
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>228.453</b>	<b>167.931</b>	
<b>7 Femårsoversigt</b>					
	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	8.932	379.420	-15.957	201.786	285.233
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	6.634.459	4.267.907	3.631.132	3.734.871	3.769.435
Cirkulerende andele (stk.)	67.924.100	41.982.860	37.832.250	36.586.120	37.370.540
Indre værdi	97,67	101,66	95,98	102,08	100,87
Udlodning (%)	3,30	4,00	3,90	5,75	3,50
Omkostningsprocent	0,61	0,61	0,61	0,63	0,63
Årets afkast (%)	-0,08	10,24	-0,39	4,84	10,46
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	4.322.465	1.975.759	1.791.425	3.737.002	2.953.900
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	2.156.715	1.439.457	1.864.255	3.926.978	1.641.526
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	6.479.180	3.415.216	3.655.680	7.663.979	4.595.426
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.682.148	2.287.206	2.667.384	3.733.993	2.533.255
Omsætningshastighed	0,29	0,29	0,36	0,44	0,45
ÅOP	0,72	0,82	0,82	0,85	0,85
Sharpe Ratio	1,13	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,94	-	-	-	-
Tracking Error (%)	2,00	-	-	-	-
Information Ratio	0,19	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,24	8,06	-2,52	3,86	13,63
Sharpe Ratio	0,78	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	5,22	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 21/12/2006

Risikoklasse: 5

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

Fondskode: DK0060053734

Porteføljeraådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav i 2. halvår et afkast på -11,8%, mens sammenligningsindekset faldt 9,1%. Det var en periode med negative afkast for de fleste aktiemarkeder, særligt i Emerging Markets, og der var dermed tale om en fortsættelse af de seneste års tendens, hvor aktiemarkederne i de mest udviklede lande klarer sig bedre end i de mindre udviklede lande. For hele 2015 gav afdelingen et afkast på -5,8%, mens afkastet for sammenligningsindekset i samme periode var -4,2%.

Årsagerne til den negative udvikling var flere, men de kan samlet rubriceres som lavere risikovillighed hos investorer efter flere år med bedre afkast i de relativt sikre markeder i Vesteuropa og USA, mens gruppen af udviklingslande har været presset af flere forhold: USA's mangeårige lempelige pengepolitik vendes nu til stramninger med mulig global afsmitning på renteniveauerne; Kinas vækstlokomotiv aftager nu i styrke; geopolitiske spændinger præger Mellemøsten; det store prisfald på olie og råvarer, som svækker det økonomiske råderum for en del udviklingslande, der endnu primært har sine eksportindtægter fra råvarer, samt en heraf afledt risiko for devalueringer af valutaer i udviklingslandene.

Da vi i slutningen af 2014 gav vores vurdering af udsigterne for Frontier-aktiemarkederne i 2015, fokuserede vi på risikoen for, at olieprisfaldet kunne destabilisere nogle af de råvarebaserede økonomier i vores investeringsunivers. Vi var dog moderat positive, da vi mente, at modgående positive effekter fra andre lande i økonomisk ekspansion – understøttet af investeringer og et stigende forbrug – ville dominere. Denne vurdering holdt ikke stik. Forklaringerne har vi allerede nævnt ovenfor, men en særlig negativ faktor var det store olieprisfald fra ca. 60 USD i starten af 2015 til ca. 37 USD sidst i 2015. Dette fald på over 30%, som fulgte et endnu større fald året før, satte en række lande i økonomisk spændetrøje og gav stor usikkerhed om både vækst og valutakursstabilitet fremadrettet. I nogle af disse lande, herunder Nigeria

og Saudi Arabien, har vi været investeret, og disse investeringer står for en stor del af afdelingens negative udvikling i den forgangne periode. I begge lande har vi afholdt os fra at investere i energiaktier for i stedet at fokusere på vækstsektorer i den bredere økonomi. Denne strategi har dog vist sig ikke at yde nogen beskyttelse mod de generelle markedstendenser, som olieprisfaldet har forårsaget.

Et andet negativt bidrag skyldes et udfordrende aktiemarked i Argentina. Landet havde præsidentvalg i efteråret, og to kandidater stod stort set lige i meningsmålingerne op til valget. Aktiemarkedet bevægede sig derfor i ekstreme hop og fald over denne periode, særligt med en markant stigning dagen efter første valgrunde i oktober, hvor markedet hoppede med godt 20% før åbning. Vi havde fastholdt en undervægt (særligt i bankaktierne), indtil resultatet af første runde var kendt, hvorfor vores timing omkring de store udsving ikke var optimal. Vores forsøg på at fastholde et langsigtet fokus har således været i modvind. På baggrund af valgresultaterne øgede vi porteføljevægten i Argentina til neutralvægt fordelt på et landbrugsselskab, en bank med stor forankring i de regionale økonomier samt det nationale olieselskab YPF. YPF (afdelingens eneste olieaktie) endte med at falde 40% (kroneafkast) for året pga. generel skepsis over for oliesektoren på trods af favorable lokale energipriser og bidrog derfor negativt til vores afkast. Den nyvalgte præsident, Mauricio Macri, har iværksat gennemgribende reformer af den argentinske økonomi, herunder en liberalisering af valutamarkedet, som i december førte til en 33% devaluering af den officielle valutakurs over for USD. De nye vinde ventes særligt at begunstige den argentinske landbrugssektor og de regionale økonomier.

Positive bidrag til afdelingens merafkast i perioden kom primært fra aktievalg i og allokering til Sydøstasien, hvor godt en tredjedel af afdelingen er investeret. Bedste aktiebidrag kom fra Vietnam Dairy Products – afdelingens største aktievægt – der steg 37% (kroneafkast). Ud over Vietnam bidrog aktievalg især i Pakistan og Bangladesh positivt. Særligt Pakistan er udtryk for en investeringsstrategi, der har virket positivt i 2015. Foranlediget af gode indtryk fra et besøg i landet i begyndelsen af 2015, besluttede vi os for at øge afdelingens eksponering til landet.

Afdelingens formue udgjorde 1.072.585 t.kr. ultimo 2015 mod 1.764.650 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -692.065 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsning for i alt 627.707 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -64.358 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

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

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

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

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

#### Forventninger til 2016

Vi ser ret usensartede udsigter for vores vækstmarkeder i Asien, hvor omtrent 35% af afdelingen er investeret, og for olieafhængige Mellemosten, hvor kun ca. 12% er investeret. Vi har ingen forventning om, at olieprisen vender tilbage til forrige års niveau over 60 USD i 2016, og vi er derfor komfortable med vores høje vægt i Asien, hvor især Pakistan nyder godt af de lave oliepriser. Pakistan er nu afdelingens største landeovervægt med aktieinvesteringer i et bredt udsnit af landets industrier, herunder cement, der aktuelt nyder godt af store infrastrukturinvesteringer i landet. Tilsvarende har vi anlagt en undervægt i Mellemøsten, der både må kæmpe med effekterne af den lave oliepris og med store geopolitiske udfordringer.

I Afrika har vi omtrent en tredjedel af vores investeringer svarende til neutralvægt. Vi har anlagt en lang investeringshorisont for især Nigeria, der rummer et stort reformpotentiale netop vakt til live med den nye præsident Buharis anti-korruptionspolitik, men som på kort sigt også kæmper en kamp mod effekterne af den lave oliepris, da olie udgør hovedparten af landets eksport. Omvendt er Kenya positivt påvirket af olieprisfaldet og nyder høj økonomisk vækst, og vi har her en overvægt med investeringer i både forbrug og banker.

Endelig har vi i Argentina – nu det næststørste land i afdelingens sammenligningsindeks efter Nigeria – anlagt en forsigtig tilgang med en neutralvægt. Vi har en eksponering til landbrugssektoren og de regionale økonomier (via Banco Macro), der vil være blandt de første til at drage fordel af Macri-regeringens reformer. Vi holder også fast i afdelingens eneste olie- og gasselskab YPF, der burde blive hjulpet af en fortsat høj og USD-reguleret oliepris – og med det meste af sine omkostninger i den nu devaluerede peso. Hvis det lykkes for den nye regering at stabilisere valutakursen, undgå et højt inflationspres samt at bilægge striden med hold-outs (investorer, der har anlagt sag mod den argentinske stat), tegner der sig for første gang i lang tid et lysere billede af den argentin-

ske økonomi på mellemlangt sigt.

De nye udviklingslande er billigere prisfastsat end aktier i Emerging Markets og meget billigere end i de udviklede lande. Dette sammen med udsigterne til høj økonomisk vækst i de fleste af landene udgør en vigtig base i vores positive syn på aktieklassen. Samlet forventer vi, at Frontier Markets fortsat vil levere attraktive afkast til investorerne, der ligesom vi forventer, at lokale og internationale selskaber fortsat vil udvikle sig og skabe indtjeningsvækst på de nye vækstmarkeder.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	6	31
2 Udbytter	97.891	118.569
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>97.897</b>	<b>118.600</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	438	552
Kapitalandele	-107.390	96.075
Valutakonti	743	1.185
Øvrige aktiver/passiver	-185	41
3 Handelsomkostninger	9.381	11.176
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-115.775</b>	<b>86.677</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-17.878</b>	<b>205.277</b>
4 Administrationsomkostninger	33.486	41.864
<b>Resultat før skat</b>	<b>-51.364</b>	<b>163.413</b>
5 Skat	12.994	4.866
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-64.358</b>	<b>158.547</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	97.749	40.737
Overført fra sidste år/tab	-371.625	-694.929
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-273.876</b>	<b>-654.192</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-338.234</b>	<b>-495.645</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
8 Overført til udlodning næste år	-152.090	-371.625
Overført til formue	-186.144	-124.020
<b>I alt disponeret</b>	<b>-338.234</b>	<b>-495.645</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	5.596	59.085
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>5.626</b>	<b>59.115</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede konvertible obligationer fra danske udstedere	990	552
6 <b>I alt obligationer</b>	<b>990</b>	<b>552</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.062.003	1.709.099
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.062.003</b>	<b>1.709.099</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter udbytte m.m.	2.039	600
Andre tilgodehavender	144	7
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.866	784
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>6.049</b>	<b>1.391</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.074.668</b>	<b>1.770.157</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	1.072.585	1.764.650
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.086	1.863
Mellemværende vedr. handelsafvikling	997	3.644
<b>I alt anden gæld</b>	<b>2.083</b>	<b>5.507</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.074.668</b>	<b>1.770.157</b>
9 Femårsoversigt		

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-69	-31			
Noterede konvertible obligationer fra udenlandske udstedere		72	62			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>6</b>	<b>31</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		97.891	118.569			
<b>I alt udbytter</b>		<b>97.891</b>	<b>118.569</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		15.000	14.308			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-5.619	-3.132			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>9.381</b>	<b>11.176</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	27	27	0	40	40
Revisionshonorar	0	24	24	0	23	23
Andre honorarer til revisorer	6	1	7	7	0	7
Markedsføringsomkostninger	0	33	33	0	51	51
Gebyrer til depotselskab	4.334	0	4.334	4.794	0	4.794
Andre omk. i forb. med formueplejen	27.473	0	27.473	34.892	0	34.892
Øvrige omkostninger	21	123	144	62	160	222
Fast administrationshonorar	1.444	0	1.444	1.835	0	1.835
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>33.278</b>	<b>208</b>	<b>33.486</b>	<b>41.590</b>	<b>274</b>	<b>41.864</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat					12.994	4.866
<b>I alt skat</b>					<b>12.994</b>	<b>4.866</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter					99,1%	96,9%
Andre aktiver og passiver					0,9%	3,1%

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

Noter

2015 2014

Formue fordelt på regioner

Mellemøsten / Afrika	50%	60%
Asien	35%	22%
Latinamerika	14%	11%
Europa	0%	2%
Andre inklusiv kontanter	1%	5%

Formue fordelt på sektorer

Finans	41%	43%
Stabile forbrugsgoder	16%	14%
Energi	6%	11%
Telekommunikation	9%	8%
Råvarer	14%	9%
Andre inklusiv kontanter	14%	15%

7 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.620.125	1.764.650	1.675.014	1.677.100
Emissioner i året	62.299	70.499	104.560	110.739
Indløsninger i året	637.055	704.512	159.449	182.517
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		6.306		781
Udlodningsregulering		-97.749		-40.737
Overført udlodning fra sidste år		371.625		694.929
Overført udlodning til næste år		-152.090		-371.625
Overført fra resultatopgørelsen		-186.144		-124.020
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.045.369</b>	<b>1.072.585</b>	<b>1.620.125</b>	<b>1.764.650</b>

8 Til rådighed for udlodning

Tab overført fra sidste år	-371.625	-694.929
Renter og udbytter	97.878	118.576
Ikke refunderbar skat	-12.994	-4.866
Kursgevinster til udlodning	36.902	168.857
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	97.749	40.737
<b>I alt rådighed for udlodning</b>	<b>-152.090</b>	<b>-371.625</b>



Noter

<sup>9</sup> Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-64.358	158.547	250.882	132.409	-92.859
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.072.585	1.764.650	1.677.100	509.528	381.320
Cirkulerende andele (stk.)	10.453.690	16.201.250	16.750.140	6.123.100	6.025.070
Indre værdi	102,60	108,92	100,12	83,21	63,29
Udlodning (%)	0,00	0,00	0,00	5,25	3,25
Omkostningsprocent	2,24	2,30	2,43	2,46	2,41
Årets afkast (%)	-5,80	8,78	27,33	37,57	-15,19
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	888.296	858.854	1.301.258	209.724	230.171
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.413.002	844.992	387.295	195.068	335.330
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	2.301.298	1.703.846	1.688.553	404.791	565.501
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	1.439.236	1.330.885	592.421	272.826	299.227
Omsætningshastighed	0,48	0,37	0,22	0,32	0,31
ÅOP	3,57	3,56	3,41	3,68	3,54
Sharpe Ratio	0,67	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	12,12	-	-	-	-
Tracking Error (%)	6,54	-	-	-	-
Information Ratio	0,78	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-4,23	15,81	19,36	11,45	-20,02
Sharpe Ratio	0,26	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	11,32	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 01/10/1982

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 årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investe-

ringsafkast vil muligvis blive udbetalt som udbytte. Det afhænger blandt andet af kursgevinsterne og reguleres af gældende skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

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

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

### Afkast og formueudvikling

Porteføljen gav et afkast i 2015 på 0,08%. Afkastet var på linje med det, som vi forventede ved årets start, hvor forventningerne gik på et lavt afkast. Afkastet var under sammenligningsindekset, der gav et afkast på 0,6%. Afkastet i afdelingen er dermed ikke helt tilfredsstillende. Forklaringen på, hvorfor afdelingen ikke har levet helt op til sammenligningsindeksets afkast, er den ganske store rentekorrektion i 2. kvartal, der skete på baggrund af stigende inflationsforventninger, en fremrykning af udstedelsen af statsobligationer med længere løbetid samt en massiv udstedelse af lange virksomhedsobligationer udstedt i euro fra blandt andet amerikanske virksomheder. I den periode var det især de italienske og spanske obligationer, der var under salgspres, og deraf stammer underperformance i afdelingen. Afdelingen har haft en eksponering til amerikanske statsobligationer, og den rette positionering og forøgelsen af denne allokering igennem 2. kvartal har leveret et pænt bidrag til afdelingen.

Året 2015 vil formentlig først og fremmest blive husket som det år, hvor den amerikanske centralbank satte renten op for første gang i 9½ år. Denne renteforhøjelse var der en del, der troede, kom tidligere på året, og da ECB havde den modsatte oplevelse af den europæiske økonomi end den amerikanske centralbank, lempede de allerede i årets første måned med et gigantisk opkøbsprogram.

Netop denne divergens mellem to så store centralbanker har gjort, at volatiliteten i de finansielle markeder er steget, og navnlig er prisbevægelser inden for samme handelsdag blevet ganske store. Dette hænger dog også sammen med, at de regulatoriske krav gør, at bankerne ikke kan tage den samme nominelle risiko som tidligere.

Året 2015 var et år, hvor centralbankerne igen indtog rampelyset, og antallet af renteændringer i både opadgående og nedadgående retning nærmede sig 125. Der er naturligvis specifikke økonomiske betragtninger bag ved hver renteændring, men et overordnet tema i 2015 har været konkurrenceforbedrede valutadevalueringer. Det startede med ECB's meget aggressive QE-politik i starten af året, der fik euroen til at svækkes med knap 10%, hvilket blev gjort for at forbedre konkurrenceevnen samt generere inflation i eurozonen. Dette skete, fordi de langsigtede inflationsforventninger lå markant under ECB's mandat på omtrent 2%.

Denne pengepolitiske lempelse fik renterne til at falde til et historisk lavpunkt, hvor de tyske tiårige renter nåede helt ned i 0,07%. Det meget lave renteniveau fik en række udstedere på banen, inkl. danske boligejere, der udstedte for knap 200 mia. DKK lange realkreditobligationer. Alle disse meget lange obligationer var mere end markedet kunne klare, og renterne steg ganske betragteligt, og de tiårige tyske renter steg til over 1% på blot to måneder. En af de faktorer, der var medvirkende til at vende de store rentestigninger, var, at olieprisen begyndte at falde, og dermed faldt inflationsforventningerne. Derefter har ECB været i stand til at holde den dueagtige retorik, og euroen har fastholdt sit relativt svage niveau. Året sidste møde i ECB var til gengæld en lille påmindelse om, at der ikke kun er en retning, og ECB skuffede markedet, hvilket betød at både aktie- og obligationsmarkederne faldt, og euroen blev styrket markant. Dog virkede det som om, at markedet overså, at ECB rent faktisk øgede den samlede størrelse af opkøb med 660 mia. EUR, hvilket er ganske meget. Efterfølgende fik det markederne til at falde til ro, hvilket er, hvad centralbankerne ønsker allermost.

Vender vi blikket mod den amerikanske centralbank, så virker det bestemt som om, de har haft lyst til at sætte renten op det meste af året, men der har været forskellige begivenheder, lige fra ECB's QE til Kinas devaluering og deraf følgende volatilitet, der har gjort, at den amerikanske centralbank har skubbet rentestigningen til årets allersidste møde. Betragter man den amerikanske tiårige rente, slutter den året i stort set samme niveau, som den startede året, men renten har både været i 1,65% og i knap 2,50%.

Afdelingens formue udgjorde 4.293.472 t.kr. ultimo 2015 mod 1.473.255 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 2.820.217 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 2.824.860 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -4.643 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

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

#### Forventninger til 2016

Vi forventer, at afdelingen vil give et lavt afkast i 2016. Udgangspunktet er lave obligationsrenter. Renten på tyske og danske statsobligationer er negativ ud til henholdsvis 2021 og 2019. Der, hvor renterne er noget højere, er især i Italien, Spanien og Irland. Afkastforventningerne er i øvrigt baseret på et rentebillede, hvor renterne især i de kortere løbetider forbliver nogenlunde uændrede et godt stykke tid frem.

Som beskrevet ovenfor er den største udfordring i eurozonen p.t. den meget lave inflation. De tiltag, der gøres for at rette op på den lave og faldende inflation, tror vi, vil fastholde især de korte og i mindre grad de lange renter på et lavt niveau også i 2015. Dette vil være positivt for især de lande, der giver en merrente i forhold til tyske statsobligationer.

Vi forventer ligeledes, at der er stigende volatilitet/usikkerhed i 2016, idet blandt andet den amerikanske centralbank og ECB er på hver sin vej, når det drejer sig om pengepolitikken. Derudover er olieprisen og spændinger mellem OPEC- og ikke-OPEC-landene stigende, hvilket kan give store udsving i olieprisen, der vil påvirke prisfastsættelsen på de finansielle markeder.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	51.520	21.641
<b>I alt renter</b>	<b>51.520</b>	<b>21.641</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	121.000	117.515
Afledte finansielle instrumenter	-143.901	-77.090
Valutakonti	348	-163
Øvrige aktiver/passiver	50	-50
2 Handelsomkostninger	2.294	1.082
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-24.797</b>	<b>39.130</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>26.723</b>	<b>60.771</b>
3 Administrationsomkostninger	31.366	9.767
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-4.643</b>	<b>51.004</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-78.043	859
Overført fra sidste år	0	324
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-78.043</b>	<b>1.183</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-82.686</b>	<b>52.187</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
7 Overført til udlodning næste år	-86.885	0
Overført til formue	4.199	52.187
<b>I alt disponeret</b>	<b>-82.686</b>	<b>52.187</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	180.507	47.915
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>180.537</b>	<b>47.945</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	286.376	126.623
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	3.832.239	1.325.399
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>4.118.615</b>	<b>1.452.022</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	9.710	303
4.5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>9.710</b>	<b>303</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter m.m.	19.702	9.927
Andre tilgodehavender	104	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	3.819	2.815
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>23.625</b>	<b>12.742</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.332.487</b>	<b>1.513.012</b>
<b>Passiver</b>		
6 Medlemmernes formue	4.293.472	1.473.255
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Noterede afledte finansielle instrumenter	466	0
Unoterede afledte finansielle instrumenter	37.188	28.651
4.5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>37.654</b>	<b>28.651</b>
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	1.336	1.874
Mellemværende vedr. handelsafvikling	25	9.232
<b>I alt anden gæld</b>	<b>1.361</b>	<b>11.106</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.332.487</b>	<b>1.513.012</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-496	-61			
Noterede obligationer fra danske udstedere		3.322	837			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		48.694	20.865			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>51.520</b>	<b>21.641</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		4.098	1.742			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.804	-660			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>2.294</b>	<b>1.082</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	63	63	0	22	22
Revisionshonorar	0	28	28	0	17	17
Andre honorarer til revisorer	0	2	2	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	47	47	0	27	27
Gebyrer til depotselskab	2.290	0	2.290	1.087	0	1.087
Andre omk. i forb. med formueplejen	25.463	0	25.463	7.524	0	7.524
Øvrige omkostninger	12	179	191	0	90	90
Fast administrationshonorar	3.282	0	3.282	1.000	0	1.000
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>31.047</b>	<b>319</b>	<b>31.366</b>	<b>9.611</b>	<b>156</b>	<b>9.767</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				95,9%		98,6%
Øvrige finansielle instrumenter				-0,6%		-1,9%
Andre aktiver og passiver				4,7%		3,3%

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

Noter		2015		2014	
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		72%		74%	
Investment grade A-BBB		24%		25%	
Andre inklusiv kontanter		4%		1%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		10%		2%	
Varighed 2-5 år		39%		60%	
Varighed > 5 år		51%		38%	
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>					
<b>Aktiv</b>		<b>2015</b>		<b>2014</b>	
	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	
Valutaterminsforretninger		0	9.710	0	303
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>		<b>0</b>	<b>9.710</b>	<b>0</b>	<b>303</b>
<b>Passiv</b>					
Valutaterminsforretninger		0	37.188	0	28.651
Futures		466	0	0	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>		<b>466</b>	<b>37.188</b>	<b>0</b>	<b>28.651</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>					
		<b>2015</b>		<b>2014</b>	
	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>	
Formue primo		1.306.294	1.473.255	511.770	570.961
Udlodning fra sidste år vedrørende cirk. beviser			0		28.147
Ændring i udbetalt udlod. p.g.a. emission/indløsning			0		-8.826
Emissioner i året		2.497.572	2.822.438	794.524	887.578
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag			2.422		685
Udlodningsregulering			78.043		-859
Overført udlodning fra sidste år			0		-324
Overført udlodning til næste år			-86.885		0
Overført fra resultatopgørelsen			4.199		52.187
<b>Formue ultimo</b>		<b>3.803.866</b>	<b>4.293.472</b>	<b>1.306.294</b>	<b>1.473.255</b>
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>					
Udlodning overført fra sidste år				0	324
Renter og udbytter				51.520	21.702
Kursgevinster til udlodning				-60.362	-21.727
Udlodningsregulering ved emission/indløsning				-78.043	1.463
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>				<b>-86.885</b>	<b>1.762</b>
Administrationsomkostninger				0	-1.158
Udlodningsregulering administrationsomkostninger				0	-604
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>				<b>-86.885</b>	<b>0</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-4.643	51.004	-10.139	22.115	34.009
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	4.293.472	1.473.255	570.961	398.705	451.747
Cirkulerende andele (stk.)	38.038.660	13.062.940	5.117.700	3.369.940	3.920.050
Indre værdi	112,87	112,78	111,57	114,82	115,24
Udlodning (%)	0,00	0,00	5,50	4,00	3,00
Omkostningsprocent	0,96	1,01	0,98	0,96	0,95
Årets afkast (%)	0,08	6,20	-2,46	5,39	7,96
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	4.171.042	1.558.623	458.549	220.233	319.666
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.621.412	754.841	281.685	280.893	434.246
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	5.792.454	2.313.465	740.234	501.125	753.912
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	3.243.162	1.436.494	358.090	412.891	637.857
Omsætningshastighed	0,50	0,74	0,51	0,49	0,68
ÅOP	1,15	1,30	1,24	1,26	1,26
Sharpe Ratio	0,88	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,40	-	-	-	-
Tracking Error (%)	1,29	-	-	-	-
Information Ratio	0,10	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	0,56	5,87	-0,72	3,78	6,81
Sharpe Ratio	1,14	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	2,50	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 27/11/2014

Risikoklasse: 6

Benchmark: Russel 2000 inkl. udbytte

Fondskode: DK0060571289

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S / Pyramis Global Advisors

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

Afdelingen henvender sig primært til investorer med en lang investeringshorisont.

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

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

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

På EU-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 6.

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen leverede et afkast for 2015 på 11,7%. Sammenligningsindekset leverede et afkast på 6,7%, hvilket derved svarer til et merafkast efter omkostninger på 5,0%. Sammenlignet med S&P500, som gav et afkast på 13,2%, og det globale aktiemarked, som gav 9,0%, leverede afdelingen et tilfredsstillende afkast. Den stigende dollar kan dog forklare næsten 12% af afkastet i 2015. Året var delt mellem et afkast i 1. halvår på 17,0% og et afkast på -4,6% i 2. halvår. Det betød, at afkastet i 2. halvår ikke levede op til vores forventninger om en moderat positiv afkastudvikling. Specielt for de mindre virksomheder i USA har 2. halvår været præget af markant stigende kreditspænd, der skal ses i sammenhæng med et historisk højt gælds niveau hos de mindre virksomheder. Mere generelt var halvåret præget af frygt for en global vækstafmatning forårsaget af især lavere vækstforventninger til Kina grundet flere strukturelle udfordringer og den amerikanske centralbanks renteforhøjelse. Men også opbremsning i økonomiske indikatorer inden for detail-, bil- og boligsektoren i USA og fortsat faldende råvare- og energipriser påvirkede markedet negativt sidst på året.

De væsentligste positive bidrag til afdelingens afkast kom fra især IT-sektoren og dernæst industrirelaterede virksomheder. Blandt de IT-virksomheder, der bidrog mest til afkastet, kan nævnes Monolithic



Power Systems, Global Payments, Ambarella og Cirrus Logic. Monolithic Power Systems, der gav et afkast på 44,5%, er et specialiseret semiconductorselskab, der med chips optimerer strømforbruget i industri- og telekommunikationssystemer. Selskabet har leveret nogle gode regnskaber blandt konkurrenter, der ellers har overrasket negativt. Global Payments er et IT-serviceselskab, der laver softwareløsninger til brug for betalingsteknologi, og som har leveret gode regnskabsresultater i 2015. Afkastet på Global Payments var 78,5%. Ambarella er et andet semiconductorselskab, der laver energibesparende HD løsninger til video- og kameraindustrien. Aktieafkastet har været meget volatil med en fordobling i 1. halvår og en halvering i 2. halvår. Afdelingen var heldig at få solgt på et gunstigt tidspunkt og opnåede et afkast på aktien på 103%. Cirrus Logic, der er leverandør af højpræcisions-signalkomponenter, som f.eks. chips til Apples mobiltelefoner, og som udgør 75-80% af omsætningen, gav et afkast på 39,9%. Selskabet har generelt vist gode regnskabsresultater, men aktien har været under pres i 2. halvår pga. lavere salg af iPhone 6 end ventet. Af øvrige positive bidrag kan nævnes Synageva BioPharma, Coca-Cola Bottling og American Woodmark. Synageva BioPharma er et specialiseret biotech-selskab inden for børnesygdomme, som blev købt af Alexion til en høj overkurs. Coca-Cola Bottling er et mindre, delvist familieejet forbrugsselskab, der distribuerer energidrikke for Coca Cola i det sydlige USA. Selskabet ser ud til at få gode gevinster ved et nyt produktionssystem. Aktieafkastet blev på 132,7% i 2015. American Woodmark laver køkken- og badmoduler til et stigende boligmarked og gav et afkast på 120,8%.

På negativsiden var det især FXCM, der er en betydelig online-valutabørsmægler, der gav et afkast på -85,6%. Årsagen var store tab og deraf afledte solvensproblemer oven på volatiliteten i schweizerfrancen i januar måned. Dernæst bidrog Roadrunner Transportation Systems, der er et jernbane- og lastbilsselskab, negativt. Selskabet er ramt af lavere aktivitet blandt dets kunder, der er eksponeret til energi- og råvareindustrien. Afkastet blev -54,9%. Endvidere var afdelingen undervægtet i bioteknologisektoren, som gav et noget bedre afkast end markedet generelt i 2015.

Afdelingens formue udgjorde 1.363.443 t.kr. ultimo 2015 mod 173.393 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 1.190.050 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 1.168.495 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde 21.555 t.kr. Der foreslås et udbytte på 3,50 kr. pr. bevis i 2015.

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

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

#### Forventninger til 2016

Både amerikanske large og small cap-aktier har givet høje afkast fire år i træk målt i danske kroner. Omend prisfastsættelsen ikke er anstrengt, når man sammenligner med historikken eller det øvrige amerikanske aktiemarked, er vi forsigtige med at forvente os et positivt afkast i 2016. Det skyldes den høje dollar, som gør det sværere for amerikanske virksomheder at konkurrere. Det skyldes desuden stigende renter og allerede markant udvidede kreditspænd, som, koblet med højeste gældsætning i 20-30 år blandt de mindre virksomheder, vil presse indtjening, solvens og vækstmuligheder. Derudover er olie- og gaspriserne faldet til det laveste niveau siden finanskrisen i 2008, hvilket får yderligere negativ betydning for sektoren og mange underleverandører hertil. Endelig er der opstået bekymring i markedet på baggrund af økonomiske indikatorer, der peger på, at nogle af vækstmotorerne i USA er bremsede op, som f.eks. bil- og boligsalg og dele af forbrugssektoren. I lyset af at marginerne målt samlet for de mindre virksomheder allerede er på et historisk højt niveau, er det svært ikke at være forsigtig med forventningerne til indtjeningsvæksten blandt især de mindre virksomheder og dermed forventningen om et attraktivt afkast. Der er dog allerede inddiskonteret en del negativt i aktiemarkedet. Vores forventning er et mindre negativt afkast for 2016.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014*) (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	15	-3
2 Udbytter	9.077	140
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.092</b>	<b>137</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	26.801	7.305
Valutakonti	2.865	405
Øvrige aktiver/passiver	-88	-5
3 Handelsomkostninger	311	12
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>29.267</b>	<b>7.693</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>38.359</b>	<b>7.830</b>
4 Administrationsomkostninger	15.617	356
<b>Resultat før skat</b>	<b>22.742</b>	<b>7.474</b>
5 Skat	1.187	34
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>21.555</b>	<b>7.440</b>
<b>Resultatdisponering og udlodning- sopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	24.687	-2
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>24.687</b>	<b>-2</b>
<b>Til disposition</b>	<b>46.242</b>	<b>7.438</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
8 Foreslået udlodning	40.736	0
Overført til formue	5.506	7.438
<b>I alt disponeret</b>	<b>46.242</b>	<b>7.438</b>

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	37.493	4.316
Indestående i andre pengeinstitutter	30	10
6 <b>I alt likvide midler</b>	<b>37.523</b>	<b>4.326</b>
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	1.347.294	172.026
6 <b>I alt kapitalandele</b>	<b>1.347.294</b>	<b>172.026</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter udbytte m.m.	955	75
Andre tilgodehavender	194	61
Mellemværende vedr. handelsafvikl.	3.338	57
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>4.487</b>	<b>193</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.389.304</b>	<b>176.545</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	1.363.443	173.393
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	739	127
Mellemværende vedr. handelsafvikl..	25.122	3.025
<b>I alt anden gæld</b>	<b>25.861</b>	<b>3.152</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.389.304</b>	<b>176.545</b>
9 <b>Femårsoversigt</b>		

Noter		2015	2014*			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-15	-3			
Andre aktiver		30	0			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>15</b>	<b>-3</b>			
<b>2 Udbytter</b>						
Noterede aktier fra udenlandske selskaber		9.077	140			
<b>I alt udbytter</b>		<b>9.077</b>	<b>140</b>			
<b>3 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		1.158	110			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-847	-98			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>311</b>	<b>12</b>			
<b>4 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	direkte	fælles	i alt	direkte	fælles	i alt
Honorar til bestyrelse m.v.	0	15	15	0	1	1
Revisionshonorar	0	14	14	0	11	11
Markedsføringsomkostninger	0	6	6	0	0	0
Gebyrer til depotselskab	1.510	0	1.510	36	0	36
Andre omk. i forb. med formueplejen	13.053	0	13.053	290	0	290
Øvrige omkostninger	0	229	229	0	0	0
Fast administrationshonorar	790	0	790	18	0	18
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>15.353</b>	<b>264</b>	<b>15.617</b>	<b>344</b>	<b>12</b>	<b>356</b>
<b>5 Skat</b>						
Ikke refunderbar skat				1.187		34
<b>I alt skat</b>				<b>1.187</b>		<b>34</b>

Noter

		2015	2014	
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>				
Børsnoterede finansielle instrumenter		98,8%	99,2%	
Øvrige finansielle instrumenter		1,2%	0,8%	
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.				
<b>Formue fordelt på sektorer</b>				
Finans		24%	23%	
IT		19%	20%	
Health Care		17%	12%	
Cykliske forbrugsgoder		14%	14%	
Industri		12%	15%	
Andre inklusiv kontanter		14%	16%	
<b>Formue fordelt på landefordeling</b>				
USA		94%	94%	
Danmark		3%	2%	
Canada		1%	2%	
Frankrig		1%	0%	
Irland		1%	0%	
Andre inklusiv kontanter		0%	4%	
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
		<b>2015</b>	<b>2014</b>	
	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>	<b>Cirk. beviser</b>	
			<b>Formue-værdi</b>	
Formue primo	165.254	173.393	0	0
Emissioner i året	1.096.056	1.283.791	165.254	165.307
Indløsninger i året	97.410	119.901	0	0
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		4.605		646
Udlodningsregulering		-24.687		2
Foreslået udlodning		40.736		0
Overført fra resultatopgørelsen		5.506		7.438
<b>Formue ultimo</b>	<b>1.163.900</b>	<b>1.363.443</b>	<b>165.254</b>	<b>173.393</b>
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>				
Renter og udbytter			9.092	140
Ikke refunderbar skat			-1.189	-34
Kursgevinster til udlodning			23.635	41
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			39.569	4
Frivillig udlodning			128	0
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>			<b>71.235</b>	<b>151</b>
Administrationsomkostninger			-15.617	-145
Udlodningsregulering administrationsomkostninger			-14.882	-6
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>40.736</b>	<b>0</b>

Noter

9 Femårsoversigt	2015	2014*)
Årets nettoresultat (t.kr.)	21.555	7.440
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	1.363.443	173.393
Cirkulerende andele (stk.)	11.639.000	1.652.540
Indre værdi	117,14	104,93
Udlodning (%)	3,50	0,00
Omkostningsprocent	2,14	2,17
Årets afkast (%)	11,65	4,95
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	1.521.780	175.955
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	372.676	11.123
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.894.456	187.078
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	508.827	20.955
Omsætningshastighed	0,35	0,06
ÅOP	2,56	2,62
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-
Tracking Error (%)	-	-
Active Share (%)	-	-
Information Ratio	-	-
Benchmark:		
Afkast (%)	6,71	4,86
Sharpe Ratio	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 26.11. - 31.12.2014

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 26/05/2003

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporates Index hedget til DKK

Fondskode: DK0010296813

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Vort hovedscenarie for Investment Grade-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen i 2015 ville levere et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1% baseret på et historisk lavt renteniveau primo året kombineret med meget positive markedsforventninger til ECB's mulige obligationsopkøbsprogram. Efter et afkast for 1. halvår på minus 1,8% justerede vi afkastforventningerne for 2015 til at ligge inden for intervallet minus 2% til et mindre plus.

Afdelingen leverede i 2015 et afkast på minus 1,1% mod universets afkast på minus 1%, og 2. halvår gav således et positivt afkast på 0,8%. Universets effektive rente steg i løbet af året fra 1,1 til 1,4%, drevet af en stigning i kreditpræmien fra 1 til 1,3%.

Virksomhedsobligationsmarkedet blev i starten af året drevet af annonceringen og igangsætningen (i marts) af den europæiske centralbanks (ECB) obligationsopkøbsprogram. Opkøbsprogrammet omfattede stats- og realkreditobligationer (med månedlige opkøb for 60 mia. EUR), som også fik renten på virksomhedsobligationer til at falde.

Det europæiske opkøbsprogram gav uro på valutamarkederne, og den schweiziske centralbank opgav medio januar forsvaret af schweizerfrancen og sænkede CHF-renten til minus 0,75%. Herefter fulgte et pres på den danske krone, hvilket fik Nationalbanken til også at

sænke renten til minus 0,75%. Afdelingens EUR-valutakursafdækninger (til DKK) blev ikke forlænget ved forfald, og alle valutaafdækninger udløb ultimo juni. Afdelingen var ikke eksponeret til schweizerfranc.

Frem til medio april faldt universets effektive rente med 0,2 procentpoint til 0,9%, hvilket er den laveste rente nogensinde, med et år-til-dato-afkast på +1,7% til følge. Hele rentefaldet kom som følge af ændringer i tyske statsobligationer, mens kreditpræmien lå forholdsvist stabilt omkring 1%.

Mange virksomheder benyttede det lave renteniveau frem til april til at udstede nye (lange) obligationer, og amerikanske virksomheder var særligt aktive med udstedelser for mere end 40 mia. EUR. Dette betød, at amerikanske virksomhedsobligationer nu udgjorde en større andel af universet end tyske virksomhedsobligationer. Mange obligationer blev udstedt uden en nævneværdig nyudstedelsespræmie (rabat). Afdelingen har gennem hele året været undervægtet i amerikanske udstedere og overvægtet i udstedere fra periferi-landene.

Tyskland fremsatte i marts – efter retningslinjer fra EU – et lovforslag om, hvorledes tyske problembanker i fremtiden skal restruktureres. Forslaget, der blev vedtaget i september, overraskede markedet, da alle udestående seniorbankobligationer vil skulle deltage i en restrukturering (de bliver pr. 1.1. 2016 de facto subordonerede). Dette fik kreditpræmierne på kontinentaleuropæiske seniorbankobligationer til at stige. Afdelingen var gennem det meste af året undervægtet i seniorbank- og overvægtet i subordonerede bankobligationer og havde ikke eksponering til tyske eller østrigske banker. I slutningen af december annoncerede Frankrig, at en del af deres kapital skal bestå af en ny type seniorobligationer.

Fra april og til medio juni skiftede investorfokus væk fra deflation og over mod inflation, blandt andet hjulpet af lidt bedre økonomiske data. Tidspunktet for en mulig renteforhøjelse i USA spøjte også og medførte et massivt frasalgs af både stats- og virksomhedsobligationer. Universets effektive rente steg over de ca. to måneder med et halvt procentpoint (drevet af stigende statsrenter). Universet mistede ca. 3,5 procentpoint i afkast frem mod halvåret (år-til-dato-afkast på minus 1,8% ultimo halvåret).

Ved udgangen af juni skabte Grækenlands manglende lyst til at komme overens med landets långivere en dårlig stemning, og subordonerede obligationer og obligationer fra periferi-lande, som afdelingen var overvægtet i, fik det svært. Ved halvåret var universets effektive rente steget til 1,4%, hvoraf kreditpræmien var steget til 1,2%.

I 3. kvartal steg risikoaversionen generelt grundet en negativ nyhedsstrøm, der gik fra global vækstnedjustering fra den internationale valutafond (IMF) over vækstfald/statslige aktiestøtteopkøb i Kina

(med kraftige fald i råvarepriserne til følge) til Volkswagens snyd med software i dieselmotorer. Den amerikanske centralbank udskød dog den ventede renteforhøjelse grundet større usikkerhed. Markedsdybden for virksomhedsobligationer og likviditeten var igennem 3. kvartal lav, og virksomhederne måtte for at komme med nye obligationer tilbyde ca. 0,25 procentpoint i merrente (i forhold til allerede udestående obligationer). Universets kreditpræmie steg i 3. kvartal til lige under 1,5%, og universets afkast år-til-dato faldt til minus 2%.

I starten af 4. kvartal sænkede IMF på ny sit globale vækstestimat med ca. 0,2 procentpoint. IMF advarede samtidig mod officielle renteforhøjelser i 2015, hvilket markedet i første omgang godt kunne lide, og råvarepriserne stabiliserede sig. Råvarerne tog dog et nyt prisdryk, da den amerikanske centralbank (FED) fastholdt at ville hæve renten i 2015, og da direktøren for verdens næststørste mineselskab, Rio Tinto, annoncerede, at han ikke ville reducere produktionen, men derimod bruge sine finansielle muskler til at presse konkurrenter ud af markedet. OPEC, organisationen for olieproducerende lande, kunne i december ikke enes om at nedskære produktionen, blandt andet grundet usikkerhed om hvor meget olie Iran kan producere (embargoen løftes i februar 2016). I løbet af kvartalet faldt råvarepriserne ifølge Bloombergs råvareindeks (en sammenvægtning af 22 råvarer, hvor olie, gas og benzin udgør ca. 25%) med 10%. For hele 2015 faldt råvareindekset med 25%, og vi skal tilbage til 1999 for at finde et tilsvarende niveau.

Energiselskaber udgjorde ca. 5% og mineselskaber ca. 1,6% af universet, og afdelingen var undervægtet i energiselskaber med ca. 3 procentpoint og i mineselskaber med ca. 1,4 procentpoint i 4. kvartal.

Autosektoren fik lidt medvind sidst på året, dels hjulpet af en større klarhed over snyderiet i Volkswagen og dels fra stigende bilsalg i Kina (oven på skattebegunstigelse). Afdelingens eksponering til VW blev hævet efter nyheder om, at de havde fundet en billig løsning til erstatning af snydesoftwarens uden for USA. VW var ultimo 2015 endnu ikke blevet mødt med et bødeforlæg fra den amerikanske stat.

I starten af december sænkede ECB, den europæiske centralbank, indlånsrenten med 0,1 procentpoint til minus 0,3%. Markedet havde forventet en større udvidelse af opkøbsprogrammet og en mulig inkludering af virksomhedsobligationer, men her leverede ECB ikke. Den amerikanske centralbank (FED) hævede den officielle USD-rente med 0,25 procentpoint medio december og indikerede 3-4 renteforhøjelser i løbet af 2016.

Afdelingens formue udgjorde 5.472.327 t.kr. ultimo 2015 mod 5.961.785 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -489.458 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 66.043 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -76.364 t.kr. Der

foreslås et udbytte på 2,80 kr. pr. bevis i 2015.

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

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

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

**Forventninger til afkast for 2016**

Vort hovedscenarie for 2016 er et beskedent afkast i niveauet minus 1 til plus 1%. Centralbankerne vil også i 2016 spille en afgørende rolle, og gennemfører den amerikanske centralbank 3-4 renteforhøjelser, vil det være svært at forestille sig, at europæiske renter ikke også vil stige. Hvis renteforhøjelser sker oven på stigende vækst, vil en del af en renteforhøjelse dog blive imødegået af faldende kreditpræmier.

For så vidt angår kreditpræmierne, forventer vi, at europæiske ikke-finansielle virksomheder – særligt hvis væksten bliver svag – vil følge de seneste års tendens fra USA og øge aktietilbagekøb og udbyttebetalinger. Dette vil hæve virksomhedernes gældsætning og tillige øge udbuddet af obligationer. Vi forventer derfor ikke en større indsnævring af kreditspænd, med mindre ECB sætter virksomhedsobligationer på opkøbslisten (hvilket vi ikke forventer). For bankerne forventer vi, at der frem mod 2019 (fuld indfasning af Basel III) vil ske en fortsat konsolidering. Vi tror derfor, at finansobligationer vil klare sig lidt bedre i 2016.

Vi forventer nogen volatilitet, særligt op mod rentemøderne i FED, og de seneste års fænomen med til tider meget begrænset likviditet i markedet vil fortsætte. Forventningerne er som altid behæftet med stor usikkerhed.



Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	169.906	192.964	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>169.906</b>	<b>192.964</b>	Indestående i depotselskab	162.981	62.390
<b>Kursgevinster og -tab</b>			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
Obligationer	-164.777	272.970	<b>I alt likvide midler</b>	<b>163.011</b>	<b>62.420</b>
Afledte finansielle instrumenter	-8.644	-3.416	<b>Obligationer</b>		
Valutakonti	-1.807	-481	Noterede obligationer fra danske udstedere	373.719	404.691
Øvrige aktiver/passiver	1	-1	Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	4.792.796	5.340.189
2 Handelsomkostninger	5.422	5.298	Unoterede obligationer	57.176	58.228
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-180.649</b>	<b>263.774</b>	<b>I alt obligationer</b>	<b>5.223.691</b>	<b>5.803.108</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-10.743</b>	<b>456.738</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
3 Administrationsomkostninger	65.621	63.334	Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	2.536
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-76.364</b>	<b>393.404</b>	<b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>2.536</b>
<b>Resultatdisponering og udlodningsopgørelse</b>			<b>Andre aktiver</b>		
<b>Formuebevægelser</b>			Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	85.312	94.481
Udlodningsregulering	-18.453	-1.801	Andre tilgodehavender	1.019	366
Overført fra sidste år	4.153	2.273	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>86.331</b>	<b>94.847</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-14.300</b>	<b>472</b>	<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.473.033</b>	<b>5.962.911</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-90.664</b>	<b>393.876</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Forslag til anvendelse</b>			6 Medlemmernes formue	5.472.327	5.961.785
7 Foreslået udlodning	188.811	323.297	<b>Anden gæld</b>		
Overført til udlodning næste år	0	4.153	Skyldige omkostninger	706	1.126
Overført til formue	-279.475	66.426	<b>I alt anden gæld</b>	<b>706</b>	<b>1.126</b>
<b>I alt disponeret</b>	<b>-90.664</b>	<b>393.876</b>	<b>Passiver i alt</b>	<b>5.473.033</b>	<b>5.962.911</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-1.020	-232			
Noterede obligationer fra danske udstedere		10.690	10.992			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		158.337	181.396			
Unoterede obligationer		1.899	796			
Andre aktiver		0	12			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>169.906</b>	<b>192.964</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		6.928	6.635			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-1.506	-1.337			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>5.422</b>	<b>5.298</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	116	116	0	129	129
Revisionshonorar	0	46	46	0	51	51
Andre honorarer til revisorer	0	5	5	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	119	119	0	159	159
Gebyrer til depotselskab	3.582	0	3.582	3.446	0	3.446
Andre omk. i forb. med formueplejen	55.430	0	55.430	53.381	0	53.381
Øvrige omkostninger	12	269	281	10	230	240
Fast administrationshonorar	6.042	0	6.042	5.928	0	5.928
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>65.066</b>	<b>555</b>	<b>65.621</b>	<b>62.765</b>	<b>569</b>	<b>63.334</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				94,4%		96,4%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				1,0%		1,0%
Andre aktiver og passiver				4,5%		2,6%

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

Noter		2015		2014	
<b>Kreditværdighed</b>					
Investment grade AAA-AA		2%		6%	
Investment grade A-BBB		85%		91%	
Non Investment grade BB-CCC		10%		2%	
Andre inklusiv kontanter		3%		1%	
<b>Formue fordelt på varighed</b>					
Varighed 0-2 år		23%		16%	
Varighed 2-5 år		33%		40%	
Varighed > 5 år		44%		44%	
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>		<b>31/12/15</b>		<b>31/12/14</b>	
		<b>(t.kr.)</b>		<b>(t.kr.)</b>	
<b>Aktiv</b>		<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminforretninger		0	0	0	2.536
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2.536</b>
<b>6 Medlemmernes formue</b>		<b>2015</b>		<b>2014</b>	
		<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>	<b>Cirk. beviser</b>	<b>Formue-værdi</b>
Formue primo	6.878.661	5.961.785	6.947.872	5.923.667	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		323.297		298.758	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-23.754		7.870	
Emissioner i året	1.043.943	890.605	710.895	598.933	
Indløsninger i året	1.179.351	960.714	780.106	665.129	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		4.066		1.798	
Udlodningsregulering		18.453		1.801	
Overført udlodning fra sidste år		-4.153		-2.273	
Overført udlodning til næste år		0		4.153	
Foreslået udlodning		188.811		323.297	
Overført fra resultatopgørelsen		-279.475		66.426	
<b>Formue ultimo</b>	<b>6.743.253</b>	<b>5.472.327</b>	<b>6.878.661</b>	<b>5.961.785</b>	

Noter

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>7 Til rådighed for udlodning</b>		
Udlodning overført fra sidste år	4.384	2.273
Renter og udbytter	169.906	192.732
Kursgevinster til udlodning	96.646	197.580
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-24.749	-2.278
Frivillig udlodning	1.949	0
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>	<b>248.136</b>	<b>390.307</b>
Administrationsomkostninger	-65.621	-63.334
Udlodningsregulering administrationsomkostninger	6.296	477
<b>I alt rådighed for udlodning</b>	<b>188.811</b>	<b>327.450</b>

<b>8 Femårsoversigt</b>	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-76.364	393.404	140.848	639.113	129.672
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	5.472.327	5.961.785	5.923.667	6.258.220	4.660.206
Cirkulerende andele (stk.)	67.432.530	68.786.610	69.478.720	72.427.580	57.870.800
Indre værdi	81,15	86,67	85,26	86,40	80,53
Udlodning (%)	2,80	4,70	4,30	3,25	4,00
Omkostningsprocent	1,06	1,07	1,06	1,08	1,06
Årets afkast (%)	-1,09	6,94	2,48	12,65	2,72
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	4.651.663	4.608.120	2.621.616	2.935.184	1.217.077
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	5.059.376	4.620.948	2.976.510	1.595.109	1.811.830
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	9.711.039	9.229.068	5.598.126	4.530.293	3.028.907
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	7.599.699	7.369.002	4.073.396	2.465.348	2.177.802
Omsætningshastighed	0,61	0,62	0,34	0,22	0,22
ÅOP	1,12	1,40	1,34	1,40	1,42
Sharpe Ratio	1,24	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,38	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,50	-	-	-	-
Information Ratio	-0,03	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-0,96	8,07	2,13	12,70	1,90
Sharpe Ratio	1,21	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,49	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: 16/01/2006

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060019636

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

### Afkast og formueudvikling

Vort hovedscenarie for Investment Grade-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen i 2015 ville levere et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1% baseret på et historisk lavt renteniveau primo året kombineret med meget positive markedsforventninger til ECB's mulige obligationsopkøbsprogram. Efter et afkast for 1. halvår på minus 1,8% justerede vi afkastforventningerne for 2015 til at ligge inden for intervallet minus 2% til et mindre plus.

Afdelingen leverede i 2015 et afkast på minus 1,0%, svarende til afkastet på universet, og 2. halvår gav således et positivt afkast på 0,8%. Universets effektive rente steg i løbet af året fra 1,1 til 1,4%, drevet af en stigning i kreditpræmien fra 1 til 1,3%.

Virksomhedsobligationsmarkedet blev i starten af året drevet af annonceringen og igangsætningen (i marts) af den europæiske centralbanks (ECB) obligationsopkøbsprogram. Opkøbsprogrammet omfattede stats- og realkreditobligationer (med månedlige opkøb for 60 mia. EUR), som også fik renten på virksomhedsobligationer til at falde.

Det europæiske opkøbsprogram gav uro på valutamarkederne, og den schweiziske centralbank opgav medio januar forsvaret af schweizerfrancen og sænkede CHF-renten til minus 0,75%. Herefter fulgte et pres på den danske krone, hvilket fik Nationalbanken til også at sænke renten til minus 0,75%. Afdelingens EUR-valutakursafdækning

ger (til DKK) blev ikke forlænget ved forfald, og alle valutaafdækninger udløb ultimo juni. Afdelingen var ikke eksponeret til schweizerfranc.

Frem til medio april faldt universets effektive rente med 0,2 procentpoint til 0,9%, hvilket er den laveste rente nogensinde, med et år-til-dato-afkast på +1,7% til følge. Hele rentefaldet kom som følge af ændringer i tyske statsobligationer, mens kreditpræmien lå forholdsvist stabilt omkring 1%.

Mange virksomheder benyttede det lave renteniveau frem til april til at udstede nye (lange) obligationer, og amerikanske virksomheder var særligt aktive med udstedelser for mere end 40 mia. EUR. Dette betød, at amerikanske virksomhedsobligationer nu udgjorde en større andel af universet end tyske virksomhedsobligationer. Mange obligationer blev udstedt uden en nævneværdig nyudstedelsespræmie (rabat). Afdelingen har i gennem hele året været undervægtet i amerikanske udstedere og overvægtet i udstedere fra periferi-landene.

Tyskland fremsatte i marts – efter retningslinjer fra EU – et lovforslag om, hvorledes tyske problembanker i fremtiden skal restruktureres. Forslaget, der blev vedtaget i september, overraskede markedet, da alle udestående seniorbankobligationer vil skulle deltage i en restrukturerings (de bliver pr. 1.1. 2016 de facto subordonerede). Dette fik kreditpræmierne på kontinentaleuropæiske seniorbankobligationer til at stige. Afdelingen var igennem det meste af året undervægtet i seniorbank- og overvægtet i subordonerede bankobligationer og havde ikke eksponering til tyske eller østrigske banker. I slutningen af december annoncerede Frankrig, at en del af deres kapital skal bestå af en ny type seniorobligationer.

Fra april og til medio juni skiftede investorfokus væk fra deflation og over mod inflation, blandt andet hjulpet af lidt bedre økonomiske data. Tidspunktet for en mulig renteforhøjelse i USA spøjte også og medførte et massivt frasalg af både stats- og virksomhedsobligationer. Universets effektive rente steg over de ca. 2 måneder med et halvt procentpoint (drevet af stigende statsrenter). Universet mistede ca. 3,5 procentpoint i afkast frem mod halvåret (år-til-dato-afkast på minus 1,8% ultimo halvåret).

Ved udgangen af juni skabte Grækenlands manglende lyst til at komme overens med landets långivere en dårlig stemning, og subordonerede obligationer og obligationer fra periferi-lande, som afdelingen var overvægtet i, fik det svært. Ved halvåret var universets effektive rente steget til 1,4%, hvoraf kreditpræmien var steget til 1,2%.

I 3. kvartal steg risikoaversionen generelt grundet en negativ nyhedsstrøm, der gik fra global vækstnedjustering fra den internationale valutafond (IMF) over vækstfald/statslige aktiestøtteopkøb i Kina (med kraftige fald i råvarepriserne til følge) til Volkswagens snyd med

software i dieselmotorer. Den amerikanske centralbank udskød dog den ventede renteforhøjelse grundet større usikkerhed. Markedsdybden for virksomhedsobligationer og likviditeten var igennem 3. kvartal lav, og virksomhederne måtte for at komme med nye obligationer tilbyde ca. 0,25 procentpoint i merrente (i forhold til allerede udestående obligationer). Universets kreditpræmie steg i 3. kvartal til lige under 1,5%, og universets afkast år-til-dato faldt til minus 2%.

I starten af 4. kvartal sænkede IMF på ny sit globale vækstestimat med ca. 0,2 procentpoint. IMF advarede samtidig mod officielle renteforhøjelser i 2015, hvilket markedet i første omgang godt kunne lide, og råvarepriserne stabiliserede sig. Råvarerne tog dog et nyt prisdyk, da den amerikanske centralbank (FED) fastholdt at ville hæve renten i 2015, og da direktøren for verdens næststørste mineselskab, Rio Tinto, annoncerede, at han ikke ville reducere produktionen, men derimod bruge sine finansielle muskler til at presse konkurrenter ud af markedet. OPEC, organisationen for olieproducerende lande, kunne i december ikke enes om at nedskære produktionen, blandt andet grundet usikkerhed om hvor meget olie Iran kan producere (embargoen løftes i februar 2016). I løbet af kvartalet faldt råvarepriserne ifølge Bloombergs råvareindeks (en sammenvægtning af 22 råvarer, hvor olie, gas og benzin udgør ca. 25%) med 10%. For hele 2015 faldt råvareindekset med 25%, og vi skal tilbage til 1999 for at finde et tilsvarende niveau.

Energiselskaber udgjorde ca. 5% og mineselskaber ca. 1,6% af universet, og afdelingen var undervægtet i energiselskaber med ca. 3 procentpoint og i mineselskaber med ca. 1,4 procentpoint i 4. kvartal.

Autosektoren fik lidt medvind sidst på året, dels hjulpet af en større klarhed over snyderiet i Volkswagen og dels fra stigende bilsalg i Kina (ovenpå skattebegunstigelse). Afdelingens eksponering til VW blev hævet ovenpå nyheder om, at de havde fundet en billig løsning til erstatning af snyde-softwaren uden for USA. VW var ultimo 2015 endnu ikke blevet mødt med et bødeforlæg fra den amerikanske stat.

I starten af december sænkede ECB, den europæiske centralbank, indlånsrenten med 0,1 procentpoint til minus 0,3%. Markedet havde forventet en større udvidelse af opkøbsprogrammet og en mulig inkludering af virksomhedsobligationer, men her leverede ECB ikke. Den amerikanske centralbank (FED) hævede den officielle USD-rente med 0,25 procentpoint medio december og indikerede 3-4 renteforhøjelser i løbet af 2016.

Afdelingens formue udgjorde 695.881 t.kr. ultimo 2015 mod 750.004 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -54.123 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 43.562 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -10.561 t.kr.

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

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

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

**Forventninger til afkast for 2016**

Vort hovedscenarie for 2016 er et beskedent afkast i niveauet minus 1 til plus 1%. Centralbankerne vil også i 2016 spille en afgørende rolle, og gennemfører den amerikanske centralbank 3-4 renteforhøjelser, vil det være svært at forestille sig, at europæiske renter ikke også vil stige. Hvis renteforhøjelser sker oven på stigende vækst, vil en del af en renteforhøjelse dog blive imødegået af faldende kreditpræmier.

For så vidt angår kreditpræmierne forventer vi, at europæiske ikke-finansielle virksomheder – særligt hvis væksten bliver svag – vil følge de seneste års tendens fra USA og øge aktietilbagekøb og udbyttebetalinger. Dette vil hæve virksomhedernes gældsætning og tillige øge udbuddet af obligationer. Vi forventer derfor ikke en større indsnævring af kreditspænd, med mindre ECB sætter virksomhedsobligationer på opkøbslisten (hvilket vi ikke forventer). For bankerne forventer vi, at der frem mod 2019 (fuld indfasning af Basel III) vil ske en fortsat konsolidering. Vi tror derfor, at finansobligationer vil klare sig lidt bedre i 2016.

Vi forventer nogen volatilitet, særligt op mod rentemøderne i FED, og de seneste års fænomen med til tider meget begrænset likviditet i markedet vil fortsætte. Forventningerne er som altid behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	21.412	26.666
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>21.412</b>	<b>26.666</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	-22.201	37.250
Afledte finansielle instrumenter	-725	-210
Valutakonti	-214	-27
2 Handelsomkostninger	658	778
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-23.798</b>	<b>36.235</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-2.386</b>	<b>62.901</b>
3 Administrationsomkostninger	8.174	8.630
<b>Resultat før skat</b>	<b>-10.560</b>	<b>54.271</b>
4 Skat	1	0
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-10.561</b>	<b>54.271</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
Overført til formue	-10.561	54.271
<b>I alt disponeret</b>	<b>-10.561</b>	<b>54.271</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	25.086	6.017
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
5 <b>I alt likvide midler</b>	<b>25.116</b>	<b>6.047</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	56.869	57.864
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	593.382	656.568
Unoterede obligationer	9.765	17.482
5 <b>I alt obligationer</b>	<b>660.016</b>	<b>731.914</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instrumenter	0	361
5,6 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>361</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter m.m.	10.746	11.785
Andre tilgodehavender	103	46
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>10.849</b>	<b>11.831</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>695.981</b>	<b>750.153</b>
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	695.881	750.004
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	100	149
<b>I alt anden gæld</b>	<b>100</b>	<b>149</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>695.981</b>	<b>750.153</b>

8 Femårsoversigt





Noter

2015 2014

Kreditværdighed

Investment grade AAA-AA	3%	6%
Investment grade A-BBB	83%	91%
Non Investment grade BB-CCC	10%	2%
Andre inklusiv kontanter	4%	1%

Varighed

Varighed 0-2 år	24%	14%
Varighed 2-5 år	33%	43%
Varighed > 5 år	43%	43%

6 Afledte finansielle instrumenter

31/12/15 31/12/14  
(t.kr.) (t.kr.)

Aktiv	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminsforretninger	0	0	0	361
I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv	0	0	0	361

7 Medlemmernes formue

2015 2014  
Cirk. Formue- Cirk. Formue-  
beviser værdi beviser værdi

Formue primo	548.636	750.004	641.602	820.096
Emissioner i året	90.504	124.994	14.911	19.542
Indløsninger i året	125.040	169.353	107.877	144.229
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		797		324
Overført fra resultatopgørelsen		-10.561		54.271
Formue ultimo	514.100	695.881	548.636	750.004

8 Femårsoversigt

2015 2014 2013 2012 2011

Årets nettoresultat (t.kr.)	-10.561	54.271	20.983	74.643	11.101
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	695.881	750.004	820.096	780.476	447.846
Cirkulerende andele (stk.)	5.141.000	5.486.360	6.416.020	6.267.550	4.052.050
Indre værdi	135,36	136,70	127,82	124,53	110,52
Omkostningsprocent	1,06	1,07	1,08	1,10	1,08
Årets afkast (%)	-1,00	6,94	2,65	12,68	2,51
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	569.161	596.789	446.421	482.907	219.443
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	617.987	678.451	400.698	197.221	248.389
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	1.187.149	1.275.240	847.118	680.128	467.832
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	898.202	1.067.459	619.044	292.421	142.535
Omsætningshastighed	0,58	0,66	0,38	0,22	0,14
ÅOP	1,12	1,40	1,36	1,42	1,43
Sharpe Ratio	1,25	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,37	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,54	-	-	-	-
Information Ratio	0,00	-	-	-	-

Benchmark:

Afkast (%)	-0,96	8,07	2,13	12,70	1,90
Sharpe Ratio	1,21	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,49	-	-	-	-

## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 2005

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060003044

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Indledning

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

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

### Investerings- og risikoprofil

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

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

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

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

Afdelingen søger at overholde de 10 etiske principper i FN Global Compact. For eksempel overholdelse af menneskerettighederne og afskaffelse af børnearbejde. Det sker ved hjælp af særlige etiske analyser af virksomhederne, som betyder at nogle virksomheder fravælges. Afdelingen fravælger endvidere selskaber, som har mere end 10 procent af deres omsætning inden for tobak, alkohol, spil samt våben eller mere end 3 procent fra pornografi. Læs mere om etik og socialt ansvarlige investeringer (SRI) i ledelsesberetningen i årsrapporten under afsnittet samfundsansvar eller på [www.bankinvest.dk/dk/etik](http://www.bankinvest.dk/dk/etik).

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

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

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

Vort hovedscenarie for Investment Grade-virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen i 2015 ville levere et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1% baseret på et historisk lavt renteniveau primo året kombineret med meget positive markedsforventninger til ECB's mulige obligationsopkøbsprogram. Efter et afkast for 1. halvår på minus 1,8% justerede vi afkastforventningerne for 2015 til at ligge inden for intervallet minus 2% til et mindre plus.

Afdelingen leverede i 2015 et afkast på minus 1,0%, hvilket var på niveau med universet, og 2. halvår gav således et positivt afkast på 0,8%. Universets effektive rente steg i løbet af året fra 1,1 til 1,4%, drevet af en stigning i kreditpræmien fra 1 til 1,3%.

Virksomhedsobligationsmarkedet blev i starten af året drevet af annonceringen og igangsætningen (i marts) af den europæiske centralbanks (ECB) obligationsopkøbsprogram. Opkøbsprogrammet omfattede stats- og realkreditobligationer (med månedlige opkøb for 60 mia. EUR), som også fik renten på virksomhedsobligationer til at falde.

Det europæiske opkøbsprogram gav uro på valutamarkedene, og den schweiziske centralbank opgav medio januar forsvaret af schweizerfrancen og sænkede CHF-renten til minus 0,75%. Herefter fulgte et pres på den danske krone, hvilket fik Nationalbanken til også at sænke renten til minus 0,75%. Afdelingens EUR-valutakursafdækninger (til DKK) blev ikke forlænget ved forfald, og alle valutaafdækninger udløb ultimo juni. Afdelingen var ikke eksponeret til schweizerfranc.

Frem til medio april faldt universets effektive rente med 0,2 procentpoint til 0,9%, hvilket er den laveste rente nogensinde, med et år-til-dato-afkast på 1,7% til følge. Hele rentefaldet kom som følge af ændringer i tyske statsobligationer, mens kreditpræmien lå forholdsvist stabilt omkring 1%.

Mange virksomheder benyttede det lave renteniveau frem til april til at udstede nye (lange) obligationer, og amerikanske virksomheder var særligt aktive med udstedelser for mere end 40 mia. EUR. Dette betød, at amerikanske virksomhedsobligationer nu udgjorde en større andel af universet end tyske virksomhedsobligationer. Mange obligationer blev udstedt uden en nævneværdig nyudstedelsespræmie (rabat). Afdelingen har gennem hele året været undervægtet i amerikanske udstedere og overvægtet i udstedere fra periferi-landene.

Tyskland fremsatte i marts – efter retningslinjer fra EU – et lovforslag om, hvorledes tyske problembanker i fremtiden skal restruktureres. Forslaget, der blev vedtaget i september, overraskede markedet, da alle udestående seniorbankobligationer vil skulle deltage i en restrukturering (de bliver pr. 1.1. 2016 de facto subordinerede). Dette fik kreditpræmierne på kontinentaleuropæiske seniorbankobligationer til at stige. Afdelingen var gennem det meste af året undervægtet i seniorbank- og overvægtet i subordinerede bankobligationer og havde ikke eksponering til tyske eller østrigske banker. I slutningen af december annoncerede Frankrig, at en del af deres kapital skal bestå af en ny type seniorobligationer.

Fra april til medio juni skiftede investorfokus væk fra deflation og over mod inflation, blandt andet hjulpet af lidt bedre økonomiske data. Tidspunktet for en mulig renteforhøjelse i USA spøjte også og medførte et massivt frasalg af både stats- og virksomhedsobligationer. Universets effektive rente steg over de ca. to måneder med et halvt procentpoint (drevet af stigende statsrenter). Universet mistede ca. 3,5 procentpoint i afkast frem mod halvåret (år-til-dato-

afkast på minus 1,8% ultimo halvåret).

Ved udgangen af juni skabte Grækenlands manglende lyst til at komme overens med landets långivere en dårlig stemning, og subordinerede obligationer og obligationer fra periferi-lande, som afdelingen var overvægtet i, fik det svært. Ved halvåret var universets effektive rente steget til 1,4%, hvoraf kreditpræmien var steget til 1,2%.

I 3. kvartal steg risikoaversionen generelt grundet en negativ nyhedsstrøm, der gik fra global vækstnedjustering fra den internationale valutafond (IMF) over vækstfald/statslige aktiestøtteopkøb i Kina (med kraftige fald i råvarepriserne til følge) til Volkswagens snyd med software i dieselmotorer. Den amerikanske centralbank udskød dog den ventede renteforhøjelse grundet større usikkerhed. Markedsdybden for virksomhedsobligationer og likviditeten var igennem 3. kvartal lav, og virksomhederne måtte for at komme med nye obligationer tilbyde ca. 0,25 procentpoint i merrente (i forhold til allerede udestående obligationer). Universets kreditpræmie steg i 3. kvartal til lige under 1,5%, og universets afkast år-til-dato faldt til minus 2%.

I starten af 4. kvartal sænkede IMF på ny sit globale vækstestimat med ca. 0,2 procentpoint. IMF advarede samtidig mod officielle renteforhøjelser i 2015, hvilket markedet i første omgang godt kunne lide, og råvarepriserne stabiliserede sig. Råvarerne tog dog et nyt prisdyk, da den amerikanske centralbank (FED) fastholdt at ville hæve renten i 2015, og da direktøren for verdens næststørste mineselskab, Rio Tinto, annoncerede, at han ikke ville reducere produktionen, men derimod bruge sine finansielle muskler til at presse konkurrenter ud af markedet. OPEC, organisationen for olieproducerende lande, kunne i december ikke enes om at nedskære produktionen, blandt andet grundet usikkerhed om hvor meget olie Iran kan producere (embargoen løftes i februar 2016). I løbet af kvartalet faldt råvarepriserne ifølge Bloombergs råvareindeks (en sammenlægning af 22 råvarer, hvor olie, gas og benzin udgør ca. 25%) med 10%. For hele 2015 faldt råvareindekset med 25%, og vi skal tilbage til 1999 for at finde et tilsvarende niveau.

Energiselskaber udgjorde ca. 5% og mineselskaber ca. 1,6% af universet, og afdelingen var undervægtet i energiselskaber med ca. 3 procentpoint og i mineselskaber med ca. 1,4 procentpoint i 4. kvartal.

Autosektoren fik lidt medvind sidst på året, dels hjulpet af en større klarhed over snyderiet i Volkswagen og dels fra stigende bilsalg i Kina (oven på skattebegunstigelse). Afdelingens eksponering til VW blev hævet efter nyheder om, at de havde fundet en billig løsning til erstatning af snydesoftwarens uden for USA. VW var ultimo 2015 endnu ikke blevet mødt med et bødeforlæg fra den amerikanske stat.

I starten af december sænkede ECB, den europæiske centralbank,

indlånsrenten med 0,1 procentpoint til minus 0,3%. Markedet havde forventet en større udvidelse af opkøbsprogrammet og en mulig inkludering af virksomhedsobligationer, men her leverede ECB ikke. Den amerikanske centralbank (FED) hævede den officielle USD-rente med 0,25 procentpoint medio december og indikerede 3-4 renteforhøjelser i løbet af 2016.

Afdelingens formue udgjorde 472.935 t.kr. ultimo 2015 mod 565.015 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -92.080 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoindløsninger for i alt 55.504 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -5.959 t.kr. Det foreslås, at der udbetales 5,30 kr. pr. bevis i udbytte for 2015.

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

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

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

#### **Forventninger til afkast for 2016**

Vort hovedscenarie for 2016 er et beskedent afkast i niveauet minus 1 til plus 1%. Centralbankerne vil også i 2016 spille en afgørende rolle, og gennemfører den amerikanske centralbank 3-4 renteforhøjelser, vil det være svært at forestille sig, at europæiske renter ikke også vil stige. Hvis renteforhøjelser sker oven på stigende vækst, vil en del af en renteforhøjelse dog blive imødegået af faldende kreditpræmier.

For så vidt angår kreditpræmierne, forventer vi, at europæiske ikke-finansielle virksomheder – særligt hvis væksten bliver svag – vil følge de seneste års tendens fra USA og øge aktietilbagekøb og udbyttebetalinger. Dette vil hæve virksomhedernes gældsætning og tillige øge udbuddet af obligationer. Vi forventer derfor ikke en større indsnævring af kreditspænd, med mindre ECB sætter virksomhedsobligationer på opkøbslisten (hvilket vi ikke forventer). For bankerne forventer vi, at der frem mod 2019 (fuld indfasning af Basel III) vil ske en fortsat konsolidering. Vi tror derfor, at finansobligationer vil klare sig lidt bedre i 2016.

Vi forventer nogen volatilitet, særligt op mod rentemøderne i FED, og de seneste års fænomen med til tider meget begrænset likviditet i markedet vil fortsætte. Forventningerne er som altid behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter</b>		
1 Renteindtægter	14.601	19.958
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>14.601</b>	<b>19.958</b>
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Obligationer	-13.920	27.088
Afledte finansielle instrumenter	-451	-209
Valutakonti	-110	-43
2 Handelsomkostninger	509	542
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-14.990</b>	<b>26.294</b>
<b>I alt indtægter</b>	<b>-389</b>	<b>46.252</b>
3 Administrationsomkostninger	5.570	6.402
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-5.959</b>	<b>39.850</b>
<b>Resultatdisponering og udlodning- sopgørelse</b>		
<b>Formuebevægelser</b>		
Udlodningsregulering	-1.958	-3.477
Overført fra sidste år	30	0
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-1.928</b>	<b>-3.477</b>
<b>Til disposition</b>	<b>-7.887</b>	<b>36.373</b>
<b>Forslag til anvendelse</b>		
7 Foreslået udlodning	21.822	32.173
Overført til udlodning næste år	21	30
Overført til formue	-29.730	4.170
<b>I alt disponeret</b>	<b>-7.887</b>	<b>36.373</b>

Balance pr. 31. december	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	11.166	4.358
Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
4 <b>I alt likvide midler</b>	<b>11.196</b>	<b>4.388</b>
<b>Obligationer</b>		
Noterede obligationer fra danske udstedere	36.541	43.741
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	409.790	494.474
Unoterede obligationer	8.291	12.958
4 <b>I alt obligationer</b>	<b>454.622</b>	<b>551.173</b>
<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
Unoterede afledte finansielle instru- menter	0	274
4.5 <b>I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>0</b>	<b>274</b>
<b>Andre aktiver</b>		
Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	7.185	9.291
Andre tilgodehavender	50	3
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>7.235</b>	<b>9.294</b>
<b>Aktiver i alt</b>	<b>473.053</b>	<b>565.129</b>
<b>Passiver</b>		
6 Medlemmernes formue	472.935	565.015
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	118	114
<b>I alt anden gæld</b>	<b>118</b>	<b>114</b>
<b>Passiver i alt</b>	<b>473.053</b>	<b>565.129</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-67	-7			
Noterede obligationer fra danske udstedere		972	1.279			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		13.427	18.559			
Unoterede obligationer		269	127			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>14.601</b>	<b>19.958</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		619	681			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-110	-139			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>509</b>	<b>542</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	0	10	10	0	13	13
Revisionshonorar	0	13	13	0	15	15
Andre honorarer til revisorer	0	2	2	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	10	10	0	16	16
Gebyrer til depotselskab	206	0	206	228	0	228
Andre omk. i forb. med formueplejen	4.723	0	4.723	5.462	0	5.462
Øvrige omkostninger	12	75	87	0	64	64
Fast administrationshonorar	519	0	519	604	0	604
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>5.460</b>	<b>110</b>	<b>5.570</b>	<b>6.294</b>	<b>108</b>	<b>6.402</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				94,4%		95,3%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				1,8%		2,3%
Andre aktiver og passiver				3,9%		2,4%
Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved at rette henvendelse til BI Management A/S.						
<b>Formue fordelt på kreditværdighed</b>						
Investment grade AAA-AA				2%		7%
Investment grade A-BBB				84%		90%
Non Investment grade BB-CCC				11%		2%
Andre inklusiv kontanter				3%		1%
<b>Formue fordelt på varighed</b>						
Varighed 0-2 år				21%		16%
Varighed 2-5 år				36%		43%
Varighed > 5 år				43%		41%
<b>5 Afledte finansielle instrumenter</b>						
			<b>31/12/15</b>			<b>31/12/14</b>
			(t.kr.)			(t.kr.)
<b>Aktiv</b>			<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>	<b>noteret</b>	<b>unoteret</b>
Valutaterminsforretninger		0	0	0	0	274
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>274</b>

Noter

6 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	459.617	565.015	549.992	632.964
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		32.173		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		1.556		0
Emissioner i året	56.047	66.217	24.547	28.751
Indløsninger i året	103.939	122.251	114.922	136.915
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		530		365
Udlodningsregulering		1.958		3.477
Overført udlodning fra sidste år		-30		0
Overført udlodning til næste år		21		30
Foreslået udlodning		21.822		32.173
Overført fra resultatopgørelsen		-29.730		4.170
<b>Formue ultimo</b>	<b>411.725</b>	<b>472.935</b>	<b>459.617</b>	<b>565.015</b>

7 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år		30	0
Renter og udbytter		14.601	19.967
Kursgevinster til udlodning		14.740	22.115
Udlodningsregulering ved emission/indløsning		-2.441	-4.104
<b>I alt indkomst før administrationsomkostninger</b>		<b>26.930</b>	<b>37.978</b>
Administrationsomkostninger		-5.570	-6.402
Udlodningsregulering administrationsomkostninger		483	627
<b>I alt rådighed for udlodning</b>		<b>21.843</b>	<b>32.203</b>

8 Femårsoversigt

	2015	2014	2013	2012	2011
Årets nettoresultat (t.kr.)	-5.959	39.850	17.121	88.785	17.838
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	472.935	565.015	632.964	748.787	676.460
Cirkulerende andele (stk.)	4.117.250	4.596.170	5.499.920	6.678.820	6.835.040
Indre værdi	114,87	122,93	115,09	112,11	98,97
Udlodning (%)	5,30	7,00	0,00	0,00	0,00
Omkostningsprocent	1,06	1,06	1,05	1,07	1,07
Årets afkast (%)	-1,02	6,83	2,65	13,27	2,51
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	387.113	425.129	299.502	322.139	160.115
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	468.995	508.372	403.916	267.885	377.345
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	856.108	933.501	703.419	590.024	537.460
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	704.481	743.565	456.343	346.463	261.921
Omsætningshastighed	0,67	0,61	0,34	0,24	0,17
ÅOP	1,17	1,38	1,33	1,39	1,40
Sharpe Ratio	1,25	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,44	-	-	-	-
Tracking Error (%)	0,59	-	-	-	-
Information Ratio	0,13	-	-	-	-
Benchmark:					
Afkast (%)	-0,96	8,07	2,13	12,70	1,90
Sharpe Ratio	1,21	-	-	-	-
Standardafvigelse (%)	3,49	-	-	-	-



## Afdelingsberetning

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 20/03/2013

Risikoklasse: 4

Benchmark: Barclays US High Yield 2% Issuer Cap, hedget til DKK

Fondskode: DK0060461424

Porteføljerådgiver: State Street Global Advisors Limited

### Indledning

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med årsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. Ledelsens vurdering af afdelingens særlige risici fremgår nedenfor. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk).

### Investerings- og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt i værdipapirer primært i virksomhedsobligationer. Investering globalt betyder, at der både kan investeres i de udviklede markeder som for eksempel Europa og USA samt de mindre udviklede markeder som for eksempel Latinamerika og Asien. Strategien indeholder ikke begrænsninger med hensyn til vægten i enkelte lande eller sektorer. Afdelingen fokuserer på virksomhedsobligationer, men andre obligationstyper vil til tider også kunne findes i porteføljen.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. Obligationerne i denne afdeling skal primært have en karakter under BBB-. Ikkebørsnoterede obligationer handlet på det amerikanske marked for High Yield obligationer skal på købstidspunktet minimum have en karakter på C.

Der kan anvendes særlige finansielle aftaler for at reducere eller øge risikoen. For andre valutaer end DKK og EUR må afdelingens valutakursrisiko mod den enkelte valuta ikke overstige 5 procent af formuen.

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

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

herom. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

Målet for afdelingen er over en treårig periode at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for amerikanske high yield obligationer. Som investor får du løbende pleje af din investering og risikospredning indenfor afdelingens investeringsområde. En del af dit investeringsafkast kan blive udbetalt som udbytte. Størrelsen afhænger blandt andet af renter og kursgevinster. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af udbyttet. Investor forventes at være private som investerer for pensions- eller frie midler samt selskaber med en mellemlang til lang tidshorison.

Afkastet af obligationsinvesteringer kan variere moderat over tiden, og det pointeres, at historiske afkast ikke kan anvendes som rettesnor for fremtidige afkast. Det gælder særligt i den udstrækning, at det nuværende renteniveau er lavere end det historiske renteniveau. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer, evt. ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter som nævnt ovenfor. Brugen af afledte finansielle instrumenter forventes kun i begrænset omfang at påvirke afdelingens overordnede risikoprofil.

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

### Afkast og formueudvikling

Afdelingen gav et afkast på -3,4% mod sammenligningsindekssets afkast på -5,5%. Primo året forventede vi et afkast for US High Yield-virksomhedsobligationer på ca. 3% for 2015 baseret på, at renten primo året androg 6,6%, at det positive vækstspor i USA ville fortsætte, at den amerikanske centralbank ville hæve renten én gang, og at konkursraten uden for energisektoren fortsat ville ligge pænt under det historiske gennemsnit. En potentiel joker eller "Sorteper" var olieprisudviklingen, da ca. 13% af universet bestod af energiobligationer, og vi forventede, at olieprisen i løbet af 2015 ville stabilisere sig lidt højere (lukkede 2014 i 53 USD pr. tønde). Vi anførte tillige to alternative afkastforventninger baseret på en oliepris på henholdsvis 40 og 75 USD pr. tønde, hvor vi forventede et afkast på henholdsvis minus 1% og plus 4,5%.

I forbindelse med halvårsrapporten justerede vi afkastforventningerne for 2015 til 2-4% baseret på, at olieprisen havde stabiliseret sig lidt højere. Ved halvåret havde afdelingen leveret et afkast på 2,3% mod universets 1,9%. 2. halvår levede langt fra op til vore forventninger, som anført nedenfor, og afdelingen leverede for hele 2015 et afkast på minus 3,4% mod universets afkast på minus 5,5%. Merafkastet kan tilskrives, at afdelingen gennem hele året var undervægtet i energi- og mineselskabsobligationer.

1. kvartal startede med en annoncering af et obligationsopkøbsprogram i Europa. Programmet blev igangsat i marts, og dette styrkede den amerikanske dollar med ca. 11% over for euroen, ligesom det fik de amerikanske statsrenter til at falde. I kvartalet var der tegn på en bedring i arbejdsløshedstallene, men den amerikanske centralbank (FED) skubbede tidspunktet for første renteforhøjelse. Olieprisen stabiliserede sig, hvilket var en vigtig årsag til, at High Yield så pæn investorinteresse. Universets effektive rente faldt fra 6,6 til 6,2%.

I 2. kvartal steg renten til samme niveau som ved årets begyndelse, da fokus blev ændret fra deflation til inflation oven på lidt bedre økonomiske data. Antallet af konkurser steg svagt, men lå på et lavt niveau. I slutningen af juni valgte Grækenland ikke at lave en ny gældsftale med landets største kreditorer (EU, IMF og ECB). Det gav en kraftig stigning i kreditpræmierne, selvom amerikanske High Yield-virksomheder kun i ringe grad er eksponeret til Grækenland. Universets effektive rente lukkede i 6,7%.

3. kvartal startede med nyheden om, at Iran (som har verdens 4. største oliereserver) havde indgået en atomaftale med stormagterne, hvorved embargoen på iransk olie ophæves fra februar 2016. Dette var ikke godt nyt for High Yield-markedet, da olieprisen (WTI) faldt fra 60 USD pr. tønde primo kvartalet til 38 USD den 24.8., men kvartalet lukkede på 45 USD pr. tønde. Seks selskaber (herunder fire energiselskaber) gik konkurs, og tre energiselskaber fik deres gæld restruktureret. Universets effektive rente steg til 8%, og afdelingen leverede et afkast på minus 4,0% i kvartalet mod universets minus 5,0%.

I 4. kvartal oplevede High Yield fornyet salgspres, efter den amerikanske centralbank på sit oktobermøde blev meget fast i retorikken om at ville hæve renten i december (hvilket centralbanken så også gjorde). Samtidig annoncerede direktøren for verdens næststørste mineselskab, at de gik efter at presse svagere konkurrenter ud af markedet. OPEC, organisationen for olieproducerende lande, kunne i december ikke enes om at nedskære produktionen, blandt andet grundet usikkerhed om, hvor meget olie Iran kommer til at producere. I løbet af kvartalet faldt råvarepriserne ifølge Bloombergs råvareindeks (en sammenvægtning af 22 råvarer, hvor olie, gas og benzin udgør ca. 25%) med 10%. For hele 2015 faldt råvareindekset med 25%, og vi skal tilbage til 1999 for at finde et tilsvarende niveau. WTI-olieprisen faldt til 37 USD pr. tønde.

Ultimo året faldt 12-månederskonkursraten (gældsvægtet) – på papiret – ifølge JP Morgan til 1,8% (3% ultimo 2014). Faldet dækker dog over, at to af historiens fire største konkurser (TXU og Caesar med samlet High Yield-gæld på ca. 29 mia. USD – begge selskaber havde haft store problemer siden finanskrisens start) var med i 2014-tallet, men ikke i 2015. Korrigeres herfor, steg konkursraten fra ca. 1 primo til ca. 1,8% ultimo 2015, hvilket dog var pænt under

de seneste 10 og 25 års gennemsnit på henholdsvis 2,4% og 3,5%. I 2015 gik 29 selskaber konkurs (mod 17 i 2014), og hovedparten af selskaberne var inden for mine- og energidrift.

Flow-data fra de største High Yield-investeringsforeningsfonde i USA viste større outflow, det vil sige, at investorer trak penge ud fra aktivklassen. Dette er normalt i perioder med større usikkerheder. Markedsdybden faldt, og spændet mellem købs- og salgspriser steg. I perioder var likviditeten stort set ikke-eksisterende.

Universets effektive rente (i USD) steg ultimo året til 8,7%, hvoraf kreditpræmien androg 6,6%. Udelades energiobligationer fra universet, steg den effektive rente i løbet af 2015 fra 6,2% til 8,0%.

Afdelingens formue udgjorde 3.956.176 t.kr. ultimo 2015 mod 1.787.334 t.kr. ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 2.168.842 t.kr. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 2.371.055 t.kr. Årets nettoresultat udgjorde -202.213 t.kr. Det foreslås, at der ikke udbetales udbytte for 2015.

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

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

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

#### Forventninger til 2016

I november og december modtog vi afkastforventninger for 2016 fra USA's to største investeringsbanker, der selv låner penge ud til High Yield-virksomheder. De to investeringsbanker har et noget forskelligt syn på US High Yield, og den ene forventer et afkast på minus 2-3%, mens den anden forventer et afkast på plus 5-6%. Afkastforventningerne fra fire andre store investeringsbanker ligger mellem de to store.

Vi forventer, at 2016 formentligt vil blive volatilt. Jokerne/"Sorteper" vil igen i 2016 være udviklingen i råvarepriserne og naturligvis udviklingen i den globale økonomi. Ligeledes vil centralbankerne også spille en afgørende rolle, men det vurderes at være vigtigere for de mere rentefølsomme aktivklasser.

De seneste års fænomen med til tider meget begrænset likviditet i markedet forventes at fortsætte. Forventningerne er som altid behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse			Balance pr. 31. december		
	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)		2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>			<b>Aktiver</b>		
1 Renteindtægter	196.783	99.397	<b>Likvide midler</b>		
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>196.783</b>	<b>99.397</b>	Indestående i depotselskab	193.317	61.528
			Indestående i andre pengeinstitutter	30	30
<b>Kursgevinster og -tab</b>			<b>4 I alt likvide midler</b>	<b>193.347</b>	<b>61.558</b>
Obligationer	-72.893	148.562	<b>Obligationer</b>		
Afledte finansielle instrumenter	-282.286	-226.729	Noterede obligationer fra uden-		
Valutakonti	688	2.978	landske udstedere	1.116.989	516.812
Øvrige aktiver/passiver	94	0	Unoterede obligationer	2.558.871	1.225.138
2 Handelsomkostninger	892	522	<b>4 I alt obligationer</b>	<b>3.675.860</b>	<b>1.741.950</b>
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-353.289</b>	<b>-75.711</b>	<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
			Unoterede afledte finansielle instru-		
<b>I alt indtægter</b>	<b>-156.506</b>	<b>23.698</b>	menter	36.596	0
3 Administrationsomkostninger	44.781	22.641	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>36.596</b>	<b>0</b>
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-201.287</b>	<b>1.045</b>	<b>Andre aktiver</b>		
<b>Resultatdisponering og udlodnings-</b>			Tilgodehavende renter, udbytte m.m.	65.152	29.696
<b>opgørelse</b>			Andre tilgodehavender	218	32
<b>Formuebevægelser</b>			Mellemværende vedr. handelsafvikling	41.953	7.449
Udlodningsregulering	-297.513	6.594	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>107.323</b>	<b>37.177</b>
Overført fra sidste år	-116.138	680	<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.013.126</b>	<b>1.840.685</b>
<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>-413.651</b>	<b>7.274</b>	<b>Passiver</b>		
<b>Til disposition</b>	<b>-614.938</b>	<b>8.319</b>	6 Medlemmernes formue	3.956.176	1.787.334
<b>Forslag til anvendelse</b>			<b>Afledte finansielle instrumenter</b>		
7 Overført til udlodning næste år	-484.896	-116.138	Unoterede afledte finansielle instru-		
Overført til formue	-130.042	124.457	menter	36.780	52.012
<b>I alt disponeret</b>	<b>-614.938</b>	<b>8.319</b>	<b>4,5 I alt afledte finansielle instrumenter</b>	<b>36.780</b>	<b>52.012</b>
			<b>Anden gæld</b>		
			Skyldige omkostninger	2.057	1.315
			Mellemværende vedr. handelsafvikling	18.113	24
			<b>I alt anden gæld</b>	<b>20.170</b>	<b>1.339</b>
			<b>Passiver i alt</b>	<b>4.013.126</b>	<b>1.840.685</b>

8 Femårsoversigt

Noter		2015	2014			
		(t.kr.)	(t.kr.)			
<b>1 Renteindtægter</b>						
Indestående i pengeinstitutter		-411	-42			
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere		52.707	22.993			
Unoterede obligationer		142.939	75.560			
Andre aktiver		1.548	886			
<b>I alt renteindtægter</b>		<b>196.783</b>	<b>99.397</b>			
<b>2 Handelsomkostninger</b>						
Bruttohandelsomkostninger		1820	1.110			
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter		-928	-588			
<b>I alt handelsomkostninger</b>		<b>892</b>	<b>522</b>			
<b>3 Administrationsomkostninger</b>						
		<b>2015</b>	<b>2014</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>			
	<b>direkte</b>	<b>fælles</b>	<b>i alt</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	0	61	61	0	35	35
Revisionshonorar	0	27	27	0	21	21
Andre honorarer til revisorer	0	2	2	0	0	0
Markedsføringsomkostninger	0	47	47	0	41	41
Gebyrer til depotselskab	1.962	0	1.962	1.491	0	1.491
Andre omk. i forb. med formueplejen	39.271	0	39.271	19.333	0	19.333
Øvrige omkostninger	0	175	175	10	124	134
Fast administrationshonorar	3.236	0	3.236	1.586	0	1.586
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>44.469</b>	<b>312</b>	<b>44.781</b>	<b>22.420</b>	<b>221</b>	<b>22.641</b>
<b>4 Finansielle Instrumenter</b>						
Børsnoterede finansielle instrumenter				28,2%		28,9%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked				64,7%		68,5%
Øvrige finansielle instrumenter				0,0%		-2,9%
Andre aktiver og passiver				7,1%		5,4%
<p>Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.</p>						
<b>Kreditværdighed</b>						
Investment grade A-BBB				0%		1%
Non Investment grade BB-CCC				94%		98%
Andre inklusiv kontanter				6%		1%
<b>Varighed</b>						
Varighed < 2 år				11%		8%
Varighed 2-5 år				56%		59%
Varighed > 5 år				33%		33%

Noter

2015  
(t.kr.)      2014  
(t.kr.)

5 Afledte finansielle instrumenter

Aktiv	2015		2014	
	noteret	unoteret	noteret	unoteret
Valutaterminforretninger	0	36.596	0	0
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, aktiv</b>	<b>0</b>	<b>36.596</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Passiv</b>				
Valutaterminforretninger	0	36.780	0	52.012
<b>I alt afledte finansielle instrumenter, passiv</b>	<b>0</b>	<b>36.780</b>	<b>0</b>	<b>52.012</b>

6 Medlemmernes formue

	2015		2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	1.840.952	1.787.334	958.645	992.920
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		80.526
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-8.658
Emissioner i året	2.542.889	2.515.961	1.209.389	1.200.445
Indløsninger i året	166.259	157.521	327.082	325.385
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		11.689		7.493
Udlodningsregulering		297.513		-6.594
Overført udlodning fra sidste år		116.138		-680
Overført udlodning til næste år		-484.896		-116.138
Overført fra resultatopgørelsen		-130.042		124.457
<b>Formue ultimo</b>	<b>4.217.582</b>	<b>3.956.176</b>	<b>1.840.952</b>	<b>1.787.334</b>

7 Til rådighed for udlodning

Udlodning overført fra sidste år	-116.138	680
Renter	196.783	99.420
Kursgevinster til udlodning	-268.028	-222.832
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-297.513	6.594
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>	<b>-484.896</b>	<b>-116.138</b>

Noter

8 Femårsoversigt	2015	2014	2013 *)
Årets nettoresultat (t.kr.)	-201.287	1.045	19.013
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	3.956.176	1.787.334	992.920
Cirkulerende andele (stk.)	42.175.820	18.409.520	9.586.450
Indre værdi	93,80	97,09	103,58
Udlodning (%)	0,00	0,00	8,40
Omkostningsprocent	1,43	1,45	1,14
Årets afkast (%)	-3,38	1,76	3,32
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	3.278.721	1.725.966	1.166.929
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	1.272.099	1.048.008	210.712
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	4.550.820	2.773.975	1.377.640
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	2.231.365	1.305.240	415.762
Omsætningshastighed	0,36	0,42	0,32
ÅOP	1,73	1,81	1,83
Sharpe Ratio	-	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-	-
Tracking Error (%)	-	-	-
Information Ratio	-	-	-
Benchmark:			
Afkast (%)	-5,50	1,99	4,05
Sharpe Ratio	-	-	-
Standardafvigelse (%)	-	-	-

\*) Regnskabsperioden omfatter 20.03. – 31.12.2013.

## Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

### Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

### Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde den enkelte afdeling, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når den enkelte afdeling som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå den enkelte afdeling, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen. Finansielle instrumenter består af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver udgøres af likvide beholdninger, kapitalandele, obligationer og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi. Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

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

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

### Usikkerhed ved indregning eller måling

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

### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, obligationer, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1600 valutakursen.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på anskaffelsestidspunktet indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

### Resultatopgørelse

#### Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter af obligationer og indestående i pengeinstitutter samt renteudgifter af indestående.

Aktieudbytter indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.

#### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på valutakonti, obligationer, kapitalandele og afledte finansielle instrumenter med videre.

Realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele og obligationer opgøres som forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet fratrukket dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret.

Ændringer i dagsværdien af afledte finansielle instrumenter indregnes i resultatopgørelsen under afledte finansielle instrumenter.

#### Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger ved løbende drift ved handel med finansielle instrumenter.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, indregnes direkte i medlemmernes formue.

Beløbet opgøres, som den andel af bruttohandelsomkostningerne,

som forholdsmæssigt kan henføres til omsætning i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregning af omsætningshastigheden.

#### Administrationsomkostninger

Direkte omkostninger består af de omkostninger, som direkte kan henføres til den enkelte afdeling. Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationshonoraret til BI Management A/S er opført som "Fast administrationshonorar". Foreningen har desuden indgået en aftale med BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S om investeringsrådgivning, porteføljepleje, markedsføring og distribution af foreningsandele samt informationsformidling. BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S modtager for sine ydelser et samlet honorar pr. afdeling som udgør en procentdel af den enkelte afdelings gennemsnitlige formue. Honorar indgår i regnskabsposten "Andre omkostninger i forbindelse med formuepleje". Tidligere blev der foretaget en opdeling mellem regnskabsposterne "Andre omkostninger i forbindelse med formuepleje" og "Markedsføringsomkostninger". Sammenligningstallene er tilpasset den gældende aftale.

Fællesomkostninger består af omkostninger som vedrører to eller flere afdelinger/foreninger som administreres af BI Management A/S. Disse omkostninger fordeles mellem afdelingerne/foreningerne i forhold til den gennemsnitlige formue.

#### Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat og renteskat som ikke kan refunderes.

#### Udlodning

De udloddende afdelinger foretager hvert år en udlodning i overensstemmelse med foreningens vedtægter og de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsindkomst.

Afdelingerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen.

Minimumsindkomsten opgøres i hovedtræk på grundlag af:

- Indtjente renter og udbytter samt nettoindtægter
- Realiserede nettokursgevinster på obligationer og valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Erhvervede skattepligtige nettogevinster ved anvendelse af afledte finansielle instrumenter
- Afholdte administrationsomkostninger
- Tab til fremførelse

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balance-

dagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste tiendedel procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end 0,10 procent. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år. Udlodningsregulering fra årets emissioner og indløsninger indgår i de respektive udloddende afdelingers resultat til udlodning og beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission/indløsning.

Udlodningsreguleringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særskilt post under medlemmernes formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlodningsbeløb tillægges/fradrages den pågældende afdelings formue.

#### Balance

##### Likvide midler

Likvide midler måles til dagsværdi, der svarer til den nominelle værdi.

##### Kapitalandele og obligationer

Kapitalandele, American Depository Receipts (ADRs), Global Depository Receipts (GDRs) og obligationer måles til dagsværdi. På noterede kapitalandele og obligationer fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Hvis denne kurs ikke afspejler dagsværdien, fastlægges værdien på grundlag af værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Udtrukne obligationer optages til nutidsværdien. Unoterede kapitalandele og obligationer måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder. Obligationer, som indgår i repo-forretninger, eller som er solgt på termin, optages under obligationer, og der indregnes en finansiell forpligtelse svarende til den betaling der er modtaget i forbindelse med forretningen.

##### Afledte finansielle instrumenter

Noterede afledte finansielle instrumenter måles til lukkekurs (dagsværdi) på balancedagen.

Afledte finansielle instrumenter, som ikke er genstand for offentlig notering, måles til dagsværdi opgjort efter almindeligt anerkendte værdiansættelsesteknikker. Disse teknikker omfatter anvendelse af tilsvarende nylige transaktioner mellem uafhængige parter, henvis-



ning til andre tilsvarende instrumenter og en analyse af tilbagediskonterede pengestrømme samt options- og andre modeller baseret på observerbare markedsdata. Det er ledelsens opfattelse, at de anvendte metoder og skøn, der indgår i værdiansættelsesteknikkerne, resulterer i et pålideligt billede af instrumenternes dagsværdi.

Afledte finansielle instrumenter med en positiv dagsværdi optages som en særskilt regnskabspost under aktiver, og afledte finansielle instrumenter med en negativ dagsværdi optages som en særskilt regnskabspost under passiver.

#### Andre aktiver

Andre aktiver måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af værdipapirer samt emissioner, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Tilgodehavende rente, udbytte m.m. består af periodiserede renter på likvider og obligationer, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter i henhold til indgået dobbeltbeskatningsoverenskomster.

#### Anden gæld

Anden gæld måles til dagsværdi og består af periodiserede omkostninger til for eksempel rådgivning, administration samt depotgebyr. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

#### Nøgletal

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinjer fra Investeringsfondsbranchen.

#### Indre værdi

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

#### Udlodning i procent

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

#### Omkostningsprocent

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige formue opgjort på daglig basis.

#### Sharpe Ratio

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen.

Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen). Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

#### Årets afkast i procent

beregnes som:

$$\frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}}{\text{Indre værdi primo året}}$$

(Hvor geninvesteret udlodning opgøres således:  $\frac{\text{Udlodning}}{\text{Indre værdi ultimo året/indre værdi efter udlodning} - 1}$ ) x indre værdi ultimo året/indre værdi efter udlodning. x 100

#### ÅOP (Årlige omkostninger i procent)

ÅOP beregnes som summen af omkostningsprocenten fra Central Investorinformation, resultatbetinget honorar og direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag. Såfremt afdelingen er en såkaldt Fund of Funds, det vil sige investerer mere end 20 procent af formuen i andre investeringsafdelinger, tillægges en forholdsmæssig andel af deres administrationsomkostninger på opgørelsestidspunktet.

Ingen af foreningens afdelinger anvender resultatbetinget honorar eller foretager investeringer i andre investeringsafdelinger.

#### Værdipapiromsætning, brutto og netto

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer fratrukket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrukket handelsomkostninger i forbindelse med emissioner og indløsninger.

#### Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden afspejler, hvor mange gange om året beholdningen omsættes. Den beregnes som værdipapiromsætningen opgjort til nettoværdi i forhold til den gennemsnitlige formue, opgjort efter samme principper som ved beregning af omkostningsprocenten. Anvendelsen af netttotal medfører, at det alene er handlen i forbindelse med den løbende porteføljepleje, der måles.

#### Standardafvigelse

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet.

Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68 procent sandsynlighed fordele sig +/- en standardafvigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95 procent sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnitsafkastet.

#### Benchmark (sammenligningsindeks)

En afdelings afkast sammenlignes oftest med afkastet på et anerkendt sammenligningsindeks (benchmark).

#### Tracking Error

Tracking Error angiver spredningen på afkastforskellen mellem afdelingen og dens sammenligningsindeks i forhold til den gennemsnitlige afkastforskel. Tracking Error beskriver således hvor tæt afdelingen følger sit sammenligningsindeks. En lav Tracking Error betyder at afdelingen følger sammenligningsindekset tæt, mens en høj Tracking Error modsat betyder at afdelingen og sammenligningsindeks ikke følges særlig tæt.

#### Information Ratio

Information Ratio beskriver hvor godt afdelingen har klaret sig i forhold til den relative risiko som der er taget i forhold til sammenligningsindekset. Information Ratio beregnes som afkastforskellen mellem afdelingen og sammenligningsindeks i forhold til Tracking Error. Positiv Information Ratio betyder at afdelingen har klaret sig bedre end sit sammenligningsindeks, hvor en Information Ratio over 0,5 er godt, mens negativ Information Ratio betyder det modsatte.

#### Kreditværdighed

Kreditrating er opgjort efter standardmetoden fra bilag 5 i kapitaldækningsbekendtgørelsen. Såfremt en eksponering er vurderet af kun et kreditvurderingsinstitut anvendes denne. Hvis der foreligger to kreditvurderinger anvendes den med lavest rating. Hvis der foreligger tre kreditvurderinger anvendes de to højeste ens vurderinger, er disse højeste vurderinger forskellige anvendes den midterste af alle tre kreditvurderinger.

#### Varighed

Matematisk udtryk, der måler, hvor kursfølsom en obligation er over for ændringer i renten. Jo højere varighed en obligation har, jo mere følsom er den over for ændringer i renten – også kaldes rentefølsomhed. En obligationsafdeling med en varighed på fem år har således en større kursrisiko end en afdeling med en varighed på to år.

#### Fusion

Ved sammenlægning (fusion) af afdelinger indregnes og måles de overtagne aktiver og forpligtelser i den erhvervende afdeling til dagsværdi på ombytningsdagen. Fusionsvederlaget, som den fortsættende afdeling modtager på ombytningsdagen vises i en særskilt

linje under medlemmernes formue i den fortsættende afdeling.

Der foretages tilpasning af det udlokningspligtige resultat i den fortsættende afdeling.

#### Active Share:

Active share er et mål for, hvor stor en andel af en afdeling, der ikke er sammenfaldende med det valgte benchmark. Active share beregnes ud fra følgende formel:

$$\text{Active Share} = 1/2 \sum_{i=1}^N [w_{\text{(afdeling,i)}} - w_{\text{(indeks,i)}}]$$

Hvor  $w_{\text{(afdeling,i)}}$  er aktiv  $i$ 's vægt i afdelingen og  $w_{\text{(indeks,i)}}$  er aktiv  $i$ 's vægt i indekset.

Der summeres over vægten af hver af afdelingens aktiver fratrukket vægten af det tilsvarende aktiv i benchmark. Udstederniveauet i afdeling og benchmark skal som udgangspunkt danne grundlag for beregningen, hvor:

- Aktiv  $i$ 's vægt i porteføljen beregnes på basis af udstederen af de underliggende værdipapirer, uanset hvilket instrument, f.eks. depotbeviser (ADR's/GDR's), afledte finansielle instrumenter, aktieklasser eller investeringer via andele i andre afdelinger eller investeringsinstitutter, som anvendes til at opnå eksponering til udsteder.
- Hvis udsteder er repræsenteret i benchmark, skal valget af instrument ikke påvirke beregningen. Der kan kun afviges herfra, såfremt instrumenttypen har været meget vigtig for investeringsbeslutningen, eller hvis instrumentet har lav korrelation med instrumenter fra samme udsteder, der indgår i benchmark.
- Kontanter indgår i beregningen som er særskilt instrument.

## Administrationsomkostninger

Oversigten viser foreningens samlede administrationsomkostninger.

	2015 (t.kr.)	2014 (t.kr.)
<b>Bestyrelshonorar</b>	<b>1.171</b>	<b>1.150</b>
Revisionshonorar	615	669
Andre honorarer	391	415
<b>Revisionshonorar i alt</b>	<b>1.006</b>	<b>1.084</b>
Markedsføringsomkostninger	1.145	1.292
Gebyrer til depotselskab	41.643	36.232
Andre omk. i forb. med formueplejen	649.143	542.689
Øvrige omkostninger	4.839	4.485
Fast administrationshonorar	59.088	52.765
<b>Administrationsomkostninger i alt</b>	<b>758.035</b>	<b>639.697</b>

## Omkostningsprocenter – 5 årsoversigt

	2015	2014	2013	2012	2011
Asien	1,65	1,68	1,64	1,65	1,62
Basis	1,57	1,61	1,62	1,61	1,60
Basis (Etik)	1,62	1,69	1,66	1,64	1,57
Pension Basis	1,57	1,60	1,59	1,60	1,60
Danmark	1,58	1,60	1,60	1,63	1,63
Danmark Akkumulerende *)	1,76	-	-	-	-
Emerging Markets Aktier	1,67	1,68	1,37	-	-
Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018	0,76	0,89	-	-	-
Europa Small Cap Aktier	1,73	1,87	-	-	-
Globale Indeksobligationer	0,83	0,84	0,80	0,84	0,85
Globalt forbrug	1,57	1,56	1,57	1,60	1,63
Højrentelande	1,21	1,22	1,20	1,21	1,20
Højrentelande, lokalvaluta	1,36	1,37	1,42	1,37	1,35
Højrentelande Akkumulerende	1,23	1,22	1,21	1,23	1,22
Højt Udbytte Aktier	1,59	1,59	1,62	1,65	1,14
Korte Danske Obligationer	0,25	0,45	0,45	0,46	0,45
Korte Danske Obligationer Akkumulerende	0,27	0,46	0,47	0,47	0,47
Lange Danske Obligationer	0,61	0,61	0,61	0,63	0,63
New Emerging Markets Aktier	2,24	2,30	2,43	2,46	2,41
Udenlandske Obligationer	0,96	1,01	0,98	0,96	0,95
USA Small Cap Aktier	2,14	2,17	-	-	-
Virksomhedsobligationer	1,06	1,07	1,06	1,08	1,06
Virksomhedsobligationer Akkumulerende	1,06	1,07	1,08	1,10	1,08
Virksomhedsobligationer Etik (SRI)	1,06	1,06	1,05	1,07	1,07
Virksomhedsobligationer High Yield	1,43	1,45	1,46	-	-

\*) Opgjort på helårsbasis

## Afkast og sammenligningsindeks – 5 årsoversigt

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Asien</b>					
Afkast afdeling	-5,35	17,62	1,92	17,74	-18,02
Afkast sammenligningsindeks	1,40	19,12	-1,39	20,95	-14,77
<b>Basis</b>					
Afkast afdeling	8,83	18,01	18,31	15,23	-8,59
Afkast sammenligningsindeks	9,00	18,39	17,49	14,79	-4,51
<b>Basis (Etik)</b>					
Afkast afdeling	8,65	19,07	17,73	16,37	-10,63
Afkast sammenligningsindeks	9,00	18,39	17,49	14,79	-4,51
<b>Pension Basis</b>					
Afkast afdeling	8,78	18,04	18,20	15,18	-8,64
Afkast sammenligningsindeks	9,00	18,39	17,49	14,79	-4,51
<b>Danmark</b>					
Afkast afdeling	31,61	20,52	31,02	24,22	-19,12
Afkast sammenligningsindeks	30,83	17,22	38,30	23,81	-19,90
<b>Danmark Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	4,00	-	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	4,07	-	-	-	-
<b>Emerging Markets Aktier</b>					
Afkast afdeling	-5,75	11,32	0,64	-	-
Afkast sammenligningsindeks	-5,02	11,18	0,16	-	-
<b>Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018</b>					
Afkast afdeling	1,76	-1,22	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	-	-	-	-	-
<b>Europa Small Cap Aktier</b>					
Afkast afdeling	22,64	3,47	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	21,88	1,97	-	-	-
<b>Globale Indeksobligationer</b>					
Afkast afdeling	-1,50	7,42	-6,43	6,32	10,13
Afkast sammenligningsindeks	-1,80	8,81	-6,00	5,95	11,47
<b>Globalt forbrug</b>					
Afkast afdeling	14,93	12,09	21,23	12,53	4,68
Afkast sammenligningsindeks	18,24	20,05	24,62	17,46	5,05
<b>Højrentelande</b>					
Afkast afdeling	-0,03	4,02	-3,63	15,63	3,86
Afkast sammenligningsindeks	0,25	5,72	-3,41	15,40	4,70
<b>Højrentelande, lokalvaluta</b>					
Afkast afdeling	-5,68	6,55	-15,04	12,80	-1,61
Afkast sammenligningsindeks	-5,02	7,16	-12,92	15,41	0,67
<b>Højrentelande Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	0,12	4,05	-3,44	15,78	3,66
Afkast sammenligningsindeks	0,25	5,72	-3,41	15,40	4,70

## Afkast og sammenligningsindeks – 5 årsoversigt

	2015	2014	2013	2012	2011
<b>Højt Udbytte Aktier</b>					
Afkast afdeling	10,35	16,47	14,71	12,77	4,46
Afkast sammenligningsindeks	8,06	16,48	16,63	10,94	3,28
<b>Korte Danske Obligationer</b>					
Afkast afdeling	0,63	2,41	1,59	2,10	3,71
Afkast sammenligningsindeks	0,55	0,63	-0,19	0,61	3,00
<b>Korte Danske Obligationer Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	0,31	1,49	1,17	1,80	3,53
Afkast sammenligningsindeks	0,55	0,63	-0,19	0,61	3,00
<b>Lange Danske Obligationer</b>					
Afkast afdeling	-0,08	10,24	-0,39	4,84	10,46
Afkast sammenligningsindeks	0,24	8,06	-2,52	3,86	13,63
<b>New Emerging Markets Aktier</b>					
Afkast afdeling	-5,80	8,78	27,33	37,57	-15,19
Afkast sammenligningsindeks	-4,23	15,81	19,36	11,45	-20,02
<b>Udenlandske Obligationer</b>					
Afkast afdeling	0,08	6,20	-2,46	5,39	7,96
Afkast sammenligningsindeks	0,56	5,87	-0,72	3,78	6,81
<b>USA Small Cap Aktier</b>					
Afkast afdeling	11,65	4,95	-	-	-
Afkast sammenligningsindeks	6,71	4,86	-	-	-
<b>Virksomhedsobligationer</b>					
Afkast afdeling	-1,09	6,94	2,48	12,65	2,72
Afkast sammenligningsindeks	-0,96	8,07	2,13	12,70	1,90
<b>Virksomhedsobligationer Akkumulerende</b>					
Afkast afdeling	-1,00	6,94	2,65	12,68	2,51
Afkast sammenligningsindeks	-0,96	8,07	2,13	12,70	1,90
<b>Virksomhedsobligationer Etik (SRI)</b>					
Afkast afdeling	-1,02	6,83	2,65	13,27	2,51
Afkast sammenligningsindeks	-0,96	8,07	2,13	12,70	1,90
<b>Virksomhedsobligationer High Yield</b>					
Afkast afdeling	-3,38	1,76	3,32	-	-
Afkast sammenligningsindeks	-5,50	1,99	4,05	-	-

## Væsentlige aftaler

BankInvests børsnoterede foreninger og afdelinger er ved årsskiftet organiseret i Investeringsforeningen BankInvest, Kapitalforeningen BankInvest og Kapitalforeningen BI Private Equity.

### Struktur

Investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S er ansvarlig for den daglige administration af foreningerne og disses afdelinger. Foreningen har indgået aftale om investeringsrådgivning samt om markedsføring og distribution med BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S. Denne aftale indebærer, at BI Management A/S ved sine investeringsbeslutninger tager udgangspunkt i de analyser og vurderinger af markedsudviklingen, som BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S præsenterer. Både BI Management A/S og BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er helejede datterselskaber under BI Holding A/S.

### Depotbank

Opbevaring og forvaltning af både værdipapirer og likvide midler varetages af foreningernes depotbank J.P. Morgan Europe (UK), Copenhagen Branch. Depotbanken varetager – foruden opbevaringen af foreningernes/afdelingernes værdipapirer og likvide midler – en række kontrolopgaver i forbindelse med værdipapirhandel, emission, indløsning og lignende. Vederlaget for udførelsen af disse opgaver indgår som en andel af administrationsomkostningerne for de enkelte foreninger og afdelinger.

### Rådgivning af investorer

BankInvest yder ikke rådgivning direkte til investorer eller potentielle investorer af foreningerne/afdelingerne. Rådgivning i relation til investering varetages af andre dele af den finansielle sektor herunder specielt de over 50 pengeinstitutter, som samarbejder med BankInvest. BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har et omfattende samarbejde med de enkelte pengeinstitutters rådgivere, hvor BankInvest blandt andet stiller information til rådighed via forskellige webbaserede løsninger. Desuden står BankInvest for en lang række møder og kurser rettet mod de enkelte rådgivere hos pengeinstitutterne. Omkostninger hertil afholdes af BankInvest.

### Markedsføring

BankInvest varetager normalt ikke markedsføring direkte over for offentligheden, bortset fra en moderat profileringsannoncering. BankInvest producerer og leverer en bred vifte af markedsføringsmaterialer til pengeinstitutterne, som de anvender efter eget valg. Omkostninger hertil afholdes af BankInvest.

### Formidling

Pengeinstitutter, som ifølge aftale med BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S varetager distribution af og rådgivning om investeringsbeviserne, modtager årligt en honorering, der relaterer sig til de enkelte pengeinstitutters salg samt beholdninger af investeringsbeviser opbevaret på egne eller kunders vegne.

### Fastsættelse af priser

BankInvest fastsætter ikke egentlige børskurser for foreningernes og afdelingernes investeringsbeviser. Derimod beregner og rapporterer BankInvest løbende de indre værdier til NASDAQ Copenhagen A/S i henhold til gældende lov og bestemmelser fra NASDAQ Copenhagen A/S.

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er market maker for investeringsbeviserne fra BankInvest. Det vil sige, at BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S sørger for, at der til enhver tid er aktuelle priser på alle foreningernes og afdelingernes investeringsbeviser, og at køb og salg altid kan gennemføres. For denne opgave modtager selskabet et fast årligt vederlag. Samtlige af BankInvests foreninger og afdelinger handles over NASDAQ Copenhagen A/S handelssystemer. Foreningerne betaler et årligt vederlag til NASDAQ Copenhagen A/S i henhold til gældende satser.

### Aktiebog

BI Management A/S fører aktiebog over alle navnenoterede investorer. Denne opgave indeholder løbende administration, udstedelse af adgangskort til generalforsamlinger, stemmesedler samt øvrige forhold omkring afholdelse af generalforsamlinger. Alle investeringsbeviser udstedes gennem Værdipapircentralen A/S. De gebyrer, som Værdipapircentralen A/S opkræver, indgår som en andel af de samlede administrationsomkostninger for de enkelte foreninger og afdelinger.

## Øvrige forhold

Foreningen er i sin løbende drift involveret i diverse sager, herunder særligt skattesager. Sagerne vurderes løbende, og der foretages de nødvendige hensættelser til såvel gevinster og tab. De verserende sager forventes ikke at kunne få en væsentlig betydning for foreningens eller afdelingernes økonomiske stilling.

## Bag om BankInvest

BankInvest er en dansk kapitalforvalter og udbyder af investerings- og kapitalforeninger med en samlet formue under forvaltning og administration på mere end 120 mia. kr.

BankInvest blev etableret tilbage i 1969 og har som formål at levere aktiv kapitalforvaltning og administration af høj kvalitet til kunder i ind- og udland.

BankInvest-koncernen der omfatter en række finansielle virksomheder beskæftiger i alt godt 100 medarbejdere.

Ejerkredsen bag moderselskabet BI Holding A/S består af 37 danske regionale og lokale pengeinstitutter, hvor ingen af aktionærerne uanset ejerandel har stemmeret for mere end 15 % af aktiekapitalen.

Størstedelen af den af BankInvest forvaltede og administrerede formue kommer fra ca. 220.000 private investorer, der er kunder i de mere end 50 danske og udenlandske pengeinstitutter, som distribuerer og rådgiver om de af BankInvest udbudte investeringsprodukter. 56 % af den aktivt forvaltede formue er placeret i obligationer og 44 % i aktier.

BankInvest tilpasser løbende udbuddet af produkter og services ydelser efter kundønsker og forretningsmæssige overvejelser og tilbyder ud over en bred vifte af basisprodukter med fokus på danske, europæiske og globale værdipapirer også investeringer i f.eks. Emerging Markets-aktier og -obligationer samt investeringsafdelinger, der aktivt indenfor samme afdeling blander investeringer i aktier og obligationer.

De senere års øgede fokus på etiske investeringer imødekommer BankInvest ved at udbyde etisk screenede versioner af udvalgte investeringsafdelinger. Denne screening (for bl.a. våben, alkohol, tobak og spil) foretages af en ekstern uafhængig rådgiver. Ligeledes foretages en såkaldt normbaseret screening af selskaberne bag de værdipapirer, der indgår i BankInvests investeringsafdelinger for mulige krænkelse af principperne i FN's Global Compact, som omfatter menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder, miljø og anti-korruption). BankInvest underskrev i 2008 FN's principper for ansvarlige investeringer, UN PRI.

BankInvests brede udbud af investeringsafdelinger giver den enkelte investor de bedste muligheder for at få sammensat sine investeringer, således at ønsker om risikoprofil, investeringshorisont og særlige interesseområder kan imødekommes.

Fordele ved at investere via BankInvests investeringsafdelinger er yderligere, at:

- Investeringerne løbende overvåges og tilpasses af erfarne, professionelle investeringsmedarbejdere
- Investorerne får adgang til værdipapirer, som handles på aktie- og obligationsmarkeder over hele verden
- Investeringerne spredes indenfor de enkelte investeringsafdelinger på mange forskellige værdipapirer, sektorer og lande
- Finanstilsynet fører offentligt tilsyn med alle danske investeringsforeninger og finansielle koncerner, herunder BankInvest og de udbudte investeringsafdelinger

Med et bredt dækkende netværk af distributører, som også tilbyder digitale løsninger, er den enkelte investor altid tæt på at kunne finde information og få rådgivning om BankInvests investeringsafdelinger.

Yderligere information om BankInvest kan findes via: [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk)



## Koncernstruktur

### Aktionærforhold

BankInvest-koncernen består af moderselskabet BI Holding A/S og de to væsentligste datterselskaber BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S og BI Management A/S. Herudover består koncernen af en række mindre selskaber.

### BI Holding A/S

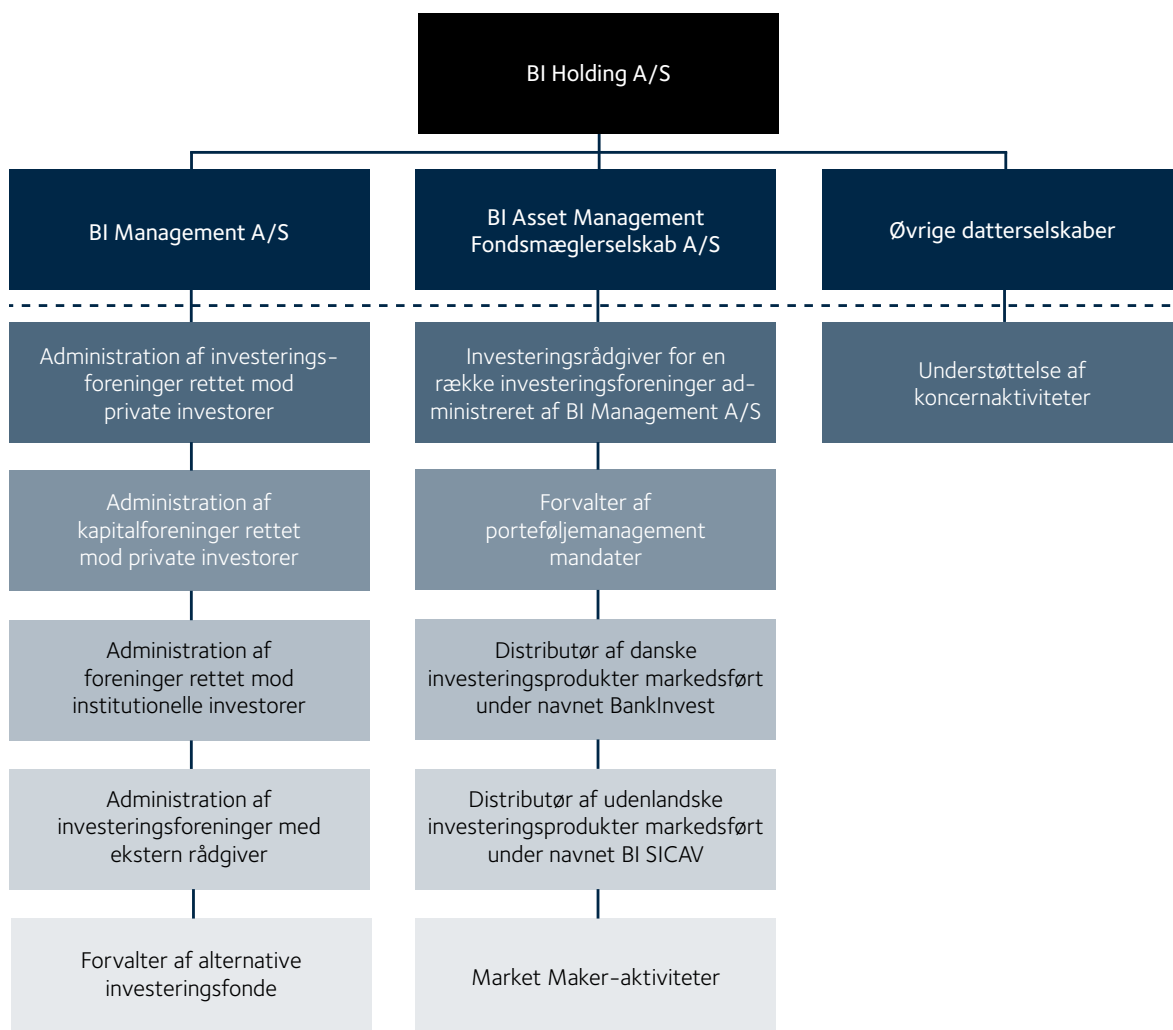
BankInvest-koncernens moderselskab er en finansiel holdingvirksomhed og en fondsmæglerholding-virksomhed. Udover at eje datterselskaberne, leverer BI Holding A/S administrative ydelser til resten af koncernen og i begrænset omfang administrative ydelser til eksterne kunder.

### BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er investeringsrådgiver for en række investeringsforeninger administreret af BI Management A/S. Herudover tilbyder selskabet porteføljemanagementydelser primært til institutionelle investorer samt udfører Market Maker-aktiviteter. Til selskabets aktiviteter hører også markedsføring af investeringsbeviser. Selskabet er godkendt af Finanstilsynet og underlagt lov om finansiel virksomhed.

### BI Management A/S

BI Management A/S varetager som investeringsforvaltningsselskab og forvalter af alternative investeringsfonde den daglige administration af investeringsforeninger samt forvaltningen af investeringsordninger. De fleste af disse markedsføres under navnet BankInvest. Selskabet er godkendt af Finanstilsynet og underlagt lov om finansiel virksomhed.



## Investeringskæden

Når en investor henvender sig i sit pengeinstitut for at få rådgivning om investering i en af BankInvests investerings- eller kapitalfor- eninger med tilhørende afdelinger, vil en kæde af transaktioner og beslutninger igangsættes og til sidst føre til investeringer i konkrete værdipapirer.

Kæden begynder i pengeinstituttet, hvor bankrådgiver og investor i fællesskab finder frem til investors: Formål, risikoprofil, skattefor- hold, investeringshorisont og formuesammensætning i forhold til de forestående investeringer. Når investor har besluttet, hvilke BankIn- vest-beviser der skal købes, gennemføres handlen og registreres i investors depot via Værdipapircentralen.

Hvis beviserne er blevet navnenoteret, får BankInvest oplyst navn og adresse på investor. Navnenoteringen er en nødvendighed, hvis in- vestor ønsker at få tilsendt løbende information fra BankInvest samt have stemmeret på generalforsamlingen.

Når der er kommet penge ind i en af BankInvests afdelinger place- res investorernes indskud i værdipapirer. Beslutningerne om hvilke værdipapirer, der skal placeres i, baseres på BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S' analyser og forventninger til markedsud- viklingen.

Dagligt handler BankInvest værdipapirer på børser verden over. Inve- stors penge kan «rejse» fra kontoen i Danmark til et jernbaneselskab i Mexico. Hvis investor sælger sin investering, sælges først værdipapi- rerne i den afdeling, som investoren har investeret i, dernæst indløses investeringsbeviserne.

## Investeringspolitik

Aktiv forvaltning er den grundsten, som investeringspolitikken i BankInvest bygger på. Det kræver indsigt, samarbejde og en høj grad af sikkerhed samt effektivitet i forvaltningen.

BankInvest forvalter en række investerings- og kapitalforeninger med tilhørende afdelinger, som tager afsæt i obligationer eller aktier fra ind- og udland. For at finde frem til de bedste investeringsmuligheder følges den økonomiske og politiske udvikling tæt. Hertil benytter BankInvest sig af et globalt kontaktnet, og medarbejdere deltager løbende i konferencer og besøger virksomheder, alt sammen for at optimere beslutningsgrundlaget for fremtidige investeringer.

### Obligationsinvestering

Obligationsinvesteringerne foretages på baggrund af vurderinger af relevante økonomiske, politiske, markedsmæssige og geopolitiske forhold, som kan påvirke renteniveauet og valutakurserne på de aktiver, der investeres i.

BankInvest benytter egenudviklede modeller til at monitorere og vurdere fremtidsudsigterne for de markeder, der investeres i.

Baseret på porteføljens strategi udvælges obligationer ud fra egne modeller og analyser, hvor afkastpotentialet justeres inden for investeringsrammerne. Der foretages justeringer på landevalg, regionale valg, sektorer, obligationstyper og varigheder for at opnå det bedste forventede risikojusterede afkast. Justeringerne er både taktiske og strategiske.

### Aktieinvestering

Aktieinvesteringerne er baseret på en langsigtet og fundamental tilgang til investering.

BankInvest mener, at markederne er ineffektive grundet et for højt fokus på kortsigtet "støj" og udsving i enkelte faktorer. Denne ineffektivitet kan udnyttes til at skabe et merafkast gennem en disciplineret og fundamental investeringsproces med en lang tidshorison.

Investeringsfilosofien understøttes af en stærk kultur, hvor samarbejde mellem dedikerede investeringseksperter er i højsædet. Ligeledes er størrelsen af BankInvests investeringsteam vigtigt, idet vi er store nok til at have kritisk masse, men samtidig formår at udveksle informationer effektivt.

Alle investeringer foretages på baggrund af en vurdering af selskabets (som der investeres i) forventede fremtidige pengestrømme. Enhver nyinvestering skal indeholde et attraktivt kurspotentiale uanset hvor unikke positioner selskabet har.

### Portefølje- og risikostyring

Lov om investeringsforeninger indeholder en række generelle rammer og begrænsninger, som sikrer, at investorerne i investeringsforeninger får en spredning af deres investering og risiko. Hertil kommer, at den enkelte afdeling har investeringsbegrænsninger, som afspejler investeringsområdet. Afdelingens risikorammer er beskrevet i markedsføringsmaterialet og fremgår af central investorerinformation, prospektet samt vedtægter.

For at sikre en høj grad af sikkerhed, tryghed og effektivitet i forvaltningen har BankInvest udviklet systemer, som automatisk overvåger investeringsbegrænsningerne og advarer før eventuelle overskridelser indtræffer.

### Ansvarlige investeringer og åbenhed

Det øgede fokus blandt investorerne på virksomhedernes samfundsansvar, herunder etiske investeringer – Socially Responsible Investments (SRI) – imødekommer BankInvest dels ved at have underskrevet FN's principper for ansvarlige investeringer (UN PRI), og dels ved at udbyde etisk screenede versioner af udvalgte produkter.

BankInvest samarbejder med den eksterne, etiske "vagthund", GES Investment Services, der har til opgave at overvåge – eller screene – samtlige investeringer i BankInvests børsnoterede porteføljer og investeringsafdelinger. Denne normbaserede screening betyder, at investeringerne bliver gennemgået for selskaber, der eventuelt bryder de internationale normer (fx FN's Global Compact) for miljøbeskyttelse, menneskerettigheder, arbejdsstandarder og forretningsetik.

BankInvest er også medlem af og støtter Danish Social Investment Forum (Dansif).

Dansif er et netværk for investorer, konsulenter og andre organisationer, som arbejder med det hurtigt voksende område inden for socialt ansvarlige investeringer (Socially Responsible Investments (SRI)). Medlemskabet giver BankInvest adgang til et bredt netværk af medlemmer og muligheden for at præge og opbygge det danske marked for SRI.

BankInvest følger de internationalt anerkendte og benyttede standarder for opgørelse og præsentation af afkast på investeringsporteføljer, også kaldet GIPS®-standarder (Global Investment Performance Standards). Brugen af GIPS®-standarderne er med til at sikre investorerne i BankInvests investeringsafdelinger gennemsigthed via den standardiserede måde afkast opgøres og formidles på. BankInvest sikrer årligt, at en ekstern part verificerer, at BankInvest overholder GIPS®-standarderne.

## Børsnotering og handel

BankInvests investerings- og kapitalforeninger og afdelinger er konsekvent optaget til handel på NASDAQ Copenhagen A/S. Det sikrer investor den bedst mulige information og gennemsigtighed i prisfastsættelsen på beviserne, samt åbenhed om bedste bud og udbud. Ud over "skarpe priser" sikrer noteringen investor, at handelen sker under iagttagelse af gode governance principper, idet beviserne handles på en autoriseret markedsplads med blandt andet offentligt tilsyn og klare regler for offentliggørelse af relevant information. Prisdannelsen kan løbende følges via NASDAQ Copenhagen A/S' hjemmeside: [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

## Kommunikation

BankInvest stræber efter at levere korrekt og forståelig information til alle investorer. Det er målet, at alle, der investerer gennem BankInvest, til enhver tid har det bedst mulige grundlag at træffe deres investeringsbeslutninger på.

Hjemmesiden [www.bankinvest.dk](http://www.bankinvest.dk) indeholder udførlig information om de enkelte foreninger og afdelinger. Informationerne opdateres løbende. Der findes både faktuelle oplysninger såsom vedtægter, prospekter, central investorinformation, historiske afkast- og risikotal, udbytter samt beholdningsoversigter, og information om investeringerne i form af kvartalsvise investorbrev.

På hjemmesiden findes også de indre værdier, som BankInvest løbende beregner og oplyser til Nasdaq Copenhagen A/S for alle børsnoterede afdelinger. Den indre værdi er grundlaget for kursdannelsen på investeringsbeviserne. Der findes også emissions- og indløsningspriser, beregnet afkast m.m.

Hvert halve år udgiver BankInvest investormagasinet *Ajour* i en trykt og elektronisk version med nyt om de finansielle markeder, investeringsrelevante artikler samt information om udviklingen i de enkelte foreninger og afdelinger.

Ligeledes har BankInvest et nyhedsbrev "BankInvest Nyt", som udsendes i forbindelse med store begivenheder som generalforsamlinger og udgivelse af investormagasinet *Ajour*.

Investeringsbeviser fra BankInvest kan købes gennem alle landets pengeinstitutter, ligesom man når som helst kan sælge sine investeringsbeviser til den gældende kurs. BankInvest anbefaler, at man altid søger professionel rådgivning inden investering.

En gang om året offentliggør BankInvest foreningerne en årsrapport. Årsrapporten beretter om udviklingen i det forgangne år for hver af afdelingerne. I august måned offentliggøres tillige en halvårsrapport.

## Finanskalender

1. marts 2016	Årsrapport 2015
6. april 2016	Generalforsamling
24. august 2016	Halvårsrapport 2016

