

Halvårsrapport 2015  
Investeringsforeningen BankInvest  
Almen Bolig

CVR-nr. 21 74 32 75

Halvårs  
2015

---

Investeringsforeningen BankInvest Almen Bolig  
CVR-nr. 21 74 32 75

**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

**Depotbank**

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

**Produktion**

Kandrup's Bogtrykkeri A/S

---

# Indhold

## Ledelsesberetning

Årets udvikling i hovedtræk .....	4
Udviklingen i foreningen .....	6
Risici og risikostyring .....	8

## Påtegninger

Ledelsespåtegning .....	10
-------------------------	----

## Halvårsregnskab

Resultatopgørelse .....	11
Balance .....	11
Noter .....	12

## Årets udvikling i hovedtræk

Det globale økonomiske opsving fortsatte i begyndelsen af 2015, men har fortsat været kendetegnet ved at være svagt og uensartet. Desuden har inflationen i den vestlige verden været lavere end de pengepolitiske målsætninger. Derfor har man i løbet af første halvår også set tre gange så mange rentelepser som rentestramninger globalt. Hertil kommer ekstraordinære pengepolitiske stimuli i eurozonen, Japan og Sverige.

Den økonomiske vækst i USA var i starten af året negativt påvirket af hårde snestorme samt havnekonflikter på vestkysten. Det efterfølgende opsving har imidlertid været skuffende svagt. Fremstillingssektoren, og ikke mindst eksportvirksomhederne, har været tyngt af en stærk dollar og svag global efterspørgsel. Desuden har væksten i privatforbruget været skuffende set i lyset af de markante fald i energipriserne i andet halvår af 2014. Der har gennem årets første seks måneder været forventninger til, at den amerikanske centralbank hæver renten i løbet af året. Den stærke dollar, svag kerneinflation og moderat lønvækst har imidlertid udskudt det forventede tidspunkt for første renteforhøjelse til slutningen af året, ligesom den forventede hastighed i den efterfølgende normalisering af pengepolitikken er dæmpet. Betydelig usikkerhed om størrelsen af den ledige kapacitet på arbejdsmarkedet bevirker dog, at der er historisk stor uenighed blandt de amerikanske centralbankchefer om disse forhold, og dermed også om den pengepolitiske kurs.

I Europa har man oplevet en pæn acceleration i den økonomiske vækst, og centrale vækstindikatorer lå i slutningen af første halvår på stærkeste niveau i fire år. Opsvinget har først og fremmest været drevet af en stærk acceleration i privatforbruget. Også eksporten har bidraget positivt, mens virksomhedernes investeringer fortsat er svage. Den Europæiske Centralbank besluttede på mødet i marts at indlede et udvidet obligationsopkøbsprogram. Fra marts 2015 til september 2016 vil man købe for 60 milliarder euro om måneden. Forventninger til dette opkøbsprogram, og det forhold at det blev større end forventet i markedet, betød, at den tiårige tyske statsobligationsrente faldt til rekordlave 0,05 procent pro anno frem til 17. april, hvorefter renten er steget kraftigt. I de sidste dage af juni brød Grækenlands-krisen ud i lys lue. En dramatisk udvikling, hvor kuldsejlede forhandlinger om en forlængelse af hjælpepakken fik den græske regering til at udskrive folkeafstemning om hjælpepakken til afholdelse 5. juli, og hvor man var nødt til lukke bankerne og indføre kapitalkontroller. Det har betydet, at Grækenlands fremtid i eurosamarbejdet var usikker i slutningen af juni. Begivenhederne i juli trækker dog i retning af, at en ny låneaftale for Grækenland vil falde på plads.

Usikkerheden omkring Grækenlands skæbne gav anledning til forøget volatilitet på aktie- og rentemarkederne i slutningen af første halvår, om end der ikke var tale om samme dramatiske udvikling,

som de markante politiske udmeldinger ellers kunne have antydnet kunne blive konsekvensen.

Den danske krone kom under betydeligt pres, efter at den schweiziske centralbank i midten af januar opgav at forsvare schweizerfranc over for euro. Markante rentelepser fra Nationalbanken, aflysning af obligationssalg i 2015 samt klare udmeldinger fra Nationalbanken om sikkerheden i fastkurspolitikken betød dog, at spekulationerne i en styrkelse af kronen ophørte i løbet af februar.

Kina kæmpede fortsat med afmatning i fremstillingssektoren: Dels på grund af omstrukturering af den økonomiske vækstmodel, og dels på grund af betydelig overkapacitet efter overinvesteringerne i 00'erne. Samtidig har inflationen været markant lavere end den kinesiske centralbanks prisstabilitetsmålsætning. Derfor har man også set tre rentelepser i første halvår, ligesom man ad tre omgange har sænket bankernes reservekrav. En væsentlig bekymring for de finansielle markeder i slutningen af første halvår har været finansiell ustabilitet i Kina. Årsagen var et kollaps i de kinesiske aktier på børserne i Shanghai og Shenzhen på 30% fra 15. juni. Det er de såkaldte "A-aktier", som indtil for nylig kun været tilgængelige for indenlandske institutionelle investorer. Men betydelige liberaliseringer, ikke mindst i november 2014, har først og fremmest givet anledning til, at private kinesiske investorer har kastet sig over dette marked. Fra medio november til slutningen af første halvår, er der kommet ca. 90 millioner nye investorer, og åbnet næsten en halv milliard depoter. Dette har også været tydeligt i kursudviklingen på A-aktier. Disse var steget ca. 150% i de 12 måneder op til kurskorrektionen fra 15. juni. Så i dette perspektiv, er faldet ikke alarmerende. De kinesiske A-aktier er steget 32,2% i første halvår. De kinesiske "H-aktier", dvs. de aktier som udenlandske investorer primært investerer i via børsen i Hong Kong, er til sammenligning steget 11,2% i første halvår. En stribe indgreb siden slutningen af juni har stabiliseret markedet.

Når kinesiske A-aktier har relevans for udenlandske investorer, er det først og fremmest fordi finansiell ustabilitet i Kina kan have negative effekter for den økonomiske vækst. Dette kan ske via lavere privatforbrug, solvensproblemer i skyggebanksystemet og/eller en afmatning i den finansielle sektor. Kurskorrektionen har dog været moderat, og har ramt en for lille del af markedet til, at det kan have påvirket privatforbrug og skyggebanksystemet i væsentlig omfang. Men man må dog forvente, at en afmatning i den finansielle sektor, kan have haft en negativ påvirkning af den økonomiske vækst – dog først fra starten af andet halvår. Den finansielle sektor udgjorde i 2014 7,4 procent af BNP. Men liberaliseringerne i kølvandet på partikongressen i november betød, at denne andel voksede til 9,7 procent i første kvartal.

Første halvår har desuden været præget af forskellige og uafhængige, geopolitiske begivenheder: Rusland, Iran, ISIS/Irak, Mellemøsten,

det sydkinesiske øhav og MERS. EU har i slutningen af juni forlænget sanktionerne mod Rusland med seks måneder. Efter langstrakte og vanskelige forhandlinger lykkedes det midt i juli at opnå en aftale mellem Iran og Vesten plus Kina og Rusland om en aftale, der i de næste ti år skal lægge begrænsninger på de iranske atomprogrammer til gengæld for en begyndende ophævelse af sanktionsregimet mod Iran.

### Bestyrelsen

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

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

Bestyrelsen består desuden 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.

### Fund Governance

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

### Måltal for det underrepræsenterede køn

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

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

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

### Videnressourcer

BI Management A/S er foreningens investeringsforvaltningsselskab. Selskabet råder over betydelige og brede videnressourcer, som kan sikre en stabil og sikker drift af foreningen. På områder, hvor selskabet ikke selv besidder de fornødne videnressourcer, varetages

ges 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 regnskabsperiodens udløb

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

### Revision

Halvårsrapporten har ikke været genstand for revision eller review.

## Udviklingen i foreningen

### Stamoplysninger

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 31/08/1999

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0016026750

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

### Investerings- og risikoprofil

Foreningens investorer er almene boligselskaber i Danmark. Investeringspolitikken overholder bekendtgørelsen om drift af almene boliger m.v., som har til hensigt at give lav risiko og høj sikkerhed i investeringerne. Foreningen investerer i danske realkreditobligationer samt i statsobligationer eller statsgaranterede obligationer fra et EU/EØS land.

Obligationerne i porteføljen har en gennemsnitlig kort løbetid og skal alle være udstedt i danske kroner. Afdelingen investerer ikke i unoterede obligationer.

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.

Målet for afdeling BankInvest Almen Bolig er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for danske obligationer med kort løbetid. Det kaldes også for foreningens benchmark (sammenligningsindeks). Dette er aktuelt Nordea Danish Government Bond CM2. Indekset består af danske statsobligationer med en varighed mellem 1 og 3 år.

Investering i denne forening med primært danske obligationer vil generelt være behæftet med lavere risiko end investering i porteføljer 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.

Foreningen anvender ikke afledte finansielle instrumenter til at øge eller nedbringe foreningens risiko.

På EU-risikoskalaen er foreningen placeret i kategori 2 som er udtryk for lav risiko. 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).

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

### Årets afkast og formueudvikling

Porteføljen gav i første halvår 2015 et afkast på -0,1 procent. Afkastet var marginalt svagere end forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt, men formentligt positivt afkast. Afkastet var lavere end på sammenligningsindekset, som gav 0,4 procent. Afkastet var dermed ikke helt tilfredsstillende.

At afkastet på porteføljen var lavere end forventet, var en konsekvens af den stigning i renterne, herunder særligt på mellemlange og lange obligationer, som indtraf fra medio første kvartal, og som frem til udgangen af andet kvartal trak femårige realkreditrenter op med godt 0,5 procentpoint. Forud for rentestigningen var gået en periode med kraftigt faldende renter, som kulminerede i begyndelsen af februar måned. Årsagen var dels faldende europæiske og globale renter, men derudover oplevede Danmark et selvstændigt rentefald af betydeligt omfang.

Fra medio januar og godt en måned frem gennemførte Nationalbanken i Danmark meget betydelige rentenedsættelser og en omfattende intervention i valutamarkedet for at holde kronekursen fast mod euroen. Der var, som følge af den schweiziske centralbanks beslutning om at løsne grebet om schweizerfrancen og den efterfølgende kraftige stigning i kursen på francen, opstået forventning om, at Nationalbanken 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 intervention. Da presset kulminerede, var den korte danske rente (på tre- til seks måneders skattekammerbeviser) nået ned i omegnen af -2 procent, og den officielle pengepolitiske rente var sat ned til -0,75 procent.

Det satte sig også spor ud ad rentekurven, og den tiårige danske statsobligationsrente var tæt på 0 procent. Realkreditinstitutterne åbnede for 30-årige lån med en kupon på 1½ procent, og boligejere havde meget travlt med at indfri deres gamle realkreditlån med renter på tre, fire og fem procent. Det gav betydelige indfrielser til både april- og juliterminen.

Fra anden halvdel af april og de følgende to måneder steg renterne kraftigt, trukket af globale rentestigninger. Gradvist bedre nøgletal, herunder et omsving fra negativ til positiv inflation i eurozonen, var den overordnede begrundelse for de højere renter, men likviditetsforhold på obligationsmarkederne spillede også ind. Rentestigningen indtraf på trods af, at Den Europæiske Centralbank fra primo marts igangsatte et opkøbsprogram af statsobligationer og statslignende obligationer som et supplement til deres igangværende opkøb af

realkreditobligationer. Samlet set købte Den Europæiske Centralbank obligationer for knap 275 milliarder euro i første halvår 2015. Det svarer rundt regnet til tre gange den samlede danske mængde af statsobligationer.

Mod slutningen af halvåret var rentemarkederne domineret af overvejelser vedrørende Grækenlands vanskelige situation. Problemerne ulmede det meste af halvåret, men brød ud i lys lue i juni. Status ved halvårets slutning var, at den græske regering havde udskrevet en folkeafstemning til afholdelse den 5. juli. Afstemningen skal give den græske befolkning mulighed for at sige ja eller nej til det tilbud, der foreligger fra institutionerne (EU-kommissionen, ECB og IMF). Tilbuddet indebærer yderligere opstramninger af den økonomiske politik og fortsatte reformer mod en fortsættelse af den økonomiske støtte. Uroen om Grækenlands fremtidige rolle i eurozonen gav et nedadgående pres på kernelandenes renter og til gengæld et opadgående pres på periferilandenenes renter. Indtil halvårets afslutning havde uroen ikke afgørende betydning for det danske stats- eller realkreditmarked.

Rentestigningerne i første halvår havde konsekvenser for det danske realkreditmarked. Renterne steg på et tidspunkt, hvor omlægning fra rentetilpasningslån og konvertering af højtforrentede lån havde ført til en meget betydelig udstedelse af 30-årige realkreditobligationer med kuponer på mellem 1½ og 2½ procent. Obligationsmarkedet fik dermed tilført en masse renterisiko, og derfor bekom rentestigningerne ikke markedet særligt godt. Realkreditobligationerne faldt på den baggrund mere end sammenlignelige statsobligationer, og låntagerne måtte lide den tort at skulle refinansiere sig i højere og højere kuponer. På et standard 30-årigt fastforrentet lån svingede kuponrenten i løbet af halvåret mellem 1½ procent og 3½ procent. Størstedelen af låntagerne i første halvår landede dog på et lån med 2 procent.

Udfordringerne på realkreditobligationsmarkedet satte sig også spor i afkastet på både konverterbare og ikke-konverterbare realkreditobligationer. Begge kategorier satte til i forhold til tilsvarende statsobligationer. Dermed levede realkreditobligationerne ikke op til forventningen om at levere et merafkast. Realkreditobligationer trives bedst i et roligt rentemarked, og det, vi har oplevet i første halvår, har været alt andet end roligt. Først med et kraftigt rentefald i halvanden måned og derefter med betydelige rentestigninger gennem resten af halvåret.

Foreningens formue udgjorde 266.037 tusinder kroner ultimo juni 2015 mod 270.256 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en reduktionen i formuen på 4.219 tusinde kroner. Periodens resultat udgjorde -101 tusinde kroner. I forbindelse med generalforsamlingen i april blev der udbetalt 3.008 tusinder kroner i udbytte til investorerne.

**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 og eksponering.

#### Forventninger til andet halvår

BankInvest forventer, at porteføljen vil give et lavt, men dog formentligt positivt afkast i den resterende del af 2015. Udgangspunktet er fortsat lave obligationsrenter, særligt på kortløbende obligationer. Renten på statsobligationer er negativ ud til slutningen af 2017 og for kortere statsobligationer lavere end ved indgangen til 2015. På rentetilpasningsobligationer er renterne ud til tre år også lavere end ultimo 2014, så afkastudsigterne er ikke blevet gunstigere siden årets start i dette segment. De konverterbare er til gengæld blevet billigere. Hvis man ultimo 2014 ønskede at købe en 30-årig realkreditobligation med en kurs på 100, kunne man få en kuponrente på 2½ procent. Mod slutningen af halvåret var det muligt at få en kupon på 3½ procent til samme pris.

Såvel korte rentetilpasningsobligationer som konverterbare realkreditobligationer ventes at levere et merafkast til korte statsobligationer i andet halvår 2015. Det var også forventningen ved indgangen til 2015, men vi skrev også, at "udsigterne for særligt den sidste kategori er blevet noget mere usikker". Blandt andet var der usikkerhed med hensyn til, hvor lang tid perioden med høje udtrækninger ville fortsætte. Rentestigningerne satte en meget effektiv stopper for konverteringerne, men det gav anledning til nye og andre problemer, nemlig stærkt stigende varigheder på konverterbare realkreditobligationer. Prisfastsættelsen af konverterbare realkreditobligationer er dog noget mere robust nu end for seks måneder siden, og afkastforventningerne er højere og mere symmetriske.

Afkastforventningerne er baseret på et rentebillede, hvor de korte renter forbliver uændrede et godt stykke tid frem. Den største udfordring i eurozonen er fortsat den meget lave inflation. De tiltag, der gøres for at rette op på den lave inflation, tror vi, vil fastholde både korte og lange renter på et lavt niveau. På den helt korte bane vil situationen i Grækenland formentligt dominere billedet. Hvis det ender med en græsk exit fra eurozonen, kan konsekvensen blive et yderligere rentefald i tyske renter og i danske renter. Vi vurderer ikke, at Danmark i samme omfang som i forbindelse med krisen i eurozonen i 2011-2012 vil opleve en voldsom indstrømning af kapital og dermed et isoleret nedadgående pres på danske renter.

## Risici og risikostyring

Som investor i investeringsforeningen får man en løbende pleje af sin opsparring. Plejen indebærer blandt andet en hensyntagen til de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne.

Risikoen ved at investere via en investeringsforening kan overordnet knytte sig til tre elementer:

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

### Risici knyttet til investeringsmarkederne

Afkastet i investeringsforeningen 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 foreningen inden for de givne rammer: Eksempler på risikostyringselementer er rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

### Risici knyttet til investeringsbeslutningerne

Foreningen er aktivt styret. Det betyder, at enhver investeringsbeslutning er baseret på vores og porteføljerådgiveres forventninger til fremtiden. Vi forsøger at danne os et realistisk fremtidsbillede af f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Ud fra disse forventninger køber og sælger vi obligationer. Denne type beslutninger er i sagens natur forbundet med usikkerhed.

Foreningens bestyrelse har fastsat risikorammer for foreningen. 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. Afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med rådgiver 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.

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

Ud over at administrationen i den daglige drift har fokus på sikkerhed og præcision, når opgaverne løses, følger bestyrelsen med på området. Formålet er dels at fastlægge sikkerhedsniveauet og dels at sikre, at de nødvendige ressourcer er til stede i form af personale, kompetencer og udstyr.

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 markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

#### 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 over 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.

#### 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 investeringenes 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 muligt, 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.

## Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen Almen Bolig.

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

Halvårsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2015 samt af resultatet for regnskabsåret 1. januar - 30. juni 2015.

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

København, den 20. august 2015.

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

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.15 (t.kr.)	01.01 -30.06.14 (t.kr.)
Renter og udbytter	2.432	2.928
Kursgevinster og -tab	-2.047	2.102
Administrationsomkostninger	486	806
Resultat før skat	-101	4.224
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-101</b>	<b>4.224</b>

Balance

	30.06.2015 (t.kr.)	31.12.2014 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
1 Likvide midler	1.986	1.369
1 Obligationer	262.271	266.415
Andre aktiver	1.781	2.534
<b>Aktiver i alt</b>	<b>266.038</b>	<b>270.318</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	266.037	270.256
Anden gæld	1	62
<b>Passiver i alt</b>	<b>266.038</b>	<b>270.318</b>

3 Femårsoversigt

## Noter

### 1. Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

Noter			30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)		
<b>1 Finansielle Instrumenter</b>			99%	99%		
Børsnoterede finansielle instrumenter			1%	1%		
Andre aktiver og passiver						
<b>Kreditværdighed</b>						
Investment grade AAA-AA			69%	69%		
Investment grade A-BBB			22%	21%		
Non Investment grade BB-CCC			4%	5%		
Andre inklusiv kontanter			5%	5%		
<b>Varighedsfordeling</b>						
Varighed 0-2 år			52%	46%		
Varighed 2-5 år			42%	54%		
Varighed > 5 år			6%	0%		
<b>2 Medlemmernes formue</b>						
		<b>30.06.2015</b>		<b>31.12.2014</b>		
		Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi	
Formue primo		271.450	270.256	271.889	272.185	
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser			2.986		5.166	
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning			22		54	
Emissioner i året		849	839	50.476	50.125	
Indløsninger i året		1.988	1.993	50.915	50.552	
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag			0		97	
Overført fra resultatopgørelsen			-101		3.513	
<b>Formue ultimo</b>		<b>270.311</b>	<b>266.037</b>	<b>271.450</b>	<b>270.256</b>	
<b>3 Femårsoversigt</b>		<b>30.06.15</b>	<b>30.06.14</b>	<b>30.06.13</b>	<b>30.06.12</b>	<b>30.06.11</b>
Halvårets nettoresultat (t.kr.)		-101	4.224	1.059	2.648	1.080
Medlemmernes formue (t.kr.)		266.037	273.045	268.906	351.273	370.224
Cirkulerende andele (t.kr.)		270.311	273.515	270.227	349.285	372.910
Indre værdi		98,42	99,83	99,51	100,57	99,28
Omkostninger (%)		0,18	0,30	0,30	0,28	0,26
Halvårets afkast (%)		-0,06	1,61	0,34	0,84	0,36
Sharpe ratio		1,01	-	-	-	-

