

Halvårsrapport 2015
Investeringsforeningen BankInvest

CVR-nr. 26 22 00 92

Halvårs
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
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

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

Indhold

Oversigt over BankInvest foreninger og afdelinger	4
Læsevejledning	5
Ledelsesberetning	
Årets udvikling	6
Forventninger til andet halvår 2015	10
Risikoskala	11
Risici og risikostyring	12
Påtegninger	
Ledelsespåtegning	16
Halvårsregnskaber og afdelingsberetninger	
Asien	17
Basis	21
Basis Etik	25
Pension Basis	29
Danmark	33
Danmark Akkumulerende	37
Emerging Markets Aktier	40
Emerging Markets Virksomhedsobligationer 2018	44
Europa Small Cap Aktier	48
Globale Indeksobligationer	52
Globalt Forbrug	56
Højrentelande	60
Højrentelande, lokalvaluta	64
Højrentelande Akkumulerende	68
Højt Udbytte Aktier	72
Korte Danske Obligationer	76
Korte Danske Obligationer Akkumulerende	80
Lange Danske Obligationer	84
Latinamerika	88
New Emerging Markets Aktier	92
Udenlandske Obligationer	96
USA Small Cap Aktier	100
Virksomhedsobligationer	104
Virksomhedsobligationer Akkumulerende	108
Virksomhedsobligationer - Etik (SRI)	112
Virksomhedsobligationer High Yield	116
Østeuropa	120
Fællesnoter	
Anvendt regnskabspraksis	124
Øvrige forhold	124

Oversigt over BankInvests foreninger og afdelinger

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

Nedenfor vises en oversigt over de enkelte foreninger og afdelinger;

Investeringsforeningen BankInvest

Asien

Basis

Basis Etik

Pension Basis

Danmark

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

Latinamerika

New Emerging Markets Aktier

Udenlandske Obligationer

USA Small Cap Aktier

Virksomhedsobligationer

Virksomhedsobligationer Akkumulerende

Virksomhedsobligationer - Etik (SRI)

Virksomhedsobligationer High Yield

Østeuropa

Kapitalforeningen BankInvest

Optima 10+

Optima 50+

Optima 70+

Kapitalforeningen BI Private Equity

Læsevejledning

Investeringsforeningen BankInvest består af 27 afdelinger. Hver afdeling aflægger separat regnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i første halvdel af 2015 samt giver en status pr. 30. juni 2015.

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

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

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

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

Årets udvikling i hovedtræk

Foreningen består af 27 aktivt forvaltede afdelinger fordelt på 14 aktieafdelinger og 13 obligationsafdelinger. De mange forskellige afdelinger giver investorerne en bred vifte af investeringsmuligheder.

Halvårets udvikling i hovedtræk

Foreningens investorer kan se tilbage på et første halvår med generelt positive afkast på foreningens aktieafdelinger. Foreningens obligationsafdelinger, som investerer i emerging markets, har ligeledes opnået positive afkast, hvorimod foreningens øvrige obligationsafdelinger generelt har leveret moderate negative afkast.

De opnåede afkast er generelt i tråd med de forventninger, vi gav udtryk for i årsrapporten for 2014, dog med marginalt svagere afkast på foreningens danske obligationsafdelinger grundet de rentestigninger der indtraf medio første kvartal særligt på mellemlange og lange obligationer.

Afdelingerne med globale aktier, som omfatter 5 afdelinger, har opnået afkast mellem 11,32 procent og 12,67 procent. Afdelingerne Basis, Pension Basis og Basis Etik (SRI) har opnået afkast på niveau med deres respektive sammenligningsindeks, hvorimod afdeling Globalt Forbrug har præsteret et lavere afkast end sammenligningsindekset.

Afdeling Højtudbytte Aktier har leveret et afkast på 11,32 procent, hvilket er 3,21 procentpoint bedre end sammenligningsindekset.

Afdeling Danmark har opnået et tilfredsstillende afkast på 21,59 procent sammenholdt med sammenligningsindeksets afkast på 20,94 procent. Afdeling Danmark Akkumulerende har siden lanceringen primo juni opnået et afkast på -3,56 procent mod -3,80 procent på sammenligningsindekset.

Afdelingerne med emerging markets-aktier, som består af 5 afdelinger, har generelt opnået positive afkast i perioden. Afkastene spænder mellem 6,77 og 12,06 procent. Dette er dog undtaget afdeling Latinamerika, som har givet et beskedent negativt afkast på -0,88 procent. Afdelingen New Emerging Markets Aktier har præsteret et afkast, som er bedre end afdelingens sammenligningsindeks, mens de øvrige afdelinger har præsteret et afkast, der er lavere end det relevante sammenligningsindeks.

Afdelingerne USA Small Cap Aktier og Europa Small Cap Aktier, som blev lanceret primo december 2014, har leveret et afkast på henholdsvis 16,98 procent og 20,60 procent. For begge afdelingers vedkommende er dette bedre end afdelingernes sammenligningsindeks.

Foreningens danske obligationsafdelinger, globale obligationsafdelinger og afdelinger med virksomhedsobligationer har generelt

leveret negative afkast i første halvår på mellem -0,04 procent og -1,68 procent. Dog har afdeling Virksomhedsobligationer High Yield leveret et positivt afkast på 2,27 procent, som er 0,34 procentpoint bedre end afdelingens sammenligningsindeks. Foreningens tre øvrige afdelinger med virksomhedsobligationer har til trods for de negative afkast tillige været i stand til at slå deres respektive sammenligningsindeks.

Foreningens afdelinger med Emerging markets obligationer, som omfatter fire afdelinger, har alle opnået positive afkast på mellem 1,76 procent og 2,94 procent. For de tre afdelinger, som har tilknyttet et sammenligningsindeks, er de opnåede afkast lavere end dette.

Foreningens formue er steget med 7,4 milliarder kroner og udgjorde 63,4 milliarder kroner ved udgangen af halvåret trods det forhold, at der i forbindelse med den ordinære generalforsamling ultimo marts blev udbetalt 2,2 milliarder kroner i udbytte til foreningens investorer.

Foreningen har realiseret et regnskabsmæssigt resultat for halvåret på 2,8 milliarder kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 6,7 milliarder kroner, som fordeler sig med 2,4 milliarder i aktieafdelingerne og 4,3 milliarder obligationsafdelingerne.

Nyetablerede afdelinger

Foreningen foretager løbende en vurdering af produktpaletten for derigennem at kunne tilbyde attraktive investeringsmuligheder, som kan opfylde investorernes investeringsmæssige behov.

Dette har medført, at foreningen primo juni lancerede afdeling Danmark Akkumulerende med en bruttotegning på 42,1 millioner kroner. Afdelingens formue er siden lanceringen vokset og udgør 138,7 millioner kroner pr. 30. juni. Afdelingen investerer primært i aktier i virksomheder, der er hjemmørende eller er børsnoteret i Danmark.

Den økonomiske udvikling

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 rentelepsele 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 antydning af 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 rentelepels 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

rentelempler 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 for 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 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 værdiansæt-

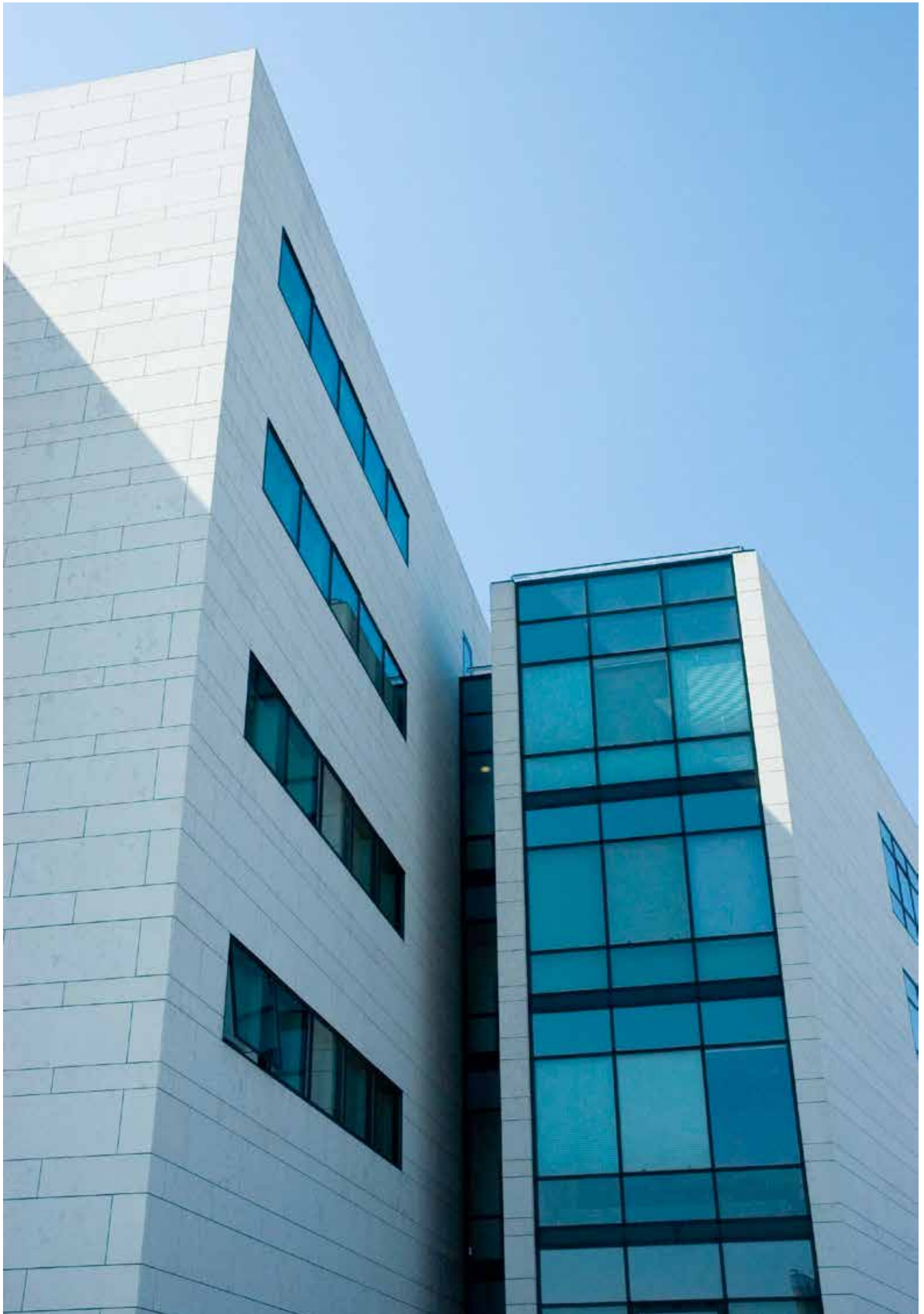
tes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Forholdet vurderes ikke at have betydning for regnskabsaflæggelsen.

Begivenheder efter regnskabsperiodens udløb

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

Revision

Halvårsrapporten har ikke været genstand for revision eller review.



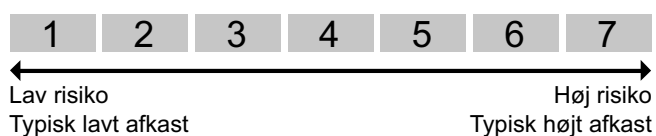
Forventninger til andet halvår

I årsrapporten for 2014 gav vi udtryk for, at vi samlet set forventede et afkast på amerikanske aktier på omkring 7 procent, og lidt mere i europæiske aktier. Desuden forventede vi, at de asiatiske aktier i løbet af året ville genoptage opsvinget. Endelig forventede vi en stigning i den tiårige tyske rente til 1,20 procent ultimo 2015 og en stigning i den tiårige amerikanske til 3,00 procent. Trods betydelig volatilitet på aktie- og rentemarkederne i de første seks måneder af året, er alle disse forventninger fortsat intakte.

I starten af andet halvår vil der være betydelig usikkerhed for de finansielle markeder som følge af den uafklarede situation i Grækenland. Der er dog ikke tale om en systemisk krise som i 2010/11, og vi forventer, at det europæiske aktiemarked i løbet af sommeren igen vil dreje fokus mod de stærke vækstindikatorer for regionen. I løbet af sommeren kan man desuden risikere en del volatilitet på rente- og valutamarkederne i tilfælde af ændrede forventninger til pengepolitiske stramninger i Federal Reserve. Vores overordnede forventning er dog, at stramningerne kommer i et særdeles langsomt tempo og af de rigtige årsager. Derfor forventer vi ikke, at pengepolitikken vil afspore opsvinget på aktiemarkedet, men blot dæmpe det.

Risikoskala

BankInvests 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 standard afvigelsen 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 Latinamerika USA Small Cap Aktier Østeuropa
7	Ingen BankInvest-produkter i denne kategori

Risici og risikostyring

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

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

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

Risici knyttet til investors valg af afdeling

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

Aktieafdelinger vil ofte have en højere risiko end afdelinger med obligationer, ligesom afdelinger med aktier i de såkaldte emerging markets lande ofte vil have en risiko, som er højere end afdelinger med aktier i de traditionelle aktiemarkeder. Hvis man investerer over en kortere 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, lovgivningens krav 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. renteutviklingen, 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 halvårsrapporten, 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 førnævnte systemer og forretningsgange virker og anvendes korrekt. Overskridelse af investeringsrammer rapporteres til foreningens bestyrelse og i visse tilfælde også til Finanstilsynet.

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

På it-området lægges stor vægt på data- og systemsikkerhed. Overvågning og kontrol af placeringsregler og risikorammer foretages hovedsageligt af it-systemer. Der er tillige udarbejdet procedurer og beredskabsplaner, der har som mål inden for fastsatte tidsfrister

at kunne genskabe systemerne i tilfælde af større eller mindre nedbrud. Disse procedurer og planer afprøves regelmæssigt.

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

For yderligere oplysninger om de enkelte af foreningens afdelinger henvises til det gældende prospekt og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra www.bankinvest.dk 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 markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering 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, markedsmæssige 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 eksposering 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 betyde, 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 Depositary Receipts (ADRs) og Global Depositary Receipts (GDRs), hvis det ikke har været muligt at købe den underliggende aktie. Depotbeviserne kan ikke risikomæssigt sidestilles med investeringer i de underliggende aktier. De involverede risici vil blandt andet afhænge af struktureringen af det konkrete bevis. Der er således stor forskel på, om depotbeviset er børsnoteret eller handles OTC, eller om der er mulighed for at ombytte til de underliggende aktier eller ej. Investeringer i depotbeviser indebærer ud over eksponeringen mod den underliggende aktie også 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.

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2015 for Investeringsforeningen BankInvest (27 afdelinger).

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

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

København, den 20. august 2015.

Bestyrelse

Direktion

Uffe Ellemann-Jensen

Formand

Christina Larsen

Direktør

Ingelise Bogason

Næstformand

Henrik Granlund

Vicedirektør

Bjarne Ammitzbøll

Ole Jørgensen

Lars Boné

Viggo Nedergaard Jensen

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2001

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI All Country Asia ex Japan inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0015939359

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder, 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 tidshorison.

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 1.283.413 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 1.277.014 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 6.399 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -115.766 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 122.165 tusinde kroner.

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 9,4 procent efter omkostninger. Afkastet var lavere end afkastet for sammenligningsindekset, der steg 14,7 procent. Afdelingen gav dermed et pænt absolut afkast, der levede op til forventningerne fra starten af året. Det relative afkast i forhold til sammenligningsindekset var skuffende.

Alle aktiemarkeder i regionen steg målt i danske kroner på nær Indonesien og Malaysia. Disse to lande er sårbare, hvis USA sætter renterne op, og begge lande er påvirket af de lavere råvarepriser. Især børserne i Kina og Hong Kong steg kraftigt i første halvår. Dette skyldes blandt andet en række lempelser, der stimulerer den kinesiske økonomi. Relativt til sammenligningsindekset var det især afdelingens selskaber i Hong Kong og Sydkorea, der leverede dårligere afkast end deres lokale indeks, mens selskaberne i Taiwan og Singapore gav bedre afkast end deres lokale indeks. På sektorniveau bidrog både overvægten i cyklisk forbrug samt aktieudvælgelsen negativt, mens især aktieudvælgelsen i it og forsyningssektorerne bidrog positivt. På aktieniveau var de største positive bidragsydere til afkastet relativt til sammenligningsindekset de tre kinesiske selskaber CR Land, Bank of China og Tencent. Det største negative bidrag kom fra Hyundai Motor, indonesiske Gudang Garam og kinesiske SJM, der alle havde kursfald i perioden.

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 andet halvår

Værdiansættelsen på asiatiske aktier er på trods af kursstigninger fortsat på et fornuftigt niveau. En række lande er i gang med både reformer og stimulering af økonomien med blandt andet rentenedsættelser. Risikoscenarierne består blandt andet i en hård landing i Kina, mangel på reformer, samt fald i selskabernes evne til at forrente egenkapitalen. Forventningen for 2015 er nu et afkast på 5-15 procent. Afkastet kan dog blive betydeligt højere eller lavere, blandt andet som følge af den usikkerhed, der præger de finansielle markeder.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.15 (t.kr.)	01.01 -30.06.14 (t.kr.)
Resultatopgørelse		
Renter og udbytter	31.037	19.933
Kursgevinster og -tab	104.766	94.704
Administrationsomkostninger	11.136	11.101
Resultat før skat	124.667	103.536
Skat	2.502	13.177
Halvårets nettoresultat	122.165	90.359

Balance

	30.06.2015 (t.kr.)	31.12.2014 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	7.767	9.638
1 Kapitalandele	1.269.685	1.266.886
Andre aktiver	16.718	2.466
Aktiver i alt	1.294.170	1.278.990
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.283.413	1.277.014
Anden gæld	10.757	1.976
Passiver i alt	1.294.170	1.278.990

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på lande		
Kina	36%	32%
Sydkorea	19%	22%
Taiwan	12%	11%
Indien	11%	10%
Hong Kong	8%	9%
Andre inklusiv kontanter	14%	16%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	34%	31%
IT	26%	24%
Cykliske forbrugsgoder	9%	13%
Industri	6%	6%
Råvarer	6%	0%
Stabile forbrugsgoder	0%	7%
Andre inklusiv kontanter	19%	19%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.475.952	1.277.014	1.865.097	1.372.219
Emissioner i året	5.173	5.084	68.598	48.837
Indløsninger i året	124.574	120.850	457.743	359.124
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		969
Overført fra resultatopgørelsen		122.165		214.113
Formue ultimo	1.356.551	1.283.413	1.475.952	1.277.014

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	122.165	90.359	-42.297	110.646	-183.131
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.283.413	1.338.029	1.460.222	1.640.005	2.071.969
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.356.551	1.698.488	2.086.374	2.523.818	2.868.287
Indre værdi	94,61	78,78	69,99	64,98	72,24
Omkostninger (%)	0,82	0,84	0,83	0,83	0,82
Halvårets afkast (%)	9,36	7,07	-3,04	5,99	-7,50
Sharpe ratio	0,45	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 1989

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0015773873

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

Afdelingens formue udgjorde 7.618.888 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 7.166.727 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 452.161 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 186.165 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 853.803 tusinde kroner.

Afdelingen gav et afkast i første halvår på 11,5 procent, hvilket skal sammenlignes med 11,7 procent for afdelingens benchmark. Merafkastet var dermed -0,2 procentpoint for halvåret. Afdelingen og benchmarket bevægede sig bestemt ikke i tandem i perioden, da afdelingen var mere end 1,5 procentpoint bagefter i april. Og kun et markant comeback i sidste halvdel bragte det samlede afkast for afdelingen tættere på benchmarkets afkast. Selvom porteføljen har en beta på cirka 1, så kunne porteføljen ikke følge med i det kraftigt stigende marked i starten af perioden, men vandt det meste tilbage i det moderat faldende marked i den sidste del af perioden. Vi tilskriver det primært regionale over- og undervægte, der på det korte sigt kan betyde en del for merafkastet. Regionalt var det Østeuropa, Japan, Asien og Europa, der gjorde det godt, og primært Latinamerika, der ikke kunne følge med. Det absolutte afkast indfrie vores positive forventninger til 2015.

Den væsentligste bidragsyder til porteføljens afkast var vores aktieudvælgelse, som dermed var helt på linje med vores investeringsfilosofi og proces. De største bidrag kom fra finanssektoren, stabil forbrug og health care. I finanssektoren var det især velhaverbankerne UBS og First Republic Bank, samt den japanske finansgruppe Sumitomo Mitsui Financial Group, der var de største bidragsydere. UBS var drevet af flere forhold, men navnlig et godt resultat for første kvartal, hvor investeringsbanken var særdeles profitabel. Derudover

havde den betydelige opjustering af CHF i januar en positiv effekt på selskabets aktiekurs. Endelig er markedets bekymring om yderligere kapitalregulering og bøder i forlig med myndighederne generelt faldende. First Republic Bank steg primært på baggrund af en fortsat flot eksekvering af strategien, der driver en relativt høj underliggende vækst i forretningen. Der var ikke de store nyheder om Sumitomo Mitsui Financial Group, der i høj grad fulgte kursudviklingen for de store banker i Japan.

lave risikopræmier.

I health care kom de største positive bidrag fra sundhedsforsikringsvirksomheden UnitedHealth Group og medicinaldistributøren Omnicare. UnitedHealth Group fortsætter den meget flotte indtjningsvækst, og markedet har i høj grad kvitteret for det. Væksten i antal forsikrede er genereret på tværs af forsikringsprogrammer, og er dermed opnået inden for både den kommercielle forretning og Medicare/Medicaid. Omnicare steg meget kraftigt i april og maj efter spekulationer om, at selskabet var en overtagelseskandidat. I maj fik vi det bekræftet, eftersom apotekerkæden CVS bød på selskabet. Fusionen forventes gennemført i slutningen af året.

I den negative ende af skalaen var det primært kasinoselskabet Las Vegas Sands, industriselskabet Vallourec og mobilselskabet Apple, der trak fra i afkastet. Las Vegas Sands er fortsat påvirket af den omfattende anti-korruptionskampagne i Kina, der betyder væsentlig færre besøgende i selskabets kasinoer i Macao. Vallourec er hårdt ramt af nedgangen i olie- og gassektoren, der er en meget væsentlig kundegruppe for dem. Vi besøgte selskabet i halvåret, hvor vi gennemførte en omfattende restrukturering af selskabet. Endelig trak Apple fra i afkastet, fordi vi ikke ejede aktien i januar og februar, hvor aktiekursen gjorde det godt.

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 andet halvår

Vores overordnede forventninger til de næste 6-12 måneder er baseret på en fortsat lempelig pengepolitik og en makroøkonomisk bedring. Samlet set vil det betyde moderat stigende aktiekurser. På grund af store udsving i valutakurser og geopolitisk usikkerhed kan der være store regionale forskelle. Vi forventer, at Grækenlands gældskrise vil forblive isoleret og derfor ikke vil spille en væsentlig rolle for det samlede afkast. Vi frygter ikke en eventuel amerikansk rentestigning, da den vil være baseret på stigende vækst og forventes at blive gennemført i afventende moderat tempo. Vi er moderat positive, og vores bekymring er primært på det lidt længere sigt, hvor afkastets holdbarhed kan blive testet af en normalisering af de

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	130.672	137.376
Kursgevinster og -tab	798.114	209.025
Administrationsomkostninger	63.752	38.323
Resultat før skat	865.034	308.078
Skat	11.231	6.582
Halvårets nettoresultat	853.803	301.496

Balance

	30.06.2015	30.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	50.177	78.258
1 Kapitalandele	7.556.923	7.084.405
Andre aktiver	13.196	9.566
Aktiver i alt	7.620.296	7.172.250
Passiver		
2 Medlemmernes formue	7.618.888	7.166.727
Anden gæld	1.408	5.523
Passiver i alt	7.620.296	7.172.250

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	58%	53%
Europa	31%	31%
Asien	4%	4%
Pacific	2%	4%
Mellemøsten / Afrika	2%	3%
Andre inklusiv kontanter	3%	5%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	21%	20%
IT	18%	18%
Industri	13%	13%
Health Care	12%	13%
Cykliske forbrugsgoder	12%	11%
Andre inklusiv kontanter	24%	25%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	1.844.635	7.166.727	1.114.145	3.667.889
Korrektion ved fusion		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	189.694	752.123	670.339	2.306.154
Indløsninger i året	138.941	565.958	131.704	460.569
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		1.529
Overført fra resultatopgørelsen		853.803		2.384.057
Formue ultimo	1.895.388	7.618.888	1.844.635	7.166.727

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	853.803	301.496	229.733	186.885	-79.682
Medlemmernes formue (t.kr.)	7.618.888	5.477.699	3.201.339	2.229.132	2.201.605
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.895.388	1.565.478	1.054.134	834.065	844.013
Indre værdi	401,97	349,91	303,69	267,26	260,85
Omkostninger (%)	0,80	0,82	0,82	0,79	0,77
Halvårets afkast (%)	11,54	6,29	9,14	9,52	-3,39
Sharpe ratio	1,33	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2005

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI All Country World inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010310077

Porteføljeraðgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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.

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

Afdelingens formue udgjorde 306.077 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 289.505 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 16.572 tusinde kroner. Der foretaget nettoemissioner for i alt -2.366 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 32.665 tusinde kroner.

Afdelingen gav et afkast i første halvår på 11,5 procent, hvilket skal sammenlignes med 11,7 procent for afdelingens benchmark. Merafkastet var dermed -0,2 procentpoint for halvåret. Afdelingen og benchmark bevægede sig bestemt ikke i tandem i perioden, da afdelingen var mere end 1,5 procentpoint bagefter i april. Og kun et markant comeback i sidste halvdel bragte det samlede afkast for afdelingen tættere på benchmarkets afkast. Selvom porteføljen har en beta på cirka 1, så kunne porteføljen ikke følge med i det kraftigt stigende marked i starten af perioden, men vandt det meste tilbage i det moderat faldende marked i den sidste del af perioden. Vi tilskriver det primært regionale over- og undervægte, der på det korte sigt kan betyde en del for merafkastet. Regionalt var det Østeuropa, Japan, Asien og Europa, der gjorde det godt, og primært Latiname-

rika, der ikke kunne følge med. Det absolutte afkast indfrie de vores positive forventninger til 2015.

Den væsentligste bidragsyder til porteføljens afkast var vores aktieudvælgelse, og som dermed var helt på linje med vores investeringsfilosofi og proces. De største bidrag kom fra finanssektoren, stabilt forbrug og health care. I finanssektoren var det især velhaverbankerne UBS og First Republic Bank, samt den japanske finansgruppe Sumitomo Mitsui Financial Group, der var de største bidragsydere. UBS var drevet af flere forhold, men navnlig et godt resultat for første kvartal, hvor investeringsbanken var særdeles profitabel. Derudover havde den betydelige opjustering af CHF i januar en positiv effekt på selskabets aktiekurs. Endelig er markedets bekymring om yderligere kapitalregulering og bøder i forlig med myndighederne generelt faldende. First Republic Bank steg primært på baggrund af en fortsat flot eksekvering af strategien, der driver en relativt høj underliggende vækst i forretningen. Der var ikke de store nyheder om Sumitomo Mitsui Financial Group, der i høj grad fulgte kursudviklingen for de store banker i Japan.

I health care kom de største positive bidrag fra sundhedsforsikringsvirksomheden UnitedHealth Group og medicinaldistributøren Omnicare. UnitedHealth Group fortsætter den meget flotte indtjningsvækst, og markedet har i høj grad kvitteret for det. Væksten i antal forsikrede er genereret på tværs af forsikringsprogrammer, og er dermed opnået inden for både den kommercielle forretning og Medicare/Medicaid. Omnicare steg meget kraftigt i april og maj efter spekulationer om, at selskabet var en overtagelseskandidat. I maj fik vi det bekræftet, eftersom apoteker kæden CVS bød på selskabet. Fusionen forventes gennemført i slutningen af året.

I den negative ende af skalaen var det primært olieselskabet Royal Dutch Shell, industriselskabet Vallourec og mobil selskabet Apple, der trak fra i afkastet. Den væsentligste nyhed på Shell i halvåret var deres overtagelsestilbud på det britiske naturgasselskab BG Group. Det har givet et pres på aktien, idet markedet vurderer, at prisen var i den høje ende. Derudover er der usikkerhed omkring integrationsprocessen, og endelig er Shells aktiekurs påvirket af, at investorer, der ønsker eksponering til gruppen, køber BG Group i stedet for Shell. Vallourec er hårdt ramt af nedgangen i olie- og gassektoren, der er en meget væsentlig kunde gruppe for dem. Vi besøgte selskabet i halvåret, hvor vi gennemførte en omfattende restrukturering af selskabet. Endelig trak Apple fra i afkastet, fordi vi ikke ejede aktien i januar og februar, hvor aktiekursen gjorde det godt.

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 andet halvår

Vores overordnede forventninger til de næste 6-12 måneder er baseret på en fortsat lempelig pengepolitik og en makroøkonomisk bedring. Samlet set vil det betyde moderat stigende aktiekurser. På grund af store udsving i valutakurser og geopolitisk usikkerhed kan der være store regionale forskelle. Vi forventer, at Grækenlands gældskrise vil forblive isoleret og derfor ikke vil spille en væsentlig rolle for det samlede afkast. Vi frygter ikke en eventuel amerikansk rentestigning, da den vil være baseret på stigende vækst og forventes at blive gennemført i afventende moderat tempo. Vi er moderat positive, og vores bekymring er primært på det lidt længere sigt, hvor afkastets holdbarhed kan blive testet af en normalisering af de lave risikopræmier.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.15 (t.kr.)	01.01 -30.06.14 (t.kr.)
Renter og udbytter	5.243	6.800
Kursgevinster og -tab	30.538	9.759
Administrationsomkostninger	2.606	2.061
Resultat før skat	33.175	14.498
Skat	510	430
Halvårets nettoresultat	32.665	14.068

Balance

	30.06.2015 (t.kr.)	31.12.2014 (t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	3.045	2.631
1 Kapitalandele	302.397	287.140
Andre aktiver	720	479
Aktiver i alt	306.162	290.250
Passiver		
2 Medlemmernes formue	306.077	289.622
Anden gæld	85	628
Passiver i alt	306.162	290.250

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	60%	53%
Europa	29%	31%
Asien	3%	4%
Pacific	2%	4%
Mellemøsten / Afrika	2%	3%
Andre inklusiv kontanter	4%	5%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	21%	21%
IT	18%	18%
Industri	13%	13%
Health Care	13%	13%
Cykliske forbrugsgoder	10%	11%
Andre inklusiv kontanter	25%	24%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	20.580	35.294	35.408	50.625
Indløsninger i året	22.614	37.660	39.361	54.986
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		88
Overført fra resultatopgørelsen		32.665		45.390
Formue ultimo	180.744	306.077	182.778	289.622

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	32.665	14.068	16.887	24.212	-27.884
Medlemmernes formue (t.kr.)	306.077	249.978	231.843	248.259	724.861
Cirkulerende andele (t.kr.)	180.744	177.183	188.565	229.755	673.807
Indre værdi	169,34	141,08	122,95	108,05	107,58
Omkostninger (%)	0,81	0,85	0,86	0,81	0,80
Halvårets afkast (%)	11,52	6,01	8,77	10,13	-3,58
Sharpe ratio	1,25	-	-	-	-

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 4.870.659 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 4.404.639 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 466.020 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -52.017 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 518.037 tusinde kroner.

Afdelingen gav et afkast i første halvår på 11,5 procent, hvilket skal sammenlignes med 11,7 procent for afdelingens benchmark. Merafkastet var dermed -0,2 procentpoint for halvåret. Afdelingen og benchmark bevægede sig bestemt ikke i tandem i perioden, da afdelingen var mere end 1,5 procentpoint bagefter i april. Og kun et markant comeback i sidste halvdel bragte det samlede afkast for afdelingen tættere på benchmarkets afkast. Selvom porteføljen har en beta på cirka 1, så kunne porteføljen ikke følge med i det kraftigt stigende marked i starten af perioden, men vandt det meste tilbage i det moderat faldende marked i den sidste del af perioden. Vi tilskriver det primært regionale over- og undervægte, der på det korte sigt kan betyde en del for merafkastet. Regionalt var det Østeuropa, Japan, Asien og Europa, der gjorde det godt, og primært Latinamerika, der ikke kunne følge med. Det absolutte afkast indfrie de vores positive forventninger til 2015.

Den væsentligste bidragsyder til porteføljens afkast var vores aktieudvælgelse, som dermed var helt på linje med vores investeringsfilosofi og proces. De største bidrag kom fra finanssektoren, stabil forbrug og health care. I finanssektoren var det især velhaverbankerne UBS og First Republic Bank, samt den japanske finansgruppe Sumitomo Mitsui Financial Group, der var de største bidragsydere. UBS var drevet af flere forhold, men navnlig et godt resultat for første kvartal, hvor investeringsbanken var særdeles profitabel. Derudover havde den betydelige opjustering af CHF i januar en positiv effekt på selskabets aktiekurs. Endelig er markedets bekymring om yderlige-

re kapitalregulering og bøder i forlig med myndighederne generelt faldende. First Republic Bank steg primært på baggrund af en fortsat flot eksekvering af strategien, der driver en relativt høj underliggende vækst i forretningen. Der var ikke de store nyheder om Sumitomo Mitsui Financial Group, der i høj grad fulgte kursudviklingen for de store banker i Japan.

I health care kom de største positive bidrag fra sundhedsforsikringsvirksomheden UnitedHealth Group og medicinaldistributøren Omnicare. UnitedHealth Group fortsætter den meget flotte indtjningsvækst, og markedet har i høj grad kvitteret for det. Væksten i antal forsikrede er genereret på tværs af forsikringsprogrammer og er dermed opnået inden for både den kommercielle forretning og Medicare/Medicaid. Omnicare steg meget kraftigt i april og maj efter spekulationer om, at selskabet var en overtagelseskandidat. I maj fik vi det bekræftet, eftersom apotekerkæden CVS bød på selskabet. Fusionen forventes gennemført i slutningen af året.

I den negative ende af skalaen var det primært kasinoselskabet Las Vegas Sands, industriselskabet Vallourec og mobilselskabet Apple, der trak fra i afkastet. Las Vegas Sands er fortsat påvirket af den omfattende anti-korruptionskampagne i Kina, der betyder væsentlig færre besøgende i selskabets kasinoer i Macao. Vallourec er hårdt ramt af nedgangen i olie- og gassektoren, der er en meget væsentlig kundegruppe for dem. Vi besøgte selskabet i halvåret, hvor vi gennemførte en omfattende restrukturering af selskabet. Endelig trak Apple fra i afkastet, fordi vi ikke ejede aktien i januar og februar, hvor aktiekursen gjorde det godt.

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 andet halvår

Vores overordnede forventninger til de næste 6-12 måneder er baseret på en fortsat lempelig pengepolitik og en makroøkonomisk bedring. Samlet set vil det betyde moderat stigende aktiekurser. På grund af store udsving i valutakurser og geopolitisk usikkerhed kan der være store regionale forskelle. Vi forventer, at Grækenlands gældskrise vil forblive isoleret og derfor ikke vil spille en væsentlig rolle for det samlede afkast. Vi frygter ikke en eventuel amerikansk rentestigning, da den vil være baseret på stigende vækst og forventes at blive gennemført i afventende moderat tempo. Vi er moderat positive, og vores bekymring er primært på det lidt længere sigt, hvor afkastets holdbarhed kan blive testet af en normalisering af de lave risikopræmier.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	80.639	86.327
Kursgevinster og -tab	483.570	131.944
Administrationsomkostninger	39.180	25.554
Resultat før skat	525.029	192.717
Skat	6.992	4.435
Halvårets nettoresultat	518.037	188.282

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	73.855	26.695
1 Kapitalandele	4.796.150	4.373.737
Andre aktiver	8.961	5.934
Aktiver i alt	4.878.966	4.406.366
Passiver		
2 Medlemmernes formue	4.870.659	4.404.639
Anden gæld	8.307	1.727
Passiver i alt	4.878.966	4.406.366

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	98%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	2%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på regioner		
Nordamerika	58%	53%
Europa	31%	31%
Asien	3%	4%
Pacific	2%	4%
Mellemøsten / Afrika	2%	3%
Andre inklusiv kontanter	4%	5%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	20%	20%
IT	18%	18%
Industri	13%	0%
Stabile forbrugsgoder	12%	13%
Health Care	12%	12%
Energi	0%	11%
Andre inklusiv kontanter	25%	24%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	913.459	4.404.639	595.675	2.433.291
Korrektion ved fusion eller spaltning		0	84.513	400.263
Emissioner i året	41.001	206.813	310.249	1.313.007
Indløsninger i året	48.382	258.830	76.978	347.762
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		815
Overført fra resultatopgørelsen		518.037		605.025
Formue ultimo	906.078	4.870.659	913.459	4.404.639

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	518.037	188.282	188.313	177.370	-77.512
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.870.659	3.805.002	2.279.466	1.956.319	2.028.485
Cirkulerende andele (t.kr.)	906.078	875.879	604.494	595.733	640.025
Indre værdi	537,55	434,42	377,09	328,39	316,94
Omkostninger (%)	0,79	0,81	0,81	0,80	0,80
Halvårets afkast (%)	11,46	6,35	9,11	9,46	-3,50
Sharpe ratio	1,31	-	-	-	-

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

Afkastet på investering i danske aktier kan variere betydeligt over tid

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 2.814.622 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 2.509.864 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 304.758 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 62.877 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 531.037 tusinde kroner.

Både absolut og relativt blev første halvår endnu en god periode for danske aktier. BankInvest Danmark fik et afkast på 21,6 procent mod 20,9 procent for sammenligningsindekset og leverede dermed en overperformance på 0,7 procent. De primære bidragsydere til den positive performance var afdelingens overvægt i SimCorp og Rockwool samt undervægt i TDC, mens afdelingens overvægt i Auriga og kontantbeholdningen var de mest signifikante negative bidragsydere.

SimCorp har fået en god start på året. Ordreindtaget har overrasket positivt drevet af Frankrig og Storbritannien og med positive kommentarer om det nordamerikanske marked, som var den store skuffelse sidste år, og hvor en ny CEO er ved at genopbygge forretningen. De seneste ordrer indikerer også, at SimCorp omsider har fået en front-office-løsning, som er konkurrencedygtig, og vi venter nu på ordrer fra Nordamerika, som den næste store trigger i aktien, forventeligt dog tidligst i slutningen af året.

Rockwool er en forholdsvis ny investeringscase i porteføljen. Casen er, at den nye CEO, bakket op af familien og bestyrelsen, vil formå at løfte indtjeningen i selskabet betragteligt over de kommende år. Selvom selskabet vokser og er kommet fornuftigt gennem krisen, så har man ikke formået at løfte afkastet på den investerede kapital. Bedre kapitaldisciplin ved nye investeringer, højere produktivitet i det eksisterende fabriks-setup og lavere omkostninger drevet af en mere effektiv organisation er nogle af de elementer, som skal danne grundlag for indtjeningsfremgangen fremadrettet. Vi har, gennem en række møder med de relevante beslutningstagere i selskabet og egne analyser, fået et relativt klart billede af, hvordan denne restrukturering og kulturændring i virksomheden vil blive eksekveret i de kommende år. Rockwool er på den baggrund blevet en af vores absolut største overvægte og højeste convictions i porteføljen lige nu.

TDC er fortsat strukturelt udfordret. Konkurrencen i Danmark er uforandret høj på mobilmarkedet, selvom priserne ser ud til at have

stabiliseret sig lidt på det seneste. Håbet om, at en kommende fusion mellem Telia og Telenor i Danmark vil stabilisere markedet, er indtil videre kun netop det – håb. På tv-siden reducerer kunderne stadig deres store tv-pakker til fordel for blandt andet Netflix. Selskabets høje gearing besværliggør nødvendige investeringer i vækst og sætter spørgsmålstejn ved, om de kan fastholde deres dividende over tid.

Auriga blev sidste år solgt til amerikanske FMC og var på den baggrund en væsentlig positiv bidragsyder til performance sidste år. Kursen, som Auriga blev solgt til, blev allerede den gang låst fast, så aktien derfra har været at betragte som en illikvid kassebeholdning til forventet udbetaling i første kvartal 2015. Myndighedsgodkendelser i blandt andet Brasilien trak imidlertid ud, og pengene er først kommet til udbetaling i juni måned. Som følge af de store kursstigninger i markedet har vores position i Auriga derfor underperformet markedet i perioden.

Vores underperformance på kontantbeholdningen har været større, end man normalt bør forvente, når markedet stiger så meget, som det har gjort i første halvår. Årsagen er af porteføljeteknisk karakter. Vi lavede nogle omlægninger i porteføljen i de første måneder af året, hvor vi, som følge af regelsættet fra Finanstilsynet, var nødt til at sælge alt det, vi ville, før vi kunne begynde at købe op i det andet selskab, og denne transaktion blev timingmæssigt ikke udført optimalt.

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 andet halvår

Fremgangen har bidt sig fast i dansk økonomi, men selvom det går bedre, er der stadig udfordringer forude. For første gang siden årtusindeskiftet har væksten været positiv syv kvartaler i træk, beskæftigelsen er stigende, og boligmarkedet er i bedring. Som en lille åben økonomi skyldes fremgangen især, at der er kommet gang i hjulene i Europa. Vi forventer, at dansk økonomi og de danske selskaber fortsat vil klare sig bedre i de kommende år, understøttet af den svage krone, de lave renter og den lave oliepris, men det afhænger i høj grad af, om fremgangen i Europa viser sig at være robust.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	67.638	31.770
Kursgevinster og -tab	486.233	350.314
Administrationsomkostninger	22.234	17.611
Resultat før skat	531.637	364.473
Skat	600	582
Halvårets nettoresultat	531.037	363.891

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	11.173	24.120
1 Kapitalandele	2.804.176	2.484.799
Andre aktiver	215	1.358
Aktiver i alt	2.815.564	2.510.277
Passiver		
2 Medlemmernes formue	2.814.622	2.509.864
Anden gæld	942	413
Passiver i alt	2.815.564	2.510.277

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	100%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	0%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på lande		
Danmark	97%	95%
Sverige	2%	3%
Island	1%	1%
Andre inklusiv kontanter	0%	1%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	28%	25%
Industri	25%	28%
Health Care	23%	20%
Cykliske forbrugsgoder	8%	10%
Stabile forbrugsgoder	7%	0%
Andre inklusiv kontanter	9%	17%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	111.172	116.320	398.317	371.576
Indløsninger i året	49.328	53.443	295.874	266.606
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		636
Overført fra resultatopgørelsen		531.037		405.711
Formue ultimo	2.602.457	2.814.622	2.540.613	2.509.864

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	531.037	363.891	117.911	167.481	-121.501
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.814.622	2.442.739	1.754.453	1.801.005	1.755.716
Cirkulerende andele (t.kr.)	2.602.457	2.515.146	2.626.848	3.222.508	3.003.085
Indre værdi	108,15	97,12	66,79	55,89	58,46
Omkostninger (%)	0,80	0,80	0,81	0,82	0,80
Halvårets afkast (%)	21,59	18,49	6,75	10,97	-6,12
Sharpe ratio	1,20	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Juni 2015

Risikoklasse: 6

Benchmark: OMX Copenhagen Cap inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060622967

Porteføljerrådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i danske virksomheder. 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.

Årets afkast og formueudvikling

Den 4. juni 2015 lancerede BankInvest en akkumulerende version af vores afdeling Danmark. Den nye afdelings investeringsproces og eksponering tilstræbes at være identisk med afdeling Danmark. Afdelingen har fået en fornuftig start, og formuen udgjorde 138.371 tusinde kroner ultimo juni 2015. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 142.242 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -3.871 tusinde kroner.

Afkastet for perioden 4.-30. juni 2015 blev på -3,6 procent mod -3,8 procent for sammenligningsindekset og dermed en overperformance på 0,2 procent. De primære bidragsydere til den positive performance var afdelingens overvægt i Rockwool og Pandora samt undervægt i A.P. Møller-Mærsk, mens afdelingens overvægt i Ringkjøbing Landbobank og Coloplast samt undervægt i DFDS var de mest signifikante negative bidragsydere.

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 likvidetsrisiko.

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

Forventninger til andet halvår

Fremgangen har bidt sig fast i dansk økonomi, men selvom det går bedre, er der stadig udfordringer forude. For første gang siden årtusindeskiftet har væksten været positiv syv kvartaler i træk, beskæftigelsen er stigende, og boligmarkedet er i bedring. Som en lille åben økonomi skyldes fremgangen især, at der er kommet gang i hjulene i Europa. Vi forventer, at dansk økonomi og de danske selskaber fortsat vil klare sig bedre i de kommende år, understøttet af den svage krone, de lave renter og den lave oliepris, men det afhænger i høj grad af, om fremgangen i Europa viser sig at være robust.

Resultatopgørelse	03.06- 30.06.15*) (t.kr.)	Balance	30.06.2015 (t.kr.)
Renter og udbytter	83	Aktiver	
Kursgevinster og -tab	-3.777	1 Likvide midler	2.309
Administrationsomkostninger	165	1 Kapitalandele	138.130
Resultat før skat	-3.859	Aktiver i alt	140.439
Skat	12	Passiver	
Halvårets nettoresultat	-3.871	2 Medlemmernes formue	138.371
		Anden gæld	2.068
		Passiver i alt	140.439

*) Regnskabsperioden omfatter 04.06.-30.06.2015

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	
Børsnoterede finansielle instrumenter	100%
Formue fordelt på lande	
Danmark	97%
Sverige	2%
Island	1%
Formue fordelt på sektorer	
Finans	28%
IT	25%
Health Care	23%
Cykliske forbrugsgoder	8%
Stabile forbrugsgoder	7%
Andre inklusiv kontanter	9%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015	
	Cirk. beviser	Formue- værdi
Emissioner i året	143.531	142.084
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		158
Overført fra resultatopgørelsen		-3.871
Formue ultimo	143.531	138.371

3 Femårsoversigt	30.06.15*)
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-3.871
Medlemmernes formue (t.kr.)	138.371
Cirkulerende andele (t.kr.)	143.531
Indre værdi	96,50
Omkostninger (%)	0,13
Halvårets afkast (%)	-3,56
Sharpe ratio	-

*) Regnskabsperioden omfatter 04.06. - 30.06.2015

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2013

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets inkl. nettoudbytte.

Fondskode: DK0060516854

Porteføljerådgiver: BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i selskaber der er hjemmehørende i Hong Kong, Singapore og/eller omfattet af afdelingens sammenligningsindeks eller har den væsentligste del af sin eksponering mod disse lande eller de lande, der indgår i afdelingens sammenligningsindeks.

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

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

- Markedet skal være beliggende i lande, der er medlemmer af Den Europæiske Union, eller i lande, som Unionen har indgået aftale med på det finansielle område.
- Markedet skal være godkendt af Finanstilsynet.
- Markedet skal være fastsat i tillæg A til vedtægterne efter en forudgående vurdering af, at 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 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, selskabs-specifikke, 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.

Årets afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 853.860 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 692.010 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 161.850 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 131.858 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 53.627 tusinde kroner.

Emerging Markets Aktier steg i første halvår af 2015 med 8,81 procent, mens MSCI Emerging Markets steg med 12,01 procent. Det absolutte afkast ligger omkring de forventninger, vi havde ved årets start, mens det relative afkast ligger under det forventede.

Udviklingen i emerging markets var præget af en generel afmatning i væksten, skuffende udvikling i indtjeningen i virksomhederne, en generel lempelse af pengepolitikken i de fleste lande og generelt faldende valutakurser i forhold til den amerikanske dollar. Østeuropa steg 26,4 procent, hvor Rusland steg mere end regionen på baggrund af faldende renter, en styrket valuta og stigende oliepriser. Asien steg med 15,3 procent primært drevet af Kina, og Latinamerika steg med 1,3 procent.

Afkastet for 2015 var primært drevet af aktieudvælgelsen og i mindre grad af over/undervægte i enkelte lande eller sektorer. Aktieudvælgelsen i Asien bidrog negativt til afkastet, hvor Hyundai Motor faldt i et stigende marked på baggrund af frygt for øget konkurrence, og Samsung Electronics klarede sig dårligere end markedet. I Indonesien faldt tobaksselskabet Gudang Garam og entreprenørvirksomheden Wika mere end markedet på baggrund af henholdsvis stigende tobaksafgifter og skuffende ordreindgang for Wika. I Brasilien faldt Kroton, der er en privat udbyder af uddannelser, mere end markedet, da regeringen har til hensigt at begrænse subsidierne til disse uddannelser. I Østeuropa bidrog undervægtene i russiske energi- og materialeaktier negativt til bidraget. Af positive bidragsydere kan nævnes: China Resources Land, Bank of China, Tencent og Naspers.

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 andet halvår

Vi forventer, at 2015 bliver et år med moderat global vækst, nogen spredning i væksten og en begyndende normalisering af renteniveauet i USA. Vi vurderer, at Asien er den mest attraktive region i emerging markets, da Asien er nettoimportør af olie og andre råvarer og mere eksportorienteret og dermed bedre positioneret til et globalt opsving. Endvidere er der udsigt til pengepolitiske lempelser i en række af de store økonomier grundet svagt inflationspres og/eller aftagende vækst.

For 2015 er forventningen, at foreningen opnår et positivt afkast på 5-15 procent på niveau med eller bedre end afdelingens sammenligningsindeks. Afkastet kan dog blive højere eller lavere som følge af de mere positive konjunkturer i de mere udviklede lande. Men der er også nogen usikkerhed omkring de geopolitiske begivenheder, 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

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	16.163	7.093
Kursgevinster og -tab	45.885	36.846
Administrationsomkostninger	6.711	4.108
Resultat før skat	55.337	39.831
Skat	1.710	601
Halvårets nettoresultat	53.627	39.230

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	19.802	23.239
1 Kapitalandele	842.637	668.574
Andre aktiver	5.123	638
Aktiver i alt	867.562	692.451
Passiver		
2 Medlemmernes formue	853.860	692.010
Anden gæld	13.702	441
Passiver i alt	867.562	692.451

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	96%	93%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	3%	4%
Andre aktiver og passiver	1%	3%
Formue fordelt på regioner		
Asien	66%	66%
Latinamerika	15%	15%
Mellemøsten / Afrika	10%	9%
Østeuropa	4%	4%
Europa	3%	0%
Andre inklusiv kontanter	2%	6%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	33%	32%
IT	21%	20%
Stabile forbrugsgoder	10%	0%
Cykliske forbrugsgoder	8%	11%
Telekommunikation	8%	7%
Energi	0%	9%
Andre inklusiv kontanter	20%	21%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	617.166	692.010	395.782	398.655
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		22.835		0
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-800		0
Emissioner i året	118.819	148.882	222.384	234.073
Indløsninger i året	14.276	17.437	1.000	1.151
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		413		559
Overført fra resultatopgørelsen		53.627		59.874
Formue ultimo	721.709	853.860	617.166	692.010

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	53.627	39.230
Medlemmernes formue (t.kr.)	853.860	582.935
Cirkulerende andele (t.kr.)	721.709	540.408
Indre værdi	118,31	107,87
Omkostninger (%)	0,83	0,84
Halvårets afkast (%)	8,81	7,09
Sharpe ratio	12,01	-

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

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

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.

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 for-

ventes 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 investorerens 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 afdeling, 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 fremtidig 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.

Årets afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 425.342 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 392.231 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 33.111 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 21.704 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 11.407 tusinde kroner.

Afdelingen fik et afkast efter omkostninger på 2,76 procent i første halvår og 1,51 procent siden lanceringen i november 2014. Afdelingen har ikke noget sammenligningsindeks, men tilstræber at beholde de indkøbte obligationer til udløb. Til sammenligning har afkastet i første halvår på andre obligationsinvesteringer været følgende: BankInvest Højrentelande: 1,78 procent; BankInvest Virksomhedsobligationer: -1,68 procent; BankInvest Korte Danske Obligationer: -0,04 procent.

Afdelingens investeringer har en gennemsnitlig rente på 3,74 procent før omkostninger, hvilket svarer til en gennemsnitlig mer-rente på 2,52 procentpoint over amerikanske statsobligationer. Da afdelingen blev lanceret i november 2014, havde startporteføljen en gennemsnitlig rente på 4,0 procent før omkostninger. Alle obligationerne er

udstedt i amerikanske dollar, og valutakursrisikoen afdækkes i videst mulige omfang til danske kroner.

Ved sammensætningen af porteføljen lagde vi vægt på at have en begrænset og forsigtig investering i Rusland. Cirka fire procent er investeret i Rusland, og denne del af porteføljen viste sig at have de største udsving i december sidste år samt i første halvår i år. Uroen i Ukraine og en faldende oliepris førte til betydelige kursudsving, men en stabilisering af såvel oliepris som konflikten i Ukraine skabte grundbund for stigende obligationskurser, som er vendt tilbage til højere niveauer end ved investeringstidspunktet.

I Brasilien, hvor otte procent er investeret, førte en stor korruptions-skandale samt den lave oliepris til nervøsitæt omkring det halvstatslige olieselskab Petrobras. I løbet af april kom der imidlertid afklaring fra revisorerne omkring omfanget af korruptionen, og desuden begyndte olieprisen at stabilisere sig i omegnen af 60 dollar/tønde. Det har mindsket usikkerheden om Petrobras og fået brasilianske obligationskurser til at rette sig, om end obligationskurserne på Petrobras stadig er lavere end niveauet i november sidste år.

Siden lanceringen af afdelingen har de største bidrag til afkastet været investeringerne i Kina, Rusland og Filippinerne. I årets løb er der kun to obligationer, som har givet et negativt afkast: Noble Group i Hong Kong og Pacific Rubiales i Colombia. Faldende råvarepriser har været den væsentligste årsag til denne udvikling.

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 andet halvår

Olie vil fortsat have betydelig indflydelse på de globale obligationsmarkeder, og dette gælder i særdeleshed for emerging markets-obligationer. I andet halvår forventer vi, at markedet vil fokusere på den amerikanske centralbank og muligheden for en stramning af den amerikanske pengepolitik. Vores hovedscenarie er, at det vil medføre en indsnævring af emerging markets-kreditspændene.

Det er svært at se et egentligt inflationært pres i emerging markets under ét (Rusland, Brasilien Sydafrika og Tyrkiet undtaget). Ledig kapacitet og lave råvarepriser vil fortsat holde inflationstrykket lavt. En af de største udfordringer for emerging markets er den lave vækst, og at den stigende vækst i de udviklede lande – primært USA og Europa – ikke ser ud til at generere så meget eksportvækst i emerging markets som tidligere. Mange lande står over for en række store udfordringer, som de ikke kan devaluere sig ud af. Der er med andre ord behov for reformer i en lang række lande for, at væksthistorien igen kan tage fat. Væksten i Kina er aftagende, og på kort sigt er en kraftig afmatning af væksten en risiko, men det er ikke vores hovedscenarie. En lavere vækst i emerging markets kombineret med lav inflation vil sandsynligvis lægge en dæmper på prissætningen af obligationer udstedt af virksomheder i emerging markets. Obligationerne handler på niveau med gennemsnittet de seneste tre år, når man ser på mer-renten for hele markedet. Vi forventer, at de forholdsvis korte obligationer i afdelingen vil fortsætte med at give en roligere kursudvikling for afdelingen end de fleste obligationsafdelinger med længere løbetider.

Resultatopgørelse

	01.01	
	-30.06.15	31.12.14*)
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	10.629	1.936
Kursgevinster og -tab	2.361	-6.622
Administrationsomkostninger	1.583	384
Resultat før skat	11.407	-5.070
Halvårets nettoresultat	11.407	-5.070

*) Regnskabsperioden omfatter 20.11.-31.12.2014

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	5.023	19.247
1 Obligationer	416.498	378.669
1 Afledte finansielle instrumenter	2.742	0
Andre aktiver	5.024	6.692
Aktiver i alt	429.287	404.608
Passiver		
2 Medlemmernes formue	425.342	392.231
1 Afledte finansielle instrumenter	3.915	11.733
Anden gæld	30	644
Passiver i alt	429.287	404.608

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93%	91%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	5%	6%
Øvrige finansielle instrumenter	0%	-3%
Andre aktiver og passiver	2%	6%
Formue fordelt på kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	2%	0%
Investment grade A-BBB	60%	60%
Non Investment grade BB-CCC	29%	29%
Ingen rating	8%	8%
Andre inklusiv kontanter	1%	3%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	8%	4%
Varighed 2-5 år	92%	96%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		107		1.710
Overført fra resultatopgørelsen		11.407		-5.070
Formue ultimo	417.750	425.342	395.943	392.231

3 Femårsoversigt	30.06.15
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	11.407
Medlemmernes formue (t.kr.)	425.342
Cirkulerende andele (t.kr.)	417.750
Indre værdi	101,82
Omkostninger (%)	0,38
Halvårets afkast (%)	2,76
Sharpe ratio	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 27/11/2014

Risikoklasse: 6

Benchmark: STOXX Europe TMI Small Index inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060571362

Porteføljeraådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S / Meriten Investment Management

Indledning

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

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

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 fondsbørserne/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, 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 risiko-profil 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.

Årets afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 1.188.666 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 483.563 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 705.103 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 573.918 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 131.185 tusinde kroner.

Europa Small Cap Aktier leverede et merafkast på 2,7 procent i forhold til sammenligningsindekset, som gav et afkast på 17,9 procent i første halvår. Det flotte afkast for afdelingen på i alt 20,6 procent blev overvejende opnået i første kvartal, der leverede et afkast på 18,8 procent mod en stigning i andet kvartal på 1,5 procent. Begge kvartaler leverede et pænt positivt merafkast i forhold til sammenligningsindekset. Halvåret har været præget af forbedrede nøgletal og øgede forventninger til væksten i den europæiske økonomi. Samtidig var virksomhedernes førstekvartalsregnskaber overvejende positiv læsning. Det har givet anledning til opjusteringer efter en lang periode siden 2010 med nedjusteringer af indtjeningsforventningerne. En del heraf skal tilskrives Den Europæiske Centralbanks lempelige pengepolitik, de lavere oliepriser og en svagere europæisk valuta. Dog har især den sidste del af halvåret givet mere volatilitet på de finansielle markeder. Det skyldes stigende lange renter, midlertidig usikkerhed i forbindelse med det engelske parlamentsvalg og senest opløsningen af den græske gældskrise, geopolitiske spændinger i Ukraine og Mellemøsten og sanktioner over for Rusland. Vi vurderer, at usikkerheden på de finansielle markeder ikke i nævneværdig grad påvirker virksomhedernes indtjeningssevne og fundamentale værdier, hvilket især de mindre virksomheder i Europa bør nyde godt af.

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 andet halvår

Selvom første halvår bød på et flot afkast, så er virksomhedernes og Europas økonomiske udvikling endelig i bedring, og den opståede volatilitet især på grund af Grækenland mest sandsynlig af kort varighed. Dertil kommer en relativt attraktiv prisfastsættelse vurderet i forhold til de europæiske mindre virksomheders indtjeningssevne sammenlignet med de store virksomheder i Europa og de mindre virksomheder i USA. Samlet set har vi et positivt syn på afdelingens afkastudsigter de næste 6-12 måneder.

Resultatopgørelse

	01.01	
	-30.06.15	31.12.14*)
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	19.358	2.179
Kursgevinster og -tab	121.886	11.753
Administrationsomkostninger	8.142	837
Resultat før skat	133.102	13.095
Skat	1.917	26
Halvårets nettoresultat	131.185	13.069

*) Regnskabsperioden omfatter 26.11.-31.12.2014

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	29.843	5.284
1 Kapitalandele	1.221.039	481.124
Andre aktiver	2.814	267
Aktiver i alt	1.253.696	486.675
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.188.666	483.563
Anden gæld	65.030	3.112
Passiver i alt	1.253.696	486.675

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	103%	98%
Fiansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	0%	1%
Andre aktiver og passiver	-3%	1%
Formue fordelt på lande		
Storbritannien	35%	35%
Tyskland	9%	9%
Sverige	8%	9%
Italien	7%	5%
Irland	6%	0%
Frankrig	0%	6%
Andre inklusiv kontanter	35%	36%
Formue fordelt på sektorer		
Industri	26%	26%
Cykliske forbrugsgoder	22%	21%
Finans	22%	20%
Råvarer	9%	9%
IT	8%	13%
Andre inklusiv kontanter	13%	11%

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

	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	468.841	483.563	0	0
Emissioner i året	704.975	853.551	468.866	469.436
Indløsninger i året	218.221	281.311	25	26
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.678		1.084
Overført fra resultatopgørelsen		131.185		13.069
Formue ultimo	955.595	1.188.666	468.841	483.563

	30.06.15
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	131.185
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.188.666
Cirkulerende andele (t.kr.)	955.595
Indre værdi	124,39
Omkostninger (%)	0,87
Halvårets afkast (%)	20,60
Sharpe ratio	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2008

Risikoklasse: 3

Benchmark: Barclays World Government Inflation Linked Bonds TR

Hedged DKK

Fondskode: DK0015908719

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i globale indeksobligationer 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 risikospred-

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 725.512 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 823.672 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -98.160 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -81.787 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -4.343 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår 2015 et afkast på -0,6 procent. Det var lidt under afkastet på sammenligningsindekset, som var -0,4 procent. Det absolutte afkast blev negativt, hvilket er i overensstemmelse med forventningerne ved årets begyndelse. I den seneste årsrapport var forventningen et meget begrænset afkast med en ikke ubetydelig risiko for et negativt afkast.

Fra midten af april og frem til halvårets afslutning trak realrenten på globalt niveau op med 0,4 procentpoint, således at den endte halvåret på -0,15 procent. Forud var der dog gået et tilsvarende rentefald, og samlet set var realrenten på globalt niveau stort set uændret. Inflationstilskrivningen trak ned i det samlede afkast, blandt andet som følge af negativ tilskrivning på amerikanske indeksobligationer.

Set i forhold til nominelle obligationer kom indeksobligationer fornuftigt gennem halvåret. På samtlige markeder leverede indeksobligationer således et merafkast i forhold til nominelle obligationer, og det afspejlede en stigning i ligevægtsinflationen fra cirka 2,25 procent til knap 2,5 procent. Stigningen i ligevægtsinflationen, som kan oversættes til den forventede inflation, var mest udtalt i eurozonen. På tyske og franske indeksobligationer steg inflationsforventningerne med i omegnen af ½ procentpoint. Medvirkende til denne stigning var formentligt både påbegyndelsen af Den Europæiske Centralbanks opkøbsprogram, som er målrettet en genopretning af inflations-

forventningerne til et niveau nær 2 procent, samt en vending i den faktiske inflation. Inflationen i eurozonen bundede ud i januar på -0,6 procent og steg til 0,2 procent. I samme periode var kerneinflationen rimeligt stabil i niveauet 0,6-0,9 procent.

I første halvår var der betydelig divergens mellem afkastet på de forskellige markeder. Blandt de markeder, afdelingen investerer i, var det højeste afkast at finde på svenske indeksobligationer med et afkast i underkanten af 2 procent. Det svageste afkast gav spanske indeksobligationer med et samlet afkast på -4 procent. Af de store markeder gav amerikanske indeksobligationer cirka et nulafkast, mens engelske indeksobligationer gav et negativt afkast.

Som nævnt påbegyndte Den Europæiske Centralbank opkøbsprogrammet i statsobligationer med start medio marts. Tidligere opkøbsprogrammer i USA og Storbritannien har resulteret i et fald i realrenten målt på den tiårige rente. Den amerikanske tiårige realrente bundede ud omkring -1 procent tilbage i 2012. Den engelske nåede ned i -1½ procent i starten af 2013. Den tyske tiårige nåede i april ned i -1,25 procent og lagde sig dermed lige midt i intervallet mellem, hvor den engelske og den amerikanske bundede. Efterfølgende steg renterne kraftigt, og den tiårige realrente i Tyskland sluttede halvåret i cirka -0,5 procent.

Italienske og spanske indeksobligationer blev fra 1. april 2015 indlemmet i det globale benchmark for indeksobligationer. Det er det sammenligningsindeks, som afdelingen følger. Italien vægter cirka 6½ procent i indekset, mens Spanien vægter knap 1 procent.

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 andet halvår

Som beskrevet ovenfor skete der en mærkbar stigning i ligevægtsinflationen i første halvår 2015. Stigningen var begrundet i en positiv vending i den faktiske inflation i de fleste større lande, en stabilisering af råvarepriserne efter det kraftige fald i andet halvår 2014 og endeligt spillede det formentligt også en rolle, at både Den Europæiske Centralbank og Bank of Japan gennemførte meget betydelige opkøb af statsobligationer. Korrektionen betød et højere afkast på indeksobligationer end på nominelle obligationer med tilsvarende varighed. Når indeksobligationer alligevel fremstår med et negativt afkast i første halvår 2015, skyldes det det negative udgangspunkt for realrenterne, altså det negative løbende afkast, kombineret med

en marginalt negativ inflationstilskrivning.

Udfordringen for indeksobligationsmarkedet i andet halvår 2015 er, at hvis vi ser renterne falde tilbage igen, vil det formentligt være bedre at have de nominelle obligationer, fordi rentefaldet vil være drevet af skuffende økonomiske nøgletal og en udskydelse af forventningerne til renteforhøjelser fra USA og Storbritannien. Fortsætter den stigende tendens i renterne, blandt andet som følge af renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank i andet halvår 2015, vil den høje rentefølsomhed på indeksobligationerne tynde på afkastet. Det grundlæggende problem er nu, som for seks måneder siden, at over halvdelen af indeksobligationsmarkedet handler på negative realrenter i en verden, hvor der ikke er meget inflation at spore. På den baggrund forventes et meget begrænset afkast, og risikoen for et negativt afkast er ikke ubetydelig.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	5.298	8.931
Kursgevinster og -tab	-6.413	59.836
Administrationsomkostninger	3.228	5.784
Resultat før skat	-4.343	62.983
Halvårets nettoresultat	-4.343	62.983

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	17.605	5.879
1 Obligationer	709.444	829.518
1 Afledte finansielle instrumenter	0	1.017
Andre aktiver	4.335	4.487
Aktiver i alt	731.384	840.901
Passiver		
2 Medlemmernes formue	725.512	823.672
1 Afledte finansielle instrumenter	5.316	16.892
Anden gæld	556	337
Passiver i alt	731.384	840.901

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	84%	87%
Finansielle instrumenter noteret på andet reg. marked	14%	14%
Øvrige finansielle instrumenter	-1%	-2%
Andre aktiver og passiver	3%	1%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	80%	45%
Investment grade A-BBB	12%	5%
Ingen rating	6%	50%
Andre inklusiv kontanter	2%	0%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	5%	7%
Varighed 2-5 år	28%	29%
Varighed > 5 år	67%	64%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
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	608	779	7.776	9.451
Indløsninger i året	64.704	82.749	616.776	766.624
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		183		1.498
Overført fra resultatopgørelsen		-4.343		87.977
Formue ultimo	583.426	725.512	647.522	823.672

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-4.343	62.983	-129.965	56.700	63.004
Medlemmernes formue (t.kr.)	725.512	1.148.064	2.324.450	2.207.929	1.798.896
Cirkulerende andele (t.kr.)	583.426	925.832	1.883.077	1.727.902	1.518.534
Indre værdi	124,35	124,00	123,44	127,78	118,46
Omkostninger (%)	0,41	0,43	0,39	0,42	0,42
Halvårets afkast (%)	-0,61	4,81	-4,97	2,85	4,23
Sharpe ratio	0,70	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2000

Risikoklasse: 5

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

Fondskode: DK0010266741

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder i hele verden. Virksomhederne skal have deres væsentligste aktivitet indenfor børssektorerne: stabile forbrugsvarer, som for eksempel fødevarerproducenter og supermarkeder eller cykliske forbrugsvarer, som for eksempel bilproducenter, rejsearrangører og restauranter. 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. Tillægget omfatter det sekundære marked for amerikanske statsgældspapirer.

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, selskabs-specifikke, 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 tidshorison.

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 3.057.299 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 2.845.848 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 211.451 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 275.364 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 359.551 tusinde kroner.

Afdelingen opnåede i første halvår af 2015 et afkast på 12,7 procent, mens sammenligningsindekset i samme periode viste et afkast på 13,3 procent. Dette medfører en underperformance på 0,67 procentpoint efter alle omkostninger. I første halvår af 2015 har aktiemarkederne fortsat været præget af centralbankernes politik i tråd med vores forventninger, og kurserne er fortsat med at stige til nye rekordniveauer. Verdensøkonomien har vist forbedringstegn, hvilket dog endnu ikke i større udstrækning har afspejlet sig i indtjeningen på aktiemarkedet generelt. I USA har den stigende valutakurs for den amerikanske dollar påvirket, hvad der lignede gryende forbedringer. Pendulet er af samme årsag svunget en smule tilbage mod vækst i Europa, dog tegner der sig stadig et dårligt vækstbillede for verden som helhed. Mod halvårets afslutning opblussede gældskrisen i Grækenland, hvilket sammen med de stadig mere volatile obligationsmarkeder skabte uro på aktiemarkederne. De unaturligt lave renteniveauer og investorernes søgen efter alt, der ligner afkast, giver forventning om fortsat turbulens i de kommende år.

Afdelingens bedste aktier i første halvår var Yum! Brands, Super Group og Samsonite. Yum! Brands ejer restaurantkæderne Kentucky Fried Chicken, Taco Bell og Pizza Hut. En stor del af selskabets indtjening kommer fra det kinesiske marked, et marked hvor andelen af fødevarer, der købes som fastfood, endnu er meget lav. I 2014 blev Kentucky Fried Chicken-kæden ramt af en sag, der blussede op i de kinesiske medier, da den omhandlede deres produkters fødeva-

resikkerhed. Vi anså sagen som værende blæst ud af proportion, og i første halvår 2015 er fokus på episoden også støt aftaget.

Super Group, der driver tøjkæden SuperDry, var afdelingens næstbedste aktie i halvåret. Vi tillægger stigningen i Super Group, at den nye Direktør, Euan Sutherland, har givet investorer større tiltro til selskabets fremtidige eksekvering. Vi har selv mødt Euan i år og vurderer, at han er præcis, hvad selskabet har brug for.

Den tredjebedste aktie for afdelingen i tredje kvartal var Samsonite. Aktien steg i halvåret uden større selskabsspecifikke nyheder.

Halvårets dårligste aktie var Michael Kors, der sælger dametasker og andet modetilbehør. Aktien faldt kraftigt tilbage efter blandt andet at have rapporteret faldende omsætning i USA. Investorerne frygter, at mærket Michael Kors kan have toppet, og at det vil miste relevans i de trendsættende kredse fremover. Vi er på nuværende tidspunkt i gang med en revurdering af vores investering i selskabet. Stemningen omkring aktien er dog særdeles negativ, hvilket ofte viser sig at være en overreaktion.

Urproducenten Richemont var den næstdårligste aktie i afdelingen. Kina er, ligesom for Yum!, et meget vigtigt marked for Richemont. Efter magtskiftet i Kina i 2013 har et af de nye præsident Ji Jings hovedfokusområder været korruption. En lang række luksusgoder har oplevet vigende salg, efter at større gaver og prangende opførsel er blevet ildeset blandt eliten i landet. Richemont sælger ure i den højeste ende af prisskalaen og har oplevet pres fra specielt Kina og Hong Kong.

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 andet halvår

Vi forventer fortsat, at verden vil være i en periode med lavere vækst fremadrettet, og at centralbankpolitik vil være en særdeles vigtig faktor for både retningen af og størrelsen på udsving på aktiemarkedet. Vi vurderer fortsat, 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 2015 ender imellem +10 og +20 procent. Dog kan afkast på aktier altid opleve væsentlige udsving fra det forventede i så kort en tidshorisont.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	38.940	67.197
Kursgevinster og -tab	349.735	-163.935
Administrationsomkostninger	24.684	33.394
Resultat før skat	363.991	-130.132
Skat	4.440	6.237
Halvårets nettoresultat	359.551	-136.369

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	43.065	14.907
1 Kapitalandele	3.002.623	2.826.484
Andre aktiver	11.728	37.104
Aktiver i alt	3.057.416	2.878.495
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.057.299	2.845.848
Anden gæld	117	32.647
Passiver i alt	3.057.416	2.878.495

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	98%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	2%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på lande		
Nordamerika	56%	55%
Europa	34%	34%
Japan	6%	7%
Mellemøsten / Afrika	3%	3%
Andre inklusiv kontanter	1%	1%
Formue fordelt på sektorer		
Cykliske forbrugsgoder	58%	53%
Stabile forbrugsgoder	40%	46%
Andre inklusiv kontanter	2%	1%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	180.296	383.412	20.800	39.387
Indløsninger i året	46.731	108.048	1.095.824	2.148.649
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		635
Overført fra resultatopgørelsen		359.551		311.851
Formue ultimo	1.455.320	3.057.299	1.321.755	2.845.848

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	359.551	-136.369	503.583	390.319	-37.323
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.057.299	3.508.304	5.071.616	4.048.988	2.542.498
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.455.320	1.874.170	2.647.844	2.294.395	1.718.683
Indre værdi	210,08	187,19	191,54	176,47	147,93
Omkostninger (%)	0,79	0,78	0,79	0,82	0,81
Halvårets afkast (%)	12,67	-2,55	11,39	12,42	-1,34
Sharpe ratio	1,38	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2001

Risikoklasse: 4

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

Fondskode: DK0016112832

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 4.140.178 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 4.787.101 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -646.923 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -728.344 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 81.421 tusinde kroner.

Afdelingen fik et afkast efter omkostninger på 1,79 procent mod et afkast for benchmark på 2,14 procent. Ved indgangen til 2015 havde vi en forventning om et årsafkast på mellem 4 og 7 procent. Med en gennemsnitlig rente på 5,7 procent for afdelingen og forventning om en indsnævring af kreditspændene fastholder vi vores forventninger til afkastet for året på trods af en mulig stramning af den amerikanske pengepolitik mod slutningen af året.

Kreditspændet for både emerging markets-stater og emerging markets-virksomhedsobligationer er i første halvår begge faldet, mens renten er steget for emerging markets-stater og faldet for emerging markets-virksomheder. Derfor har emerging markets-virksomheder også bidraget mest til afdelingens afkast. Afdelingen har stort set været ligevægtet mellem emerging markets-statsobligationer og emerging markets-virksomhedsobligationer.

På trods af en svagt stigende oliepris er afkastet blevet negativt påvirket af skandalen i det halvstatslige brasilianske olieselskab Petrobras. I løbet af april kom der imidlertid afklaring fra revisorerne omkring omfanget af korrupsionen, og desuden begyndte olieprisen at stabilisere sig i omegnen af 60 dollar/tønne. Det har mindsket usikkerheden omkring Petrobras og fået obligationskurserne til at rette sig, om end de stadig er under niveauet i november sidste år, hvor krisen tog fart.

Positiv effekt er kommet fra Argentina, hvor markedet har indstillet sig på tiden med en ny regering i 2016, der vil slutte mere end ti års retsopgør med de investorer, som indtil nu har stået uden for restruktureringerne fra 2005 og 2010. En løsning vil øge Argentinas adgang til de internationale kapitalmarkeder og formodentlig betyde lavere finansieringsomkostninger. Ligeledes er der kommet en positiv effekt fra Rusland, hvor en stabilisering af såvel olieprisen som konflikten i Ukraine har skabt grundbund for stigende obligationskurser.

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 andet halvår

Olie vil fortsat have betydelig indflydelse på de globale obligationsmarkeder, og dette gælder i særdeleshed for emerging markets-obligationer. I andet halvår forventer vi, at markedet vil fokusere på den amerikanske centralbank og muligheden for en stramning af den amerikanske pengepolitik. Vores hovedscenario er, at det vil medføre en indsnævring af emerging markets-kreditspændene.

Det er svært at se et egentligt inflationært pres i emerging markets under et (Rusland, Brasilien Sydafrika og Tyrkiet undtaget). Ledig kapacitet og lave råvarepriser vil holde inflationstrykket lavt, og inflationen vil på sigt komme ned i Rusland og Tyrkiet. En af de største udfordringer for emerging markets er den lave vækst, og at øget vækst i de udviklede lande ikke ser ud til at generere så meget eksportvækst i emerging markets som tidligere. Emerging markets-landene står over for en række store udfordringer, som de enkelte lande ikke kan devaluere sig ud af. Der er med andre ord behov for reformer i en lang række lande, for at emerging markets-væksthistorien

igen kan tage fat. På kort sigt er en kraftig afmatning af Kinas vækst en risiko, men det er ikke vores hovedscenario.

Endelig er der en række landespecifikke risici: I Ukraine udgør den igangværende restrukturering af gælden en risiko, og vi tror, der er en betydelig risiko for, at investorerne må affinde sig med et større tab, end markedet har prissat. Porteføljen har en undervægt i Ukraine, og vi har reduceret yderligere i starten af juni. Venezuela ser ud til at klare betalingerne i indeværende år, men vi forventer fortsat, at landet vil blive tvunget til en restrukturering i løbet af 2016. Porteføljen er stort set neutralt positioneret i Venezuela og ligger placeret i obligationer, der efter vores opfattelse handler tæt på konkursdividende.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	134.470	138.840
Kursgevinster og -tab	-24.570	229.246
Administrationsomkostninger	28.479	31.091
Resultat før skat	81.421	336.995
Halvårets nettoresultat	81.421	336.995

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	53.097	79.027
1 Obligationer	4.030.569	4.766.251
1 Afledte finansielle instrumenter	20.366	3.483
Andre aktiver	77.472	67.570
Aktiver i alt	4.181.504	4.961.331
Passiver		
2 Medlemmernes formue	4.140.178	4.787.101
1 Afledte finansielle instrumenter	22.172	121.105
Anden gæld	19.154	8.125
Passiver i alt	4.181.504	4.916.331

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89%	94%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	8%	6%
Øvrige finansielle instrumenter	0%	-3%
Andre aktiver og passiver	3%	3%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	1%	1%
Investment grade A-BBB	47%	50%
Non Investment grade BB-CCC	38%	35%
Ingen rating	12%	15%
Andre inklusiv kontanter	2%	-1%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	8%	7%
Varighed 2-5 år	31%	37%
Varighed > 5 år	61%	56%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-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	30.770	18.981	420.705	257.414
Indløsninger i året	1.204.536	752.739	627.902	401.902
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		5.414		1.803
Overført fra resultatopgørelsen		81.421		204.517
Formue ultimo	6.628.242	4.140.178	7.802.008	4.787.101

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	81.421	336.995	-324.255	434.966	274.261
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.140.178	5.073.907	5.602.376	6.507.515	7.765.780
Cirkulerende andele (t.kr.)	6.628.242	8.063.075	8.685.026	9.496.976	10.970.860
Indre værdi	62,46	62,93	64,51	68,52	70,79
Omkostninger (%)	0,61	0,61	0,60	0,60	0,60
Halvårets afkast (%)	1,79	6,79	-5,40	6,53	3,60
Sharpe ratio	0,79	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 2005

Risikoklasse: 4

Benchmark: JP Morgan GBI-EM Global Diversified

Fondskode: DK0060012037

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i 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 valutakurstigning, som forventes i takt med at landenes økonomi styrkes.

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. Gruppen med god kreditkarakter starter ved BBB-, mens AAA er den højeste karakter. Den laveste karakter er D, som svarer til konkurs. I denne afdeling skal 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 fondsborserne/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 skattelovgivning. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af det eventuelle udbytte.

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

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 2.131.469 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 2.033.575 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 97.894 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 51.953 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 45.942 tusinde kroner.

Afdelingen fik et afkast efter omkostninger på 2,94 procent mod et afkast for benchmark på 3,49 procent. Ved indgangen til 2015 havde vi en forventning om et årsafkast på mellem 5 og 7 procent. Med en gennemsnitlig rente på 7,16 procent for afdelingen og en forventning om en stabilisering af valutaerne forventer vi fortsat at kunne leve op til afkastforventningerne for året som helhed.

Godt to tredjedele af afkastet kommer fra den løbende rente og kursgevinster på obligationer, mens den resterende del af afkastet kommer fra valutakursgevinster. Generelt er emerging markets-valutaerne blevet svækket over for dollaren, men da denne er styrket over for kronen, har valutaerne givet et positivt bidrag målt i danske kroner. Højeste bidrag kommer fra Rusland, der har givet et afkast på

45 procent fordelt ligeligt mellem rentefald/løbende rente og valuta-kursgevinst. Baggrunden herfor er en stabilisering af såvel olieprisen som krisen i Ukraine.

Indien har også givet et pænt positivt bidrag og ser fortsat ud til at være mange investorers darling, selvom det er gået langsomt med reformer på det seneste, og premierminister Modi har mødt en del modvind i lokalvalg.

Brasilien har som det eneste land givet et negativt afkast i første halvår, hvilket skyldes en svækkelse af valutaen. BRL er blevet svækket med godt 7 procent som konsekvens af skandalen i det halvstatslige brasilianske olieselskab Petrobras, og med en præsident som står med en tilslutning på 10-12 procent. I løbet af april kom der imidlertid afklaring fra revisorerne omkring omfanget af korruptionen, og desuden begyndte olieprisen at stabilisere sig i omegnen af 60 dollar/tønde. Det har mindsket usikkerheden omkring Petrobras, og fået valutaen til at stabilisere sig.

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 andet halvår

Olie vil fortsat have betydelig indflydelse på de globale obligationsmarkeder, og dette gælder i særdeleshed for emerging markets-obligationer. I andet halvår forventer vi, at vi vil fokusere på den amerikanske centralbank og muligheden for en stramning af den amerikanske pengepolitik. Vi forventer ikke yderligere markante svækkelser af valutaerne, blandt andet fordi der generelt har været tale om en temmelig markant svækkelse af emerging markets-valutaerne over for dollaren gennem de seneste to år.

Det er svært at se et egentligt inflationært pres i emerging markets under et (Rusland, Brasilien, Sydafrika og Tyrkiet undtaget). Ledig kapacitet og lave råvarepriser vil holde inflationstrykket lavt, og inflationen vil på sigt komme ned i Rusland og Tyrkiet. En af de største udfordringer for emerging markets er den lave vækst, og at øget vækst i de udviklede lande ikke ser ud til at generere så meget eksportvækst i emerging markets som tidligere. Emerging markets-landene står over for en række store udfordringer, de enkelte lande ikke kan devaluere sig ud af. Der er med andre ord behov for reformer i en lang række lande for, at emerging markets-væksthistorien igen kan tage fat. På kort sigt er en kraftig afmatning af Kinas vækst en risiko, men det er ikke vores hovedscenarie.

Vores fokus vil derfor ligge på lande, der foretager reformer og

forsøger at mindske deres finansielle risiko, eller som prismæssigt har korrigeret så meget, at de på trods af manglende reformer virker attraktive.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	77.494	63.693
Kursgevinster og -tab	-13.413	66.584
Administrationsomkostninger	16.116	12.373
Resultat før skat	47.965	117.904
Skat	2.023	696
Halvårets nettoresultat	45.942	117.208

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	52.208	64.023
1 Obligationer	2.024.827	1.923.779
Afledte finansielle instrumenter	1.561	461
Andre aktiver	54.103	45.923
Aktiver i alt	2.132.699	2.034.186
Passiver		
2 Medlemmernes formue	2.131.469	2.033.575
1 Afledte finansielle instrumenter	576	0
Anden gæld	654	611
Passiver i alt	2.132.699	2.034.186

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	87%	87%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	8%	8%
Andre aktiver og passiver	5%	5%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	2%	2%
Investment grade A-BBB	90%	87%
Non Investment grade BB-CCC	5%	3%
Ingen rating	0%	4%
Andre inklusiv kontanter	3%	4%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	10%	12%
Varighed 2-5 år	43%	47%
Varighed > 5 år	47%	41%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-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	398.113	424.358	378.991	369.908
Indløsninger i året	361.071	374.617	202.971	197.066
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		2.211		756
Overført fra resultatopgørelsen		45.942		116.627
Formue ultimo	2.082.415	2.131.469	2.045.373	2.033.575

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	45.942	117.208	-187.449	163.017	-65.548
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.131.469	2.086.002	2.160.844	2.184.371	2.350.273
Cirkulerende andele (t.kr.)	2.082.415	2.095.629	2.122.964	1.978.314	2.169.436
Indre værdi	102,36	99,54	101,78	110,42	108,34
Omkostninger (%)	0,69	0,68	0,74	0,68	0,68
Halvårets afkast (%)	2,94	6,72	-7,83	7,63	-2,43
Sharpe ratio	0,09	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2006

Risikoklasse: 4

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

Fondskode: DK0060019552

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 491.947 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 490.585 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 1.362 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 7.240 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 8.602 tusinde kroner.

Afdelingen fik et afkast efter omkostninger på 1,76 procent mod et afkast for benchmark på 2,14 procent. Ved indgangen til 2015 havde vi en forventning om et årsafkast på mellem 4 og 7 procent. Med en gennemsnitlig rente på 5,7 procent for afdelingen og forventning om en indsnævring af kreditspændene fastholder vi vores forventninger til afkastet for året på trods af en mulig stramning af den amerikanske pengepolitik mod slutningen af året.

Kreditspændet for både emerging markets-stater og emerging markets-virksomhedsobligationer er i første halvår begge faldet, mens renten er steget for emerging markets-stater og faldet for emerging markets-virksomheder. Derfor har emerging markets-virksomheder også bidraget mest til afdelingens afkast. Afdelingen har stort set været ligevægtet mellem emerging markets-statsobligationer og emerging markets-virksomhedsobligationer.

På trods af en svagt stigende oliepris er afkastet blevet negativt

påvirket af skandalen i det halvstatslige brasilianske olieselskab Petrobras. I løbet af april kom der imidlertid afklaring fra revisorerne omkring omfanget af korrupsionen, og desuden begyndte olieprisen at stabilisere sig i omegnen af 60 dollar/tønne. Det har mindsket usikkerheden omkring Petrobras og fået obligationskurserne til at rette sig, om end de stadig er under niveauet i november sidste år, hvor krisen tog fart.

Positiv effekt er kommet fra Argentina, hvor markedet har indstillet sig på tiden med en ny regering i 2016, der vil slutte mere end ti års retsopgør med de investorer, som indtil nu har stået uden for restruktureringerne fra 2005 og 2010. En løsning vil øge Argentinas adgang til de internationale kapitalmarkeder og formodentlig betyde lavere finansieringsomkostninger. Ligeledes er der kommet en positiv effekt fra Rusland, hvor en stabilisering af såvel olieprisen som konflikten i Ukraine har skabt grundbund for stigende obligationskurser.

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 andet halvår

Olie vil fortsat have betydelig indflydelse på de globale obligationsmarkeder, og dette gælder i særdeleshed for emerging markets-obligationer. I andet halvår forventer vi, at markedet vil fokusere på den amerikanske centralbank og muligheden for en stramning af den amerikanske pengepolitik. Vores hovedscenario er, at det vil medføre en indsnævring af emerging markets-kreditspændene.

Det er svært at se et egentligt inflationært pres i emerging markets under et (Rusland, Brasilien Sydafrika og Tyrkiet undtaget). Ledig kapacitet og lave råvarepriser vil holde inflationstrykket lavt, og inflationen vil på sigt komme ned i Rusland og Tyrkiet. En af de største udfordringer for emerging markets er den lave vækst, og at øget vækst i de udviklede lande ikke ser ud til at generere så meget eksportvækst i emerging markets som tidligere. Emerging markets-landene står over for en række store udfordringer, de enkelte lande ikke kan devaluere sig ud af. Der er med andre ord behov for reformer i en lang række lande, for at emerging markets-væksthistorien igen kan tage fat. På kort sigt er en kraftig afmatning af Kinas vækst en risiko,

men det er ikke vores hovedscenario.

Endelig er der en række landespecifikke risici: I Ukraine udgør den igangværende restrukturering af gælden en risiko, og vi tror, der er en betydelig risiko for, at investorerne må affinde sig med et større tab, end markedet har prissat. Porteføljen har en undervægt i Ukraine, og vi har reduceret yderligere i starten af juni. Venezuela ser ud til at klare betalingerne i indeværende år, men vi forventer fortsat, at landet vil blive tvunget til en restrukturering i løbet af 2016. Porteføljen er stort set neutralt positioneret i Venezuela og ligger placeret i obligationer, der efter vores opfattelse handler tæt på konkursdividende.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	14.137	15.706
Kursgevinster og -tab	-2.501	26.140
Administrationsomkostninger	3.034	3.408
Resultat før skat	8.602	38.438
Halvårets nettoresultat	8.602	38.438

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	14.471	16.798
1 Obligationer	473.473	483.206
1 Afledte finansielle instrumenter	418	1.021
Andre aktiver	13.405	7.045
Aktiver i alt	501.767	508.070
Passiver		
2 Medlemmernes formue	491.947	490.585
I alt afledte finansielle instrumenter	3.494	16.175
Anden gæld	6.326	1.310
Passiver i alt	501.767	508.070

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	89%	93%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	7%	6%
Øvrige finansielle instrumenter	-1%	-3%
Andre aktiver og passiver	4%	4%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	1%	1%
Investment grade A-BBB	47%	48%
Non Investment grade BB-CCC	36%	36%
Ingen rating	13%	15%
Andre inklusiv kontanter	3%	0%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	8%	8%
Varighed 2-5 år	32%	35%
Varighed > 5 år	60%	58%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	5.111	7.849	70.823	108.161
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		455
Overført fra resultatopgørelsen		8.602		23.507
Formue ultimo	317.724	491.947	322.448	490.585

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	8.602	38.438	-39.423	40.582	27.552
Medlemmernes formue (t.kr.)	491.947	558.530	640.248	683.469	769.306
Cirkulerende andele (t.kr.)	317.724	356.679	447.941	491.741	588.641
Indre værdi	154,83	156,59	142,93	138,99	130,69
Omkostninger (%)	0,61	0,61	0,61	0,62	0,61
Halvårets afkast (%)	1,76	7,07	-5,60	6,31	3,68
Sharpe ratio	0,79	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2011

Risikoklasse: 5

Benchmark: MSCI World High Dividend Yield inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0060293538

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i 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 skattelov-

givning. 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, markedsræssige 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 tidshorizont 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

Afdelingens formue udgjorde 3.778.537 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 2.388.994 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 1.389.543 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 1.351.743 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 244.386 tusinde kroner.

I de første seks måneder af 2015 har aktionærerne i Højt Udbytte Aktier fået et positivt afkast på 11,3 procent efter alle omkostninger. Dette er 3,2 procentpoint bedre end afkastet for afdelingens benchmark, der i samme periode gav et positivt afkast på 8,1 procent.

Den største bidragsyder til performance i første halvår 2015 har været hjemlige Novo Nordisk, der, blandt andet hjulpet af gode forskningsresultater og medvind fra valuta (amerikansk dollar), har givet et flot afkast i perioden. Sundhedssektoren har samlet set stået for cirka en tredjedel af den samlede merperformance i halvåret, idet også de amerikanske selskaber UnitedHealth (sundhedsforsikring) og AmerisourceBergen (distribution af medicin til apoteker, lægeklinikker med videre) gjorde det godt. Der har også været et godt bidrag til performance fra det schweiziske agrokemiske selskab Syngenta AG, der i maj 2015 blev udsat for et købstilbud fra amerikanske Monsanto. I sådanne tilfælde er købstilbuddet typisk noget over dagskursen, hvilket også var tilfældet her. Syngenta steg derfor kraftigt i maj, og vi valgte at tage en del af profitten i samme ombæring.

Mens sundhedssektoren generelt har gjort det godt i perioden, findes der på den negative side af bidragsyderne til afkastet nogle af de medicinalsselskaber, som vi har fravalgt, herunder amerikanske Pfizer og Eli Lilly & Co. Dertil kommer dårlig performance fra amerikanske UPS Inc. (eksprespakke-levering med videre), der i starten af 2015 meddelte, at de henover højsæsonen fra sidst i november til og med

julen 2014 ikke kunne leve helt op til forventningerne. Det samme var tilfældet året før (om end af andre årsager). Efterfølgende har aktien gjort det udmærket, og vi er fortrøstningsfulde med hensyn til, at det i år (2015) bliver alle gode gange tre, og at selskabet har fået styr på deres logistik til at håndtere presset i højsæsonen.

Forventninger til andet halvår

Vi mener grundlæggende, at selskaber, der betaler relativt høje udbytter, besidder karakteristika, der skaber bedre risikjusterede afkast end det brede aktiemarked. Det er dokumenteret over lange perioder, og vi ser ingen grund til, at dette ikke skulle være tilfældet også fremadrettet. I Højt Udbytte Aktier beskæftiger vi os dog ikke med at forudsige aktiemarkederne på 6 eller 12 måneders sigt. Dertil er de alt for uforudsigelige. Det er netop derfor, at vi fokuserer på det mere "sikre" afkastelement, nemlig udbytter.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	75.323	60.032
Kursgevinster og -tab	202.685	120.427
Administrationsomkostninger	27.081	17.414
Resultat før skat	250.927	163.045
Skat	6.541	5.302
Halvårets nettoresultat	244.386	157.743

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	13.559	4.467
1 Kapitalandele	3.753.299	2.378.500
Andre aktiver	16.658	15.395
Aktiver i alt	3.783.516	2.398.362
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.778.537	2.388.994
Anden gæld	4.979	9.368
Passiver i alt	3.783.516	2.398.362

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	99%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	1%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på sektorer		
USA	50%	43%
Storbritannien	13%	14%
Schweiz	12%	14%
Danmark	6%	5%
Tyskland	4%	6%
Andre inklusiv kontanter	15%	18%
Formue fordelt på lande		
Health Care	20%	23%
Stabile forbrugsgoder	15%	11%
Finans	11%	11%
Energi	11%	11%
Cykliske forbrugsgoder	9%	11%
Andre inklusiv kontanter	34%	33%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	1.028.897	1.512.200	134.515	179.051
Indløsninger i året	113.189	161.649	397.552	516.382
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.192		354
Overført fra resultatopgørelsen		244.386		343.194
Formue ultimo	2.595.090	3.778.537	1.679.382	2.388.994

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	244.386	157.743	129.016	65.921	-6.573
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.778.537	2.198.455	2.380.640	1.005.690	213.318
Cirkulerende andele (t.kr.)	2.595.090	1.674.662	1.972.626	916.583	220.096
Indre værdi	145,60	131,28	120,68	109,72	96,92
Omkostninger (%)	0,81	0,79	0,83	0,83	0,28
Halvårets afkast (%)	11,32	7,49	8,86	7,30	-3,14
Sharpe ratio	1,80	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 1996

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0015935019

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer primært 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.

Årets afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 6.829.594 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 7.391.911 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -562.317 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -463.663 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 3.043 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår 2015 et afkast på 0,0 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 indfrielseer 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 vedrørende 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. Obligationer 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.

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 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.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	68.020	81.336
Kursgevinster og -tab	-54.691	82.112
Administrationsomkostninger	10.286	16.107
Resultat før skat	3.043	147.341
Halvårets nettoresultat	3.043	147.341

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	57.977	64.289
1 Obligationer	6.729.171	7.603.893
Andre aktiver	42.885	220.283
Aktiver i alt	6.830.033	7.888.465
Passiver		
2 Medlemmernes formue	6.829.594	7.391.911
Anden gæld	439	496.554
Passiver i alt	6.830.033	7.888.465

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	103%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	-3%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	68%	75%
Investment grade A-BBB	24%	17%
Ingen rating	5%	8%
Andre inklusiv kontanter	3%	0%
Formue fordelt på varighed		
Varighed 0-2 år	46%	50%
Varighed 2-5 år	46%	49%
Varighed > 5 år	8%	1%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	432.897	390.093	573.460	519.178
Indløsninger i året	930.827	854.474	429.256	391.634
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		718		15
Overført fra resultatopgørelsen		3.043		172.247
Formue ultimo	7.605.667	6.829.594	8.103.597	7.391.911

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	3.043	147.341	32.014	58.652	37.218
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.829.594	7.300.828	6.874.513	6.604.218	4.607.254
Cirkulerende andele (t.kr.)	7.605.667	8.030.926	7.652.431	7.302.894	5.146.389
Indre værdi	89,80	90,91	89,83	90,43	89,52
Omkostninger (%)	0,15	0,22	0,23	0,24	0,23
Halvårets afkast (%)	-0,04	2,05	0,66	1,22	0,85
Sharpe ratio	1,76	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: April 2008

Risikoklasse: 2

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM2

Fondskode: DK0060130318

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer primært 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). 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

Afdelingens formue udgjorde 427.859 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 433.292 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -5.433 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -4.484 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -949 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår 2015 et afkast på -0,2 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 indfrielse 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 vedrørende 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. Obligationmarkedet 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.

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 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.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	3.792	4.694
Kursgevinster og -tab	-4.097	3.912
Administrationsomkostninger	644	979
Resultat før skat	-949	7.627
Halvårets nettoresultat	-949	7.627

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	2.383	350
1 Obligationer	421.267	445.500
Andre aktiver	4.227	8.452
Aktiver i alt	427.877	454.302
Passiver		
2 Medlemmernes formue	427.859	433.292
Anden gæld	18	21.010
Passiver i alt	427.877	454.302

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	98%	103%
Børsnoterede finansielle instrumenter	2%	-3%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	65%	67%
Investment grade A-BBB	27%	22%
Non Investment grade BB-CCC	0%	10%
Ingen rating	5%	1%
Andre inklusiv kontanter	3%	0%
Varighedsfordeling		
Varighed 0-2 år	52%	46%
Varighed 2-5 år	41%	54%
Varighed > 5 år	7%	0%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	357.693	433.292	362.891	433.102
Emissioner i året	13.430	16.264	8.502	10.272
Indløsninger i året	17.085	20.783	13.700	16.608
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		35		5
Overført fra resultatopgørelsen		-949		6.521
Formue ultimo	354.038	427.859	357.693	433.292

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-949	7.627	859	3.118	5.098
Medlemmernes formue (t.kr.)	427.859	444.300	363.844	363.060	970.937
Cirkulerende andele (t.kr.)	354.038	365.838	307.628	310.628	862.728
Indre værdi	120,85	121,45	118,27	116,88	112,54
Omkostninger (%)	0,15	0,22	0,24	0,23	0,23
Halvårets afkast (%)	-0,23	1,74	0,25	0,85	0,55
Sharpe ratio	1,27	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 1980

Risikoklasse: 3

Benchmark: Nordea Danish Government Bond CM6

Fondskode: DK0010014422

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer 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

Afdelingens formue udgjorde 4.670.372 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 4.267.907 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 302.465 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 604.744 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -59.779 tusinde kroner.

Porteføljen gav i første halvår 2015 et afkast på -1,5 procent. Afkastet var svagere end forventningerne ved årets begyndelse, som gik på et lavt afkast. Afkastet var lavere end på sammenligningsindekset, som leverede -0,9 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 indfrielse til både april- og juliterminen.

Fra anden halvdel af april og de følgende to måneder steg renterne særligt 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 vedrørende det tilbud, der foreligger fra institutionerne (EU-kommissionen, ECB og IMF). Tilbuddet indebærer yderligere opstramninger af den økonomiske politik og yderligere 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.

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 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, men femårige renter er steget cirka 0,25 procentpoint. Så afkastudsigterne i mellemlange og lange obligationer er blevet gunstigere siden årets start. De konverterbare er også 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. Men prisfastsættelsen af konverterbare realkreditobligationer er 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.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	46.737	57.145
Kursgevinster og -tab	-95.135	178.646
Administrationsomkostninger	11.381	11.553
Resultat før skat	-59.779	224.238
Halvårets nettoresultat	-59.779	224.238

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	131.822	44.133
1 Obligationer	4.506.804	4.414.230
Andre aktiver	36.933	35.841
Aktiver i alt	4.675.559	4.494.204
Passiver		
2 Medlemmernes formue	4.670.372	4.267.907
Anden gæld	5.187	226.297
Passiver i alt	4.675.559	4.494.204

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	96%	103%
Børsnoterede finansielle instrumenter	4%	-3%
Andre aktiver og passiver		
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	87%	88%
Investment grade A-BBB	5%	5%
Ingen rating	2%	6%
Andre inklusiv kontanter	6%	2%
Varighedsfordeling		
Varighed 0-2 år	14%	23%
Varighed 2-5 år	24%	38%
Varighed > 5 år	62%	39%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	1.332.336	1.309.850	597.699	582.546
Indløsninger i året	685.560	706.971	182.638	179.891
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.865		244
Overført fra resultatopgørelsen		-59.779		379.420
Formue ultimo	4.845.062	4.670.372	4.198.286	4.267.907

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-59.779	224.238	-42.783	59.720	3.072
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.670.372	3.961.290	3.671.156	4.928.216	2.395.524
Cirkulerende andele (t.kr.)	4.845.062	4.049.362	3.853.785	4.989.188	2.613.671
Indre værdi	96,39	97,83	95,26	98,78	91,65
Omkostninger (%)	0,29	0,30	0,31	0,33	0,31
Halvårets afkast (%)	-1,49	6,11	-1,17	1,44	0,39
Sharpe ratio	0,99	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 1991

Risikoklasse: 6

Benchmark: MSCI Emerging Markets Latin America 10/40 inkl. nettoudbytte

Fondskode: DK0010174622

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

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

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

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

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

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 267.645 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 320.723 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -53.078 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -37.794 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -2.396 tusinde kroner.

Afdelingen gav i første halvår et afkast på -0,88 procent, mens sammenligningsindekset gav et afkast på 1,86 procent (opgjort i danske kroner). Afdelingen klarede sig dermed 2,74 procentpoint dårligere end sammenligningsindekset. Såvel det absolutte som relative resultat er dårligere end forventet.

Med en i historisk perspektiv relativt svag kinesisk vækst og en snestorm i USA, der også her skabte tvivl om den økonomiske vækst, har der endnu ikke kunnet skabes et fundament for stigende råvarepriser, når der lige ses bort fra en svag stigning i olieprisen. Med en samtidig bekymring om en snarlig stramning af pengepolitikken i USA har de latinamerikanske økonomier ikke fået megen hjælp udefra til at styrke den økonomiske udvikling.

Brasilien er hårdest ramt. Her fortsatte den økonomiske nedtur. Industriproduktionen, forbruger- og erhvervstilliden er faldet yderligere. Dette smittede af på arbejdsmarkedet, hvor ledigheden steg, og reallønningsne faldt. Stigende inflation fik centralbanken til at hæve renten fire gange i løbet af første halvår. Således er centralbankrenten nu 13,75 procent, men da inflationen fortsat er højere end loftet i det tilladte 2,5-6,5-procentspænd, og der er en udpræget træghed i reformprocessen, har vi formentlig ikke set den sidste renteforhøjelse endnu. Den brasilianske valuta er i perioden svækket med 7,20 procent i forhold til danske kroner. Lyspunktet er, at valutaen har ligget mere eller mindre stabil i andet kvartal.

Korruptionsskandalen omkring det brasilianske olieselskab Petrobras kaldet "Operation Lava Jato" ("Car Wash") spredte sig som ringe i vandet, og med de seneste anholdelser og vidneudsagn kommer sagen tættere og tættere på præsident Dilma Rousseff. Spredte skan-

dalen sig yderligere, kan det ikke udelukkes, at den kan få negative konsekvenser for den økonomiske udvikling. Holder anklagerne mod præsident Dilma Rousseff, kan hun stå over for en rigsretssag. Denne udvikling har ikke været befordrende for reformforhandlingerne i parlamentet, ej heller for præsidentens vælgeropbakning, der er faldet til det laveste niveau nogen sinde. Med en opbakning på kun 10 procent i befolkningen og uden kontrol over hverken over- eller underhuset ser oppositionen en stærkt svækket præsident, hvor også flere og flere af hendes egne støtter ser ud til at distancere sig.

Hele den latinamerikanske region har i første halvår været ramt af vækstnedjusteringer, og i kølvandet herpå har vi set flere nedjusteringer end opjusteringer af indtjeningsforventningerne til selskaberne. Det har ligesom den politiske udvikling og den svage økonomiske vækst i resten af verden ikke været befordrende for aktiekurserne. Det mexicanske aktiemarked kom bedst igennem første halvår med en stigning på 6,2 procent (målt på MSCI Mexico og opgjort i danske kroner). Bundskraberen blev Colombia, hvor aktiemarkedet faldt 11,3 procent målt på MSCI Colombia (opgjort i kroner).

På landeniveau gav Brasilien og Mexico de største negative bidrag til det dårlige relative resultat for perioden, mens Chile og Colombia gav de største positive bidrag. Desværre var det ikke nok til at opveje de negative bidrag fra Brasilien og Mexico.

Blandt porteføljens selskaber blev uddannelsesudbyderen Kroton Educacional det selskab, som gav det største negative bidrag til porteføljens relative afkast, efterfulgt af det brasilianske olieselskab Petrobras, hvor selskabets ordinære aktie har klaret sig markant bedre end præferenceaktien, som vi har i porteføljen. Også aktier, som vi har fravalgt på grund af høj prisfastsættelse, har ført til negative bidrag til det relative resultat. Blandt disse kan nævnes mexicanske Grupo Televisa og Wal-Mart de Mexico.

Største positive bidrag kom fra den brasilianske kødproducent JBS, stærkt efterfulgt af bidraget fra Banco Santander Chile, den mexicanske kobberproducent Grupo Mexico og det mexicanske bryggeri Cultiba.

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

Likviditetsrisikoen består primært i, at afdelingen investerer på de latinamerikanske markeder, der hovedsageligt har åbent, efter det danske marked er lukket. Der er derfor en risiko for, at der ved kraftige kursfald, når markederne åbner om eftermiddagen dansk tid,

har været en indløsning i løbet af formiddagen dansk tid. Det påvirker også markedsrisikoen i afdelingen, da der ikke kan handles på eksempelvis store kursbevægelser i løbet af handelsdagen.

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

Forventninger til andet halvår

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

I Latinamerika vil flere af landene fortsat slås med effekterne af de indførte reformer. Brasilien især vil fortsat være præget af skandalen omkring Petrobras og de konsekvenser, den kan få for den brasilianske økonomi. Samtidig står vi over for en højesteretsafgørelse i en gammel retssag, som potentielt kan koste de brasilianske banker op mod 145 milliarder dollar, hvis de taber sagen.

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

Mens vi i det lange perspektiv generelt er positive overfor den stigende reformaktivitet i Latinamerika, kan det ikke udelukkes, at helåret 2015 ligesom første halvår bliver et yderst moderat år for de latinamerikanske aktier.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	7.998	10.165
Kursgevinster og -tab	-7.234	12.752
Administrationsomkostninger	2.671	3.318
Resultat før skat	-1.907	19.599
Skat	489	722
Halvårets nettoresultat	-2.396	18.877

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	1.350	5.743
1 Kapitalandele	265.891	314.917
Andre aktiver	627	706
Aktiver i alt	267.868	321.366
Passiver		
2 Medlemmernes formue	267.645	320.723
Anden gæld	223	643
Passiver i alt	267.868	321.366

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter	99%	98%
Børsnoterede finansielle instrumenter	1%	2%
Andre aktiver og passiver		
Formue fordelt på lande		
Brasilien	53%	58%
Mexico	30%	27%
Chile	6%	5%
Peru	4%	4%
Andre inklusiv kontanter	7%	6%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	31%	34%
Stabile forbrugsgoder	17%	17%
Råvarer	16%	15%
Telekommunikation	10%	0%
Energi	8%	7%
Cykliske forbrugsgoder	0%	8%
Andre inklusiv kontanter	18%	19%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	217.115	320.723	279.429	460.107
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		14.112		30.178
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		1.224		2.907
Emissioner i året	3.567	5.228	4.710	7.643
Indløsninger i året	29.313	43.209	67.024	107.121
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		187		174
Overført fra resultatopgørelsen		-2.396		-12.809
Formue ultimo	191.369	267.645	217.115	320.723

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-2.396	18.877	-69.512	42.097	-106.336
Medlemmernes formue (t.kr.)	267.645	395.267	486.048	732.747	1.020.971
Cirkulerende andele (t.kr.)	191.369	242.715	282.398	355.712	446.918
Indre værdi	139,86	162,85	172,11	205,99	228,45
Omkostninger (%)	0,90	0,84	0,82	0,80	0,81
Halvårets afkast (%)	-0,88	6,07	-12,88	3,74	-8,51
Sharpe ratio	0,18	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: December 2006

Risikoklasse: 5

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

Fondskode: DK0060053734

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier i virksomheder, 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 3 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-risikoskalaen er afdelingen placeret i kategori 5. Afdelingen bestræber sig på at fastholde sin risikoprofil gennem løbende overvågning og tilpasning af de foretagne investeringer.

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 1.441.048 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 1.764.650 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -323.602 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -428.775 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 105.173 tusinde kroner.

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 6,8 procent sammenlignet med 5,4 procent for sammenligningsindekset. Det positive merafkast blev særligt skabt ved gode aktievalg i lande som Pakistan og Vietnam, mens aktievalg i Nigeria og Rumænien bidrog negativt.

Periodens tre bedste aktiebidrag var Engro Corp og Maple Leaf Cement i Pakistan med et afkast på henholdsvis 47 og 39 procent og Vietnam Dairy Products med et afkast på 28 procent, alt udtrykt i kroner. Negative bidrag kom fra olieselskabet Afren og holdingselskabet Fondul i henholdsvis Nigeria og Rumænien. Førstnævnte blev frasolgt afdelingen allerede i februar måned.

Gruppen af frontier-lande eller lande på et tidligt udviklingsstadium, som danner investeringsuniverset for denne afdeling, fortsatte med at udvikle sig positivt. I perioden så vi blandt andet et vellykket præsidentvalg i Nigeria, som var overraskende fredeligt set i lyset af, at den siddende præsident tabte valget og måtte aftræde sit embede. Det er første gang i Nigerias historie, at et præsidentskifte sker på denne vis, og aktiemarkedet reagerede stærkt positivt på begivenheden. Der blev også noteret fremgang i den økonomiske vækst i flere lande, herunder Sri Lanka, Vietnam og Kenya, der alle har udsigt til en forventet BNP-vækstrate på 6-7 procent i 2015.

Da vi udtrykte vores forventninger til afdelingen ved årsskiftet, var

vi kun moderat positive, da det store olieprisfald i slutningen af 2014 ændrede vilkårene for mange frontier-landes statsbudgetter og valutaintjening. Afdelingens benchmark har en landesammensætning, hvor omtrent halvdelen af landene er nettoeksportører af olie. Det store og pludselige olieprisfald havde væsentlige konsekvenser for nogle af disse olieeksporterende lande, heriblandt Nigeria, Kasakhstan og lande i Mellemøsten. Vores forventninger holdt stik, da denne landegruppe generelt har oplevet et mindre godt halvår, både målt på udvikling i økonomisk styrke og stilstand på aktiemarkedene. Andre lande med en mere positiv og ofte internt drevet udvikling trak imidlertid op i det samlede billede, og afdelingens udvikling i halvåret levede derfor generelt op til forventningerne.

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 stadigværk 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 andet halvår

Den positive udvikling over første halvår i lande som Pakistan og Vietnam er et vidnesbyrd om, at vækst og fremgang for lande på dette udviklingsniveau som oftest er internt bestemt. De enkelte landes regeringers evne til at håndtere den virkelighed og de problemer, som de står overfor, vil på den lange bane have en større effekt på fremtiden for disse lande og økonomier end udsving i råvarepriser eller renter. Den lave grad af korrelation med resten af verdens aktier vil bestå i en lang årrække som en af de store gevinster ved frontier-universet som aktivklasse.

Samlet set har vi fortsat et positivt syn på og forventninger til, at flere af landene i frontier-gruppen ligger i en vækstbane kendetegnet

af økonomisk ekspansion, som er understøttet af investeringer til at bygge eller genopbygge manglende infrastruktur, stigning i forbruget og en øget finansiell inklusion.

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

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	64.609	82.642
Kursgevinster og -tab	67.304	64.546
Administrationsomkostninger	18.994	20.262
Resultat før skat	112.919	126.926
Skat	7.746	4.238
Halvårets nettoresultat	105.173	122.688

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	13.824	59.115
1 Konvertible obligationer	993	552
1 Kapitalandele	1.453.679	1.709.099
Andre aktiver	12.948	1.391
Aktiver i alt	1.481.444	1.770.157
Passiver		
2 Medlemmernes formue	1.441.048	1.764.650
Anden gæld	40.396	5.507
Passiver i alt	1.481.444	1.770.157

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	101%	97%
Andre aktiver og passiver	-1%	3%
Formue fordelt på regioner		
Mellemøsten / Afrika	61%	60%
Asien	27%	22%
Latinamerika	9%	11%
Østeuropa	1%	4%
Andre inklusiv kontanter	2%	3%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	41%	43%
Stabile forbrugsgoder	14%	14%
Råvarer	14%	9%
Telekommunikation	12%	8%
Industri	6%	0%
Energi	0%	11%
Andre inklusiv kontanter	13%	15%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	986	1.136	104.560	110.739
Indløsninger i året	382.370	436.238	159.449	182.517
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		6.327		781
Overført fra resultatopgørelsen		105.173		158.547
Formue ultimo	1.238.741	1.441.048	1.620.125	1.764.650

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	105.173	122.688	122.907	54.754	-58.219
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.441.048	1.882.416	1.418.411	380.060	500.112
Cirkulerende andele (t.kr.)	1.238.741	1.753.830	1.530.984	548.199	743.207
Indre værdi	116,33	107,33	92,65	69,33	67,29
Omkostninger (%)	1,13	1,15	1,25	1,25	1,31
Halvårets afkast (%)	6,77	7,20	17,82	14,57	-9,66
Sharpe ratio	1,05	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 1982

Risikoklasse: 3

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

Fondskode: DK0010032671

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

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

De fleste, som udsteder og sælger obligationer, har fået deres kreditværdighed vurderet. 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 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 investerer 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

Afdelingens formue udgjorde 3.592.578 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 1.473.255 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 2.119.323 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for 2.169.314 i alt tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -49.991 tusinde kroner.

Porteføljen opnåede i første halvår af 2015 et afkast på -1,20 procent, hvilket er en anelse under forventningerne ved årets start. Forventningerne for hele 2015 var, at afkastet ville være lavt, men dog formentligt positivt. Det negative afkast dækker over et ganske volatilt halvår, hvor de tyske tiårige renter var lavere, end de nogensinde har været før, med en bund inden for dagen på 0,07 procent. Renteforskellen mellem de tyske og amerikanske tiårige renter har været ude i næsten 2 procentpoint. Efter disse rekorder blev observeret i markedet, har vi efterfølgende været vidne til nogle af de største relative rentebevægelser i historien. Den tyske tiårige rente steg til knap 1,05 procent. Sideløbende med disse voldsomme rentebevægelser har der været stor usikkerhed omkring, hvordan den græske gældskrise skal håndteres. Denne store usikkerhed har ligeledes påvirket prisdannelsen på italienske, spanske og irske statsobligationer.

Man kan groft sagt dele det første halvår op i to perioder, hvor første periode er fra januar til april, og den anden periode fra maj til juni. Den første periode er kendetegnet ved lave inflationstal ud af eurozonen og den deraf følgende lancering af et meget stort opkøbsprogram fra Den Europæiske Centralbank (ECB), hvor der skal købes op for 60 milliarder euro hver eneste måned til minimum slutningen

af september i 2016. Obligationsmarkederne løb foran udviklingen, og da opkøbsprogrammet rent faktisk startede, var renterne allerede halveret fra årets start. Rentefaldet fortsatte i lidt over en måned mere og ramte bunden i midten af april, hvor renterne endnu engang blev halveret i forhold til renteniveauet, da opkøbet startede. En anden stor begivenhed i starten af 2015 var, at den schweiziske centralbank opgav at forsvare deres valuta overfor euroen. Den schweiziske centralbank har siden slutningen af 2011 kørt en valutakurspolitik, hvor euro/schweizerfranc ikke måtte handles under 1,20. Det har betydet, at centralbanken har forsvaret dette niveau og har købt euro og solgt schweizerfranc. Valutareserven i Schweiz er dermed steget fra cirka 234 milliarder schweizerfranc til en smule over 500 milliarder. Dette beløb svarer til cirka 75 procent af det schweiziske bruttonationalprodukt. Da det stod klart for centralbanken, at valutareserven ville vokse endnu mere og endnu hurtigere, når ECB startede deres opkøbsprogram, valgte centralbanken at opgive at holde 1,20 og lod francen blive styrket til 0,85 inden for dagen. Den er dog handlet tilbage mod 1,05-niveauet, hvor den har ligget siden. Alt i alt har det været et halvår, hvor centralbankerne har været aktive. Der er 23 centralbanker, der har sænket renten, og tre centralbanker, der har sat renterne op.

Konsekvenserne af de meget lave renter var, at mange obligationsudstedelser blev fremrykket, og udstedelser havde længere løbetider end antaget ved årets start. Dette kunne markederne ikke holde til, og da inflationen begyndte at finde et bundniveau, steg renterne pludseligt meget voldsomt, og stigningstakterne er noget af det mest voldsomme, der er observeret i mange år.

Den begivenhed, der har haft den største og længste påvirkning af de globale markeder, har været forhandlingerne med Grækenland om frigivelsen af endnu en lånetranche. Der er blevet forhandlet intenst, og det har taget længere tid, end de fleste frygtede. Forhandlingerne har trukket ud, og da de fleste troede, at der forelå en aftale, som grækerne kunne tage med hjem og få parlamentet til at vedtage eller afvise, overraskede den græske premierminister Alexis Tsipras og valgte en sen natte-time at udskrive folkeafstemning. Det er nu op til den græske befolkning at beslutte, om de vil acceptere Trojkaens (EU/IMF/ECB) krav. EU forsøger at gøre afstemningen til et valg, hvor et ja er ensbetydende med at blive i EU, og hvor et nej praktisk talt betyder, at Grækenland forlader EU.

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 andet halvår

BankInvest forventer, at porteføljen vil give et lavt, men dog formentligt et positivt afkast i andet halvår 2015. Afkastet for året 2015 som helhed vil formentlig ende tæt på 0 procent.

BankInvest forventer, at ECB vil fortsætte opkøbsprogrammet til mindst september 2016. Det er den dato, som ECB har sat sig på i første omgang, og BankInvest forventer, at der løbende vil være debat, om programmet stoppes før. Dette vil give volatilitet, men som året går, forventer BankInvest, at spanske, italienske og irske statsobligationer vil handle med et mindre spænd til tyske statsobligationer end ved udgangen af første halvår 2015. Afdelingen vil derfor fortsat have investeringer i disse lande. Da der fortsat er en relativ stor renteforskel mellem amerikanske og tyske statsobligationer, syntes BankInvest fortsat, at det er interessant at have investeringer i amerikanske statsobligationer.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	20.841	8.574
Kursgevinster og -tab	-58.682	24.261
Administrationsomkostninger	12.150	3.730
Resultat før skat	-49.991	29.105
Halvårets nettoresultat	-49.991	29.105

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	250.243	47.945
1 Obligationer	3.317.009	1.452.022
1 Afledte finansielle instrumenter	26.212	303
Andre aktiver	17.810	12.742
Aktiver i alt	3.611.274	1.513.012
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.592.578	1.473.255
1 Afledte finansielle instrumenter	9.654	28.651
Anden gæld	9.042	11.106
Passiver i alt	3.611.274	1.513.012

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	92%	99%
Øvrige finansielle instrumenter	0%	-2%
Andre aktiver og passiver	7%	3%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	70%	24%
Investment grade A-BBB	25%	25%
Ingen rating	0%	50%
Andre inklusiv kontanter	5%	1%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	8%	2%
Varighed 2-5 år	46%	60%
Varighed > 5 år	46%	38%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue-værdi	Cirk. beviser	Formue-værdi
Formue primo	1.306.294	1.473.255	511.770	570.961
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		28.147
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		-8.826
Emissioner i året	1.917.288	2.167.457	794.524	887.578
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.857		685
Overført fra resultatopgørelsen		-49.991		51.004
Formue ultimo	3.223.582	3.592.578	1.306.294	1.473.255

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-49.991	29.105	-7.415	13.372	-1.203
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.592.578	876.823	331.161	417.666	446.006
Cirkulerende andele (t.kr.)	3.223.582	792.512	296.051	360.594	418.305
Indre værdi	111,45	110,64	111,86	115,83	106,62
Omkostninger (%)	0,48	0,50	0,48	0,49	0,48
Halvårets afkast (%)	-1,20	4,18	-2,16	3,19	-0,12
Sharpe ratio	0,66	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: 27/11/2014

Risikoklasse: 6

Benchmark: Russell 2000 inkl. udbytte

Fondskode: DK0010032671

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S / Pyramis Global Advisors

Indledning

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

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

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 nettoværdien 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

Afdelingens formue udgjorde 577.225 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 173.393 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 403.832 tusinde kroner. I regnskabsåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 367.780 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 36.052 tusinde kroner.

USA Small Cap Aktier leverede et merafkast på 3,7 procent i forhold til sammenligningsindekset, som gav et afkast på 13,3 procent i første halvår. Det flotte afkast for afdelingen på i alt 17,0 procent blev opnået i første kvartal, der leverede et afkast på 18,2 procent mod et fald i andet kvartal på -1,1 procent. Begge kvartaler leverede dog et positivt merafkast i forhold til sammenligningsindekset. Ud af det samlede afkast bidrog den højere dollar i forhold til den danske krone med 9 procent. Halvåret har været præget af udsigten til, at den amerikanske centralbank på et tidspunkt hæver renten, hvilket dog igen ser ud til at være udskudt til sidst på året fra tidligere midt på året. Derudover var perioden præget af, at de lange renter steg kraftigt i andet kvartal, selvom centralbanken ikke satte renten op, og de amerikanske nøgletal for den økonomiske vækst skuffede. Endvidere har den højere dollarkurs lagt en dæmper på virksomhedernes indtjeningsudsigter, og den lavere oliepris ser fortsat ikke ud til at have stimuleret privatforbruget. Ovenstående forhold har givet anledning

til mere volatile markeder og gevinsthjemtagning i andet kvartal.

De selskaber, der bidrog mest til det positive afkast i halvåret, var health care-selskabet Synageva BioPharma, der er et specialiseret biotech-selskab inden for børnesygdomme. Aktien steg 145 procent i perioden som følge af, at selskabet blev købt af et andet health care-selskab, Alexion. Derudover, på positivsiden, kan nævnes it-selskabet Cirrus Logic, der er leverandør af højpræcisions-signalkomponenter. Aktien steg 57 procent. Det eneste store negative bidrag i halvåret kom fra finansselskabet FXCM, som faldt 86 procent efter meddelelse om store tab og deraf afledte solvensproblemer oven på volatiliteten i schweizerfrancen i januar måned.

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 andet halvår

Efter et første halvår, der bød på et samlet flot afkast trods skuffende amerikanske nøgletal, så afhænger udsigterne for aktiemarkedet af, om væksten i den amerikanske økonomi og beskæftigelsen igen kan vise positive takter, og om virksomhederne er i stand til at forbedre deres produktivitet og effektivitet. Vi vurderer, at de amerikanske virksomheders underliggende indtjeningsudvikling fortsat er sund, og vi er derfor ikke bekymrede på længere sigt. Vi vurderer, at det især er de mindre virksomheder, der har mulighed for at forbedre deres indtjeningsmarginer via øget produktivitet og effektivitet, som de store har vist gennem flere år. Endvidere er den højere dollarkurs og udsigten til rentestigninger normalt mere positiv for de mindre end de store virksomheder, da de er betydeligt mere indenlandsk forretningsorienteret. Samlet set står de mindre virksomheder derfor lidt stærkere end de store virksomheder målt på fremtidig indtjeningsvækst. Dog ser vi, at prisfastsættelsen af de små virksomheder er højere end for de store og dermed allerede medtager noget af dette potentiale. Disse forhold gør, at aktievalget spiller en større rolle end sædvanlig i forhold til aktivallokeringen.

Samlet set har vi et moderat positivt syn på afdelingens afkastudsigter.

Resultatopgørelse

	01.01	
	-30.06.15	31.12.14*)
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	2.167	137
Kursgevinster og -tab	38.351	7.693
Administrationsomkostninger	4.157	356
Resultat før skat	36.361	7.474
Skat	309	34
Halvårets nettoresultat	36.052	7.440

*) Regnskabsperioden omfatter 26.11.-31.12.2014

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	5.123	4.326
1 Kapitalandele	568.121	172.026
Andre aktiver	7.123	193
Aktiver i alt	580.367	176.545
Passiver		
2 Medlemmernes formue	577.225	173.393
Anden gæld	3.142	3.152
Passiver i alt	580.367	176.545

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98%	99%
Andre aktiver og passiver	2%	1%
Formue fordelt på sektorer		
Finans	21%	23%
IT	19%	20%
Health Care	18%	12%
Cykliske forbrugsgoder	14%	14%
Industri	13%	15%
Andre inklusiv kontanter	15%	16%
Formue fordelt på landefordeling		
USA	93%	94%
Danmark	1%	2%
Canada	2%	2%
Frankrig	1%	0%
Andre inklusiv kontanter	3%	2%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	165.254	173.393	0	0
Emissioner i året	353.035	425.220	165.254	165.307
Indløsninger i året	47.700	59.749		0
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		2.309		646
Overført fra resultatopgørelsen		36.052		7.440
Formue ultimo	470.589	577.225	165.254	173.393

3 Femårsoversigt	30.06.15
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	36.052
Medlemmernes formue (t.kr.)	577.225
Cirkulerende andele (t.kr.)	470.589
Indre værdi	122,66
Omkostninger (%)	1,14
Halvårets afkast (%)	16,98
Sharpe ratio	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 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 halvårsrapportens generelle ledelsesberetning for at give et fyldestgørende billede af udviklingen.

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt primært i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. 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.

Målet for afdelingen er 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 risikospred-

ning 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

Afdelingens formue udgjorde 6.302.322 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 5.961.785 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 340.537 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 797.171 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -109.583 tusinde kroner.

Vores hovedscenarier for Virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen i 2015 ville levere et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1 procent som følge af det historisk lave renteniveau primo året kombineret med meget positive forventninger til Den Europæiske Centralbanks (ECB) mulige obligationsopkøbsprogram. Med valg i otte EU-lande, hvor EU-skeptikerne forventes at få fremgang, og en ekstrem fokus på tolkning af udmeldinger fra ECB imødeså vi, at afkastet ville blive lavt og volatilt igennem 2015.

Vi fik desværre ret i, at første halvår bød på store afkastudsving. Afdelingen leverede et afkast på -1,7 procent mod universets afkast på -1,8 procent. Det marginalt bedre afkast skyldes, at afdelingen havde lidt kortere obligationer end universet.

Universets implicitte statsobligationsrente faldt fra årets begyndelse og frem mod igangsætningen af ECB's obligationsopkøbsprogram (igangsat i marts), og universets implicitte statsrente faldt 0,23 procentpoint til minus 0,13 procent medio april. Herfra viste økonomiske nøgletal tegn på en bedring i Europa, hvorefter statsrenten med raket fart steg til 0,35 procent (pr. 9. juni) for at lukke halvåret i 0,22 procent. Faldet i renten ultimo halvåret var forårsaget af Grækenlands-problematikken, jævnfør nedenfor.

Universet kreditpræmie var noget mere stabil gennem det meste af halvåret, men de kraftigt stigende statsrenter og Grækenlands-problematikken, jævnfør nedenfor, fik kreditpræmien til at stige fra 0,97 til 1,2 procent, det højeste niveau i løbet af halvåret. Universets effektive rente steg herved fra 1,11 til 1,42 procent med en bund på 0,85 procent medio april.

Fokusområderne i første kvartal var det EU-fjendtlige parti Syriza's sejr i det græske parlamentsvalg, global valutakrig (euroen blev frem til marts svækket med 13 procent over for dollaren), igangsætning af ECB's obligationsopkøbsprogram (med månedlige opkøb af stats- og realkreditobligationer for 60 milliarder euro), en bedring af de økonomiske nøgletal, nyheder om lønstigninger til tyske IG Metal-arbejdere i delstaten Baden-Württemberg på 3,4 procent og et travlt nyudstedelsesmarked. Amerikanske virksomheder udstedte virksomhedsobligationer for mere en 40 milliarder euro.

Den globale valutakrig betød blandt andet, at den schweiziske centralbank (SNB) opgav at håndhæve deres forsvar af schweizerfrancen, og francen steg den 15. januar med 15 procent. Samtidig blev CHF-renten sænket til minus 0,75 procent. Herefter fulgte et pres på den danske krone, hvilket fik Nationalbanken til ligeledes at sænke renten til minus 0,75 procent. Det blev herefter besluttet ikke at forlænge afdelingens euro-valutakursafdækninger ved forfald. Alle valutaafdækninger var udløbet ultimo halvåret.

På lovgivningssiden blev der i den tyske Bundestag fremsat et lovforslag om, hvorledes tyske banker i fremtiden skal restruktureres, hvis de kommer i problemer. Forslaget var negativt for senior bank-obligationer, da allerede udestående obligationer vil kunne nedskrives før andre simple kreditorer. Dette fik kreditpræmierne på kontinentaleuropæiske bankobligationer til at stige. I Østrig er en tilsvarende lovtekst i færd med at blive implementeret. Afdelingen havde ikke eksponering til tyske eller østrigske banker.

I andet kvartal oplevede obligationsmarkederne et sell-off, der initialt startede i tyske statsobligationer. Den primære årsag var lidt bedre økonomiske data og et skift af investorfokus væk fra deflation og over mod inflation. Tidspunktet for en mulig renteforhøjelse i USA spøjte også. Sell-off'et betød, at årets positive afkast blev forvandlet til røde tal fra medio maj, selv om kreditpræmierne ikke var nævneværdigt ændret.

Herefter fulgte sagaen om Grækenlands manglende lyst til at komme overens med dets långivere, og det skabte fra starten af juni en dårlig stemning på virksomhedsobligationsmarkedet. Ansvarlig lånekapital og obligationer fra periferi-landene havde det svært. Afdelingen var svagt overvægtet i disse obligationer. Grækenland kom ikke overens med trojkaen, men valgte ultimo halvåret at sende trojkaens forslag til folkeafstemning hos de græske vælgere. Dette overraskede mar-

kedet.

Markedslivviditeten var til tider dårlig i løbet af kvartalet, og hen imod slutningen af juni lukkede markedet stort set ned.

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 andet halvår

Vi fastholder vores forventninger fra starten af året om, at afkastpotentialet er beskedent, og at universet kun kan tåle små rentestigninger, hvis målet er at levere et positivt afkast. Med rentestigningerne i første halvår ser det dog lidt bedre ud for andet halvår. Grundet første halvårs negative afkast forventer vi et afkast inden for intervallet minus 2 procent (før minus 0,5) til et mindre plus.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	86.194	102.478
Kursgevinster og -tab	-161.567	178.511
Administrationsomkostninger	34.210	31.388
Resultat før skat	-109.583	249.601
Halvårets nettoresultat	-109.583	249.601

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	357.758	62.420
1 Obligationer	5.875.178	5.803.108
1 Afledte finansielle instrumenter	0	2.536
Andre aktiver	70.608	94.847
Aktiver i alt	6.303.544	5.962.911
Passiver		
2 Medlemmernes formue	6.302.322	5.961.785
Anden gæld	1.222	1.126
Passiver i alt	6.303.544	5.962.911

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	91%	96%
Finansielle instrumenter noteret på andet reg. marked	2%	1%
Andre aktiver og passiver	7%	3%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	3%	6%
Investment grade A-BBB	86%	91%
Non Investment grade BB-CCC	6%	2%
Andre inklusiv kontanter	5%	1%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	20%	16%
Varighed 2-5 år	34%	40%
Varighed > 5 år	46%	44%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
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	1.034.041	882.537	710.895	598.933
Indløsninger i året	101.680	85.366	780.106	665.129
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		1.798
Overført fra resultatopgørelsen		-109.583		393.404
Formue ultimo	7.811.022	6.302.322	6.878.661	5.961.785

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-109.583	249.601	2.526	241.131	105.132
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.302.322	6.125.581	5.760.193	5.377.733	4.895.882
Cirkulerende andele (t.kr.)	7.811.022	7.243.224	6.921.617	6.669.034	6.113.672
Indre værdi	80,68	84,57	83,22	80,64	80,08
Omkostninger (%)	0,54	0,53	0,53	0,54	0,53
Halvårets afkast (%)	-1,68	4,29	0,04	5,15	2,19
Sharpe ratio	1,24	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Akkumulerende

Introduceret: Januar 2006

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060019636

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt primært i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. 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.

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 806.003 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 750.004 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på 55.999 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 70.203 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -14.204 tusinde kroner.

Vores hovedscenarier for Investment Grade virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen i 2015 ville levere et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1 procent som følge af det historisk lave renteniveau primo året kombineret med meget positive forventninger til Den Europæiske Centralbanks (ECB) mulige obligationsopkøbsprogram. Med valg i otte EU-lande, hvor EU-skeptikerne forventes at få fremgang, og en ekstrem fokus på tolkning af udmeldinger fra ECB imødeså vi, at afkastet ville blive lavt og volatilt igennem 2015.

Vi fik desværre ret i, at første halvår bød på store afkastudsving. Afdelingen leverede et afkast på -1,6 procent mod universets afkast på -1,8 procent. Det marginalt bedre afkast skyldes, at afdelingen havde lidt kortere obligationer end universet.

Universets implicitte statsobligationsrente faldt fra årets begyndelse og frem mod igangsætningen af ECB's obligationsopkøbsprogram (igangsat i marts), og universets implicitte statsrente faldt 0,23 procentpoint til minus 0,13 procent medio april. Herfra viste økonomiske nøgletal tegn på en bedring i Europa, hvorefter statsrenten med raket fart steg til 0,35 procent (pr. 9. juni) for at lukke halvåret i 0,22 procent. Faldet i renten ultimo halvåret var forårsaget af Grækenlands-problematikken, jævnfør nedenfor.

Universets kreditpræmie var noget mere stabil gennem det meste af halvåret, men de kraftigt stigende statsrenter og Grækenlands-pro-

blematikken, jævnfør nedenfor, fik kreditpræmien til at stige fra 0,97 til 1,2 procent, det højeste niveau i løbet af halvåret. Universets effektive rente steg herved fra 1,11 til 1,42 procent med en bund på 0,85 procent medio april.

Fokusområderne i første kvartal var det EU-fjendtlige parti Syriza's sejr i det græske parlamentsvalg, global valutakrig (euroen blev frem til marts svækket med 13 procent over for dollaren), igangsætning af ECB's obligationsopkøbsprogram (med månedlige opkøb af stats- og realkreditobligationer for 60 milliarder euro), en bedring af de økonomiske nøgletal, nyheder om lønstigninger til tyske IG Metal-arbejdere i delstaten Baden-Württemberg på 3,4 procent og et travlt nyudstedelsesmarked. Amerikanske virksomheder udstedte virksomhedsobligationer for mere end 40 milliarder euro.

Den globale valutakrig betød blandt andet, at den schweiziske centralbank (SNB) opgav at håndhæve deres forsvar af schweizerfrancens, og francen steg den 15. januar med 15 procent. Samtidig blev CHF-renten sænket til minus 0,75 procent. Herefter fulgte et pres på den danske krone, hvilket fik Nationalbanken til ligeledes at sænke renten til minus 0,75 procent. Det blev herefter besluttet ikke at forlænge afdelingens euro-valutakursafdækninger ved forfald. Alle valutaafdækninger var udløbet ultimo halvåret.

På lovgivningssiden blev der i den tyske Bundestag fremsat et lovforslag om, hvorledes tyske banker i fremtiden skal restruktureres, hvis de kommer i problemer. Forslaget var negativt for senior bank-obligationer, da allerede udestående obligationer vil kunne nedskrives før andre simple kreditorer. Dette fik kreditpræmierne på kontinentaleuropæiske bankobligationer til at stige. I Østrig er en tilsvarende lovtekst i færd med at blive implementeret. Afdelingen havde ikke eksponering til tyske eller østrigske banker.

I andet kvartal oplevede obligationsmarkederne et sell-off, der initialt startede i tyske statsobligationer. Den primære årsag var lidt bedre økonomiske data og et skift af investorfokus væk fra deflation og over mod inflation. Tidspunktet for en mulig renteforhøjelse i USA spøjte også. Sell-off'et betød, at årets positive afkast blev forvandlet til røde tal fra medio maj, selv om kreditpræmierne ikke var nævneværdigt ændret.

Herefter fulgte sagaen om Grækenlands manglende lyst til at komme overens med dets långivere, og det skabte fra starten af juni en dårlig stemning på virksomhedsobligationsmarkedet. Ansvarlig lånekapital og obligationer fra periferi-landene havde det svært. Afdelingen var svagt overvægtet i disse obligationer. Grækenland kom ikke overens med trojkaen, men valgte ultimo halvåret at sende trojkaens forslag til folkeafstemning hos de græske vælgere. Dette overraskede markedet.

Markedslikviditeten var til tider dårlig i løbet af kvartalet, og hen imod slutningen af juni lukkede markedet stort set ned.

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 andet halvår

Vi fastholder vores forventninger fra starten af året om, at afkastpotentialet er beskedent, og at universet kun kan tåle små rentestigninger, hvis målet er at levere et positivt afkast. Med rentestigningerne i første halvår ser det dog lidt bedre ud for andet halvår. Grundet første halvårs negative afkast forventer vi et afkast inden for intervallet minus 2 procent (før minus 0,5) til et mindre plus.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	11.001	14.398
Kursgevinster og -tab	-20.863	25.173
Administrationsomkostninger	4.342	4.409
Resultat før skat	-14.204	35.162
Halvårets nettoresultat	-14.204	35.162

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	46.576	6.047
1 Obligationer	743.747	731.914
1 Afledte finansielle instrumenter	0	361
Andre aktiver	15.801	11.831
Aktiver i alt	806.124	750.153
Passiver		
2 Medlemmernes formue	806.003	750.004
Anden gæld	121	149
Passiver i alt	806.124	750.153

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	90%	95%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	2%	2%
Andre aktiver og passiver	8%	3%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	4	6%
Investment grade A-BBB	87%	91%
Non Investment grade BB-CCC	5%	2%
Andre inklusiv kontanter	4%	1%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	18%	14%
Varighed 2-5 år	35%	43%
Varighed > 5 år	47%	43%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	548.636	750.004	641.602	820.096
Emissioner i året	78.533	108.742	14.911	19.542
Indløsninger i året	28.212	38.672	107.877	144.229
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		133		324
Overført fra resultatopgørelsen		-14.204		54.271
Formue ultimo	598.957	806.003	548.636	750.004

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-14.204	35.162	811	24.944	8.341
Medlemmernes formue (t.kr.)	806.003	846.945	777.823	647.595	525.442
Cirkulerende andele (t.kr.)	598.957	635.013	624.055	557.855	478.565
Indre værdi	134,57	133,37	124,64	116,09	109,80
Omkostninger (%)	0,54	0,53	0,54	0,56	0,54
Halvårets afkast (%)	-1,59	4,29	0,09	5,19	1,88
Sharpe ratio	1,24	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2010

Risikoklasse: 3

Benchmark: Merrill Lynch EMU Corporate Index hedget til DKK

Fondskode: DK0060003044

Porteføljerådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer globalt primært i virksomhedsobligationer med god kreditværdighed. De er for eksempel udstedt af banker, forsikringselskaber, industri- eller forsyningsvirksomheder. 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.

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.

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 tidshorizont.

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 523.296 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 565.015 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -41.719 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -2.200 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde -8.902 tusinde kroner.

Vores hovedscenarier for Investment Grade virksomhedsobligationer var primo året, at aktivklassen i 2015 ville levere et afkast i niveauet minus 0,5 til plus 1 procent som følge af det historisk lave renteniveau primo året kombineret med meget positive forventninger til Den Europæiske Centralbanks (ECB) mulige obligationsopkøbsprogram. Med valg i otte EU-lande, hvor EU-skeptikerne forventes at få fremgang, og en ekstrem fokus på tolkning af udmeldinger fra ECB imødeså vi, at afkastet ville blive lavt og volatilt igennem 2015.

Vi fik desværre ret i, at første halvår bød på store afkastudsving. Afdelingen leverede et afkast på -1,7 procent mod universets afkast

på -1,8 procent. Det marginalt bedre afkast skyldes, at afdelingen havde lidt kortere obligationer end universet.

Universets implicitte statsobligationsrente faldt fra årets begyndelse og frem mod igangsætningen af ECB's obligationsopkøbsprogram (igangsat i marts), og universets implicitte statsrente faldt 0,23 procentpoint til minus 0,13 procent medio april. Herfra viste økonomiske nøgletal tegn på en bedring i Europa, hvorefter statsrenten med raket fart steg til 0,35 procent (pr. 10. juni) for at lukke halvåret i 0,22 procent. Faldet i renten ultimo halvåret var forårsaget af Grækenlands-problematikken, jævnfør nedenfor.

Universets kreditpræmie var noget mere stabil gennem det meste af halvåret, men de kraftigt stigende statsrenter og Grækenlands-problematikken, jævnfør nedenfor, fik kreditpræmien til at stige fra 0,97 til 1,2 procent, det højeste niveau i løbet af halvåret. Universets effektive rente steg herved fra 1,11 til 1,42 procent med en bund på 0,85 procent medio april.

Fokusområderne i første kvartal var det EU-fjendtlige parti Syriza's sejr i det græske parlamentsvalg, global valutakrig (euroen blev frem til marts svækket med 13 procent over for dollaren), igangsætning af ECB's obligationsopkøbsprogram (med månedlige opkøb af stats- og realkreditobligationer for 60 milliarder euro), en bedring af de økonomiske nøgletal, nyheder om lønstigninger til tyske IG Metal-arbejdere i delstaten Baden-Württemberg på 3,4 procent og et travlt nyudstedelsesmarked. Amerikanske virksomheder udstedte virksomhedsobligationer for mere end 40 milliarder euro.

Den globale valutakrig betød blandt andet, at den schweiziske centralbank (SNB) opgav at håndhæve deres forsvar af schweizerfranc, og francen steg den 15. januar med 15 procent. Samtidig blev CHF-renten sænket til minus 0,75 procent. Herefter fulgte et pres på den danske krone, hvilket fik Nationalbanken til ligeledes at sænke renten til minus 0,75 procent. Det blev herefter besluttet ikke at forlænge afdelingens euro-valutakursafdækninger ved forfald. Alle valutaafdækninger var udløbet ultimo halvåret.

På lovgivningssiden blev der i den tyske Bundestag fremsat et lovforslag om, hvorledes tyske banker i fremtiden skal restruktureres, hvis de kommer i problemer. Forslaget var negativt for senior bank-obligationer, da allerede udestående obligationer vil kunne nedskrives før andre simple kreditorer. Dette fik kreditpræmierne på kontinentaleuropæiske bankobligationer til at stige. I Østrig er en tilsvarende lovtekst i færd med at blive implementeret. Afdelingen havde ikke eksponering til tyske eller østrigske banker.

I andet kvartal oplevede obligationsmarkederne et sell-off, der initialt startede i tyske statsobligationer. Den primære årsag var lidt bedre økonomiske data og et skift af investorfokus væk fra deflation og

over mod inflation. Tidspunktet for en mulig renteforhøjelse i USA spøjte også. Sell-off'et betød, at årets positive afkast blev forvandet til røde tal fra medio maj, selv om kreditpræmierne ikke var nævneværdigt ændret.

Herefter fulgte sagaen om Grækenlands manglende lyst til at komme overens med dets långivere, og det skabte fra starten af juni en dårlig stemning på virksomhedsobligationsmarkedet. Ansvarlig lånekapital og obligationer fra periferi-landene havde det svært. Afdelingen var svagt overvægtet i disse obligationer. Grækenland kom ikke overens med trojkaen, men valgte ultimo halvåret at sende trojkaens forslag til folkeafstemning hos de græske vælgere. Dette overraskede markedet.

Markedslikviditeten var til tider dårlig i løbet af kvartalet, og hen imod slutningen af juni lukkede markedet stort set ned.

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 andet halvår

Vi fastholder vores forventninger fra starten af året om, at afkastpotentialet er beskedent, og at universet kun kan tåle små rentestigninger, hvis målet er at levere et positivt afkast. Med rentestigningerne i første halvår ser det dog lidt bedre ud for andet halvår. Grundet første halvårs negative afkast forventer vi et afkast inden for intervallet minus 2 procent (før minus 0,5) til et mindre plus.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	7.582	10.783
Kursgevinster og -tab	-13.712	18.568
Administrationsomkostninger	2.902	3.241
Resultat før skat	-9.032	26.110
Skat	-130	0
Halvårets nettoresultat	-8.902	26.110

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	31.606	4.388
1 Obligationer	485.865	551.173
1 Afledte finansielle instrumenter	0	274
Andre aktiver	5.977	9.294
Aktiver i alt	523.448	565.129
Passiver		
2 Medlemmernes formue	523.296	565.015
Anden gæld	152	114
Passiver i alt	523.448	565.129

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	90%	95%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	3%	2%
Andre aktiver og passiver	7%	3%
Kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	3%	7%
Investment grade A-BBB	86%	90%
Non Investment grade BB-CCC	6%	2%
Andre inklusiv kontanter	5%	1%
Formue fordelt på varighed		
Varighed < 2 år	19%	16%
Varighed 2-5 år	36%	43%
Varighed > 5 år	45%	41%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	50.994	60.408	24.547	28.751
Indløsninger i året	52.096	62.752	114.922	136.915
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		144		365
Overført fra resultatopgørelsen		-8.902		39.850
Formue ultimo	458.515	523.296	459.617	565.015

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	-8.902	26.110	1.016	34.450	16.662
Medlemmernes formue (t.kr.)	523.296	614.459	637.539	719.584	776.081
Cirkulerende andele (t.kr.)	458.515	511.668	568.072	690.767	786.774
Indre værdi	114,13	120,09	112,23	104,17	98,64
Omkostninger (%)	0,53	0,52	0,52	0,54	0,53
Halvårets afkast (%)	-1,66	4,31	0,11	5,40	2,19
Sharpe ratio	1,34	-	-	-	-

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2013

Risikoklasse: 4

Benchmark: Barclays Capital U.S. Corporate High Yield 2 % Issuer Cap, hedget til DKK

Fondskode: DK0060461424

Porteføljerådgiver: State Street Global Advisors Limited

Indledning

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

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

Investeringspolitik 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.

Målet for afdelingen er at opnå et afkast, som er bedre end et indeks for amerikanske high yield obligationer. 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 kan blive udbetalt som udbytte. Størrelsen afhænger blandt andet af renter og kursgevinster. Generalforsamlingen tager hvert år stilling til størrelsen af udbyttet. Investor forventes at være private som investerer for pensions- eller frie midler samt selskaber med en mellemlang til lang tidshorisont.

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

Afdelingens formue udgjorde 3.651.507 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 1.787.334 tusinde kroner ultimo 2014 svarende til en nettotilvækst på 1.864.173 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt 1.836.922 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 27.251 tusinde kroner.

Forventningerne primo året byggede på, at det positive vækstspor fortsatte i USA i 2015, og at konkursraten derfor ville ligge pænt under det historiske gennemsnit. Dette gælder dog ikke energisektoren, hvor olieprisudviklingen kunne få en meget stor betydning for universets afkast i 2015. Ved en gennemsnitlig oliepris i 2015 omkring 53 dollar pr. tønde (prisen primo året) forventede vi et afkast i kroner på cirka 3 procent. Ved en højere oliepris på 75 dollar forventes et afkast på cirka 4,5 procent.

Afkastet blev nogenlunde som forventet. Afdelingen leverede i første halvår et afkast på 2,3 procent mod universets afkast på 1,9 procent. Merafkastet kan tilskrives, at porteføljen i halvåret var lidt mere defensiv end universet.

Universets effektive rente (i dollar) ændrede sig ikke nævneværdigt

fra starten og til slutningen af halvåret. Således åbnede den effektive rente i 6,6 og lukkede i 6,7 procent. Den implicitte amerikanske statsobligations-rente forblev på 1,8 procent, mens kreditpræmien steg fra 4,7 til 4,8 procent.

Første kvartal var dårligt fløjtet i gang, før Den Europæiske Centralbank (ECB) annoncerede et obligationsopkøbsprogram. Programmet blev igangsat i marts, og dette styrkede den amerikanske dollar med cirka 11 procent over for euroen, ligesom det fik de amerikanske statsrenter til at falde. I kvartalet var nøgletallene blandede, men der var tydelige tegn på en bedring i arbejdsløshedstallene. Den amerikanske centralbank (FED) skubbede første renteforhøjelse længere fremad. olieprisen stabiliserede sig, hvilket var en vigtig årsag til, at High Yield opnåede et pænt inflow. Universets effektive rente faldt til 6,2 procent, og afdelingen leverede i første kvartal et afkast på 2,5 procent mod universets 2,3 procent.

I andet kvartal steg renten tilbage til niveauet fra årets begyndelse. De primære drivkræfter bag rentestigningen (og de faldende obligationskurser) var en udskydelse af tidspunktet for den første renteforhøjelse fra den amerikanske centralbank fra juni/september til september/december, der dog blev modarbejdet af bedre nøgletal fra Europa. Den Europæiske Centralbank meddelte, at investorerne måtte leve med større volatilitet, hvilket også spredte sig til USA. Antallet af konkurser var svagt stigende, men vedblev med at ligge på et forholdsvist lavt niveau. I slutningen af juni valgte Grækenland ikke at lave en ny gældsftale med landets største kreditorer (EU, IMF og ECB), hvorefter landet måtte stoppe sine betalinger. Dette gav en kraftig stigning i kreditpræmierne, selvom amerikanske High Yield-virksomheder kun i ringe grad er eksponeret til Grækenland.

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 andet halvår

Vi fastholder vores forventninger fra primo året om, at det positive vækstspor fortsætter i USA i 2015, og at konkursraten derfor vil ligge pænt under det historiske gennemsnit. Vi forventer, at den amerikanske centralbank vil levere en renteforhøjelse i løbet af 2015, hvilket ikke burde ramme væksten eller de amerikanske High Yield-virksomheder særligt. Vi forventer et afkast på 0-2 procent for resten af 2015. Forventningerne er behæftet med stor usikkerhed.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter	76.220	39.852
Kursgevinster og -tab	-31.303	32.552
Administrationsomkostninger	17.666	9.867
Resultat før skat	27.251	62.537
Halvårets nettoresultat	27.251	62.537

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	484.543	61.558
1 Obligationer	3.287.086	1.741.950
1 Afledte finansielle instrumenter	43.167	0
Andre aktiver	49.535	37.177
Aktiver i alt	3.864.331	1.840.685
Passiver		
2 Medlemmernes formue	3.651.507	1.787.334
1 Afledte finansielle instrumenter	14.078	52.012
Anden gæld	198.746	1.339
Passiver i alt	3.864.331	1.840.685

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	24%	29%
Finansielle instrumenter noteret på andet reguleret marked	66%	69%
Øvrige finansielle instrumenter	1%	-3%
Andre aktiver og passiver	9%	5%
Formue fordelt på kreditværdighed		
Investment grade AAA-AA	1%	0%
Investment grade A-BBB	95%	1%
Non Investment grade BB-CCC	1%	98%
Andre inklusiv kontanter	3%	1%
Varighed		
Varighed < 2 år	12%	8%
Varighed 2-5 år	57%	59%
Varighed > 5 år	31%	33%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	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	1.845.687	1.837.684	1.209.389	1.200.445
Indløsninger i året	9.788	9.662	327.082	325.385
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		8.900		7.493
Overført fra resultatopgørelsen		27.251		1.045
Formue ultimo	3.676.851	3.651.507	1.840.952	1.787.334

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13 ¹⁾
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	27.251	62.537	-10.420
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.651.507	1.601.139	597.306
Cirkulerende andele (t.kr.)	3.676.851	1.597.400	606.111
Indre værdi	99,31	100,23	98,55
Omkostninger (%)	0,72	0,74	0,34
Halvårets afkast (%)	2,27	5,03	-1,73
Sharpe ratio	1,93	-	-

Regnskabsperioden omfatter 20.03 - 30.06.2013

Afdelingsberetning

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 1990

Risikoklasse: 6

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

Fondskode: DK0010155753

Porteføljeraådgiver: BI Asset Management

Fondsmæglerselskab A/S

Indledning

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

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

Investeringspolitik og risikoprofil

Afdelingen investerer i aktier, Pengene investeres i aktier i virksomheder, der skal være hjemmehørende eller børsnoteret i Østeuropa, eller have den væsentligste del af sin forretning her eller være hjemmehørende i lande omfattet af afdelingens sammenligningsindeks. Østeuropa inkluderer blandt andet Tyrkiet, Grækenland og alle lande i det tidligere USSR. Derudover kan en mindre andel investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa.

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

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

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

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

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

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

Afkast og formueudvikling

Afdelingens formue udgjorde 224.805 tusinde kroner ultimo juni 2015 mod 242.410 tusinde kroner ultimo 2014, svarende til en nettotilvækst på -1.7.605 tusinde kroner. Der er foretaget nettoemissioner for i alt -46.068 tusinde kroner. Nettoresultatet udgjorde 28.463 tusinde kroner.

Afdelingens afkast blev i første halvår på 12,0 procent, mens sammenligningsindeksets steg 15,5 procent (opgjort i danske kroner). Det relative afkast på -3,5 procentpoint levede således ikke op til vores forventninger.

Første halvår bød på pæne stigninger i de russiske aktier samtidig med, at den russiske valuta blev styrket. Samlet set betyder det, at de russiske aktier målt på MSCI Rusland og opgjort i danske kroner er steget med ikke mindre end 37,7 procent i første halvår. Bag denne stigning ligger, at vækstnedturen indtil videre ikke har været så slem, som man kunne frygte, da den økonomiske afmatning primært synes at være drevet af de strukturelle problemer inden konflikten med Vesten. Samtidig har indgåelsen af en noget tvivlsom fredsaftale, Minsk II, reduceret fokus på konflikten i Ukraine. I andet kvartal styrtdykkede forbrugertilliden, og ledigheden steg, hvilket medførte et fald i detailhandlen. Inflationen begyndte at falde, mens valutaen i handelsvægtede termer var relativt stabil. Det gav centralbanken luft til at fortsætte med at sænke renten.

De tyrkiske aktier startede året med pæne stigninger, men præsident Erdogans forsøg i januar måned på at styre centralbanken satte hurtigt en stopper herfor, og de tyrkiske aktier sluttede halvåret med et fald på 10,1 procent målt ved MSCI Tyrkiet (opgjort i danske kroner). Ved parlamentsvalget i juni mistede Erdogans AK Parti sit flertal, hvorfor der i skrivende stund forhandles om etableringen af en koalitionsregering. Der er således en vis politisk usikkerhed i Tyrkiet efter parlamentsvalget, og der er risiko for et snarligt nyvalg.

Grækenland var regionens sorte får i det forløbne første halvår. De politiske signaler bølgede frem og tilbage mellem den græske

regering og Trojkaen (IMF, EU og Den Europæiske Centralbank) og resulterede i et aktiefald på 20,4 procent målt på MSCI Grækenland (opgjort i danske kroner) i første halvår. Den ene dag var fyldt med optimisme omkring en løsning mellem parterne for den næste dag at blive dementeret. En reformaftale havde til hensigt at sikre Grækenland adgang til flere penge sammen med en ansvarlig plan for en økonomisk genopretning på længere sigt. Ved udgangen af andet kvartal kom vendepunktet, da forhandlingerne mellem den græske regering og kreditorerne brød sammen. Sammenbruddet skyldtes den græske regerings valg om at sende kreditorernes reformpakke til folkeafstemning. Ratingbureauet Standard & Poor's nedjusterede atter kreditværdigheden på grund af manglende fremskridt i forhandlingerne og en udskudt IMF-betaling i begyndelsen af juni. Den seneste tilbagebetaling til IMF skete via et træk på IMF's reserver, hvilket indikerede, at pengekassen var tom. Derfor var det ikke overraskende, at grækerne ikke kunne betale den udskudte lånetranche på 1,6 milliarder euro til IMF ultimo juni. De græske banker har oplevet et massivt indlånsudtræk på knap 40 milliarder euro i år. De seneste uger og dage gik det særligt stærkt, hvorfor de græske banker i høj grad måtte leve af Den Europæiske Centralbanks nødfinansiering. Det fik Moody's til at nedjustere fremtidsudsigterne for bankerne. Centralbanken valgte på grund af folkeafstemningen at smække kassen i for yderligere stigninger i den samlede nødfinansiering på 89 milliarder euro. Som resultat vil bankerne og det græske aktiemarked forblive lukket den sidste uge op til folkeafstemningen. Der blev ligeledes indført kapitalkontrol, som betyder, at grækerne kun kan hæve 60 euro pr. dag. Grækenlands fremtid forblev derfor uløst i andet kvartal og medførte rentespændsudvidelser. Situationen er tilspidset ved indgangen til tredje kvartal, hvor meningsmålinger pegede på dødt løb mellem ja- og nejsigerne.

Halvårets dårlige relative afkast skyldes primært, at de underliggende lokale russiske aktier er steget markant mere end deres udenlandsk noterede ADRs (American Depositary Receipt). Da afdelingen i vid udstrækning er investeret i Rusland via ADRs, er vi således blevet hårdt ramt i første halvår af denne effekt.

Særlige risici – herunder forretningsmæssige og finansielle risici

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

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

Forventninger til andet halvår

Rusland er i recession og vil forblive i recession i hele 2015. For tiden forventes væksten at blive -3,50 procent, hvilket er en klar

forværring i forhold til forventningerne ved årets begyndelse (-1,75 procent). EU og USA har i juni måned besluttet at forlænge sanktionerne mod Rusland, da Minsk II-våbenhvilen ikke ser ud til at blive overholdt i Ukraine. Yderligere vækstnedjusteringer kan derfor ikke udelukkes i Rusland.

I starten af andet halvår vil der være betydelig usikkerhed for de finansielle markeder som følge af den uafklarede situation i Grækenland.

Efter det seneste parlamentsvalg i Tyrkiet står det klart, at det ikke lykkedes præsident Erdogan at konsolidere yderligere magt i præsidentembedet. Udsigten til en koalitionsregering eller for den sags skyld en mindretalsregering ledet af AKP er ikke noget, investorerne bryder sig om. Sandsynligheden for et nyvalg er da også relativt stor. Den politiske usikkerhed forventes fortsat at lægge en dæmper på de tyrkiske aktier.

Fremgangen i den amerikanske økonomi, udsigten til en stabiliseret vækst i Kina på omkring 7 procent og det, der tyder på at være et moderat opsving i Europa, kan være en fornuftig base for at etablere en bund under de østeuropæiske aktier. Men de politiske usikkerheder, det være sig indenlandske som geopolitiske, gør det samlede billede af 2015 noget sløret. De østeuropæiske aktier er billige for tiden, hvorfor det alene måske kan tiltrække interesse.

Resultatopgørelse

	01.01	01.01
	-30.06.15	-30.06.14
	(t.kr.)	(t.kr.)
Renter og udbytter	6.084	4.504
Kursgevinster og -tab	23.212	-6.874
Administrationsomkostninger	2.322	2.994
Resultat før skat	26.974	-5.364
Skat	-1.489	268
Halvårets nettoresultat	28.463	-5.632

Balance

	30.06.2015	31.12.2014
	(t.kr.)	(t.kr.)
Aktiver		
1 Likvide midler	5.237	2.528
1 Kapitalandele	218.500	240.627
Andre aktiver	1.141	72
Aktiver i alt	224.878	243.227
Passiver		
2 Medlemmernes formue	224.805	242.410
Anden gæld	73	817
Passiver i alt	224.878	243.227

3 Femårsoversigt

Noter	30.06.15 (t.kr.)	31.12.14 (t.kr.)
1 Finansielle Instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97%	0%
Andre aktiver og passiver	3%	0%
Formue fordelt på lande		
Rusland	50%	45%
Tyrkiet	21%	25%
Polen	17%	17%
Tjekkiet	3%	2%
Grækenland	0%	5%
Andre inklusiv kontanter	9%	6%
Formue fordelt på sektorer		
Energi	35%	30%
Finans	33%	38%
Råvarer	7%	9%
Stabile forbrugsgoder	7%	5%
Industri	5%	0%
Andre inklusiv kontanter	13%	18%

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

2 Medlemmernes formue	30.06.2015		31.12.2014	
	Cirk. beviser	Formue- værdi	Cirk. beviser	Formue- værdi
Formue primo	166.245	242.410	214.318	387.878
Emissioner i året	876	1.384	639	957
Indløsninger i året	29.537	47.708	48.712	82.593
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		256		178
Overført fra resultatopgørelsen		28.463		-64.010
Formue ultimo	137.584	224.805	166.245	242.410

3 Femårsoversigt	30.06.15	30.06.14	30.06.13	30.06.12	30.06.11
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	28.463	-5.632	-50.831	50.568	-41.556
Medlemmernes formue (t.kr.)	224.805	342.041	444.152	530.353	754.539
Cirkulerende andele (t.kr.)	137.584	190.372	252.824	297.515	358.858
Indre værdi	163,39	179,67	175,68	178,26	210,26
Omkostninger (%)	0,94	0,88	0,85	0,85	0,68
Halvårets afkast (%)	12,06	-0,73	-10,00	8,20	-5,09
Sharpe ratio	-0,14	-	-	-	-

Fællesnoter

1. Anvendt regnskabspraksis

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

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2014.

2. Øvrige forhold

Foreningen er i sin løbende drift involveret i diverse sager, herunder særligt skattesager. Sagerne vurderes løbende, og der foretages de nødvendige hensættelser til såvel gevinster og tab. De verserende sager forventes ikke at kunne få en væsentlig betydning for foreningens eller afdelingernes økonomiske stilling.

