

# 20

Investeringsforeningen BankInvest Virksomhedsobligationer  
Halvårsrapport 2010

# 10

**Investeringsforeningen BankInvest**  
**Virksomhedsobligationer**  
CVR-nr. 27 04 89 94

**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  
Villum Christensen  
Ole Jørgensen

**Direktion**

BI Management A/S  
Christina Larsen

**Revision**

KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

**Bankforbindelse**

J.P. Morgan

## Indhold

<b>Oversigt over BankInvests foreninger og afdelinger . . .</b>	<b>3</b>
<b>BankInvest risikoskala . . . . .</b>	<b>4</b>
<b>Ledelsesberetning</b>	
Årets udvikling . . . . .	6
<b>Ledelsespåtegning . . . . .</b>	<b>10</b>
<b>Anvendt regnskabspraksis . . . . .</b>	<b>11</b>
<b>Halvårsregnskaber</b>	
Afdeling Virksomhedsobligationer . . . . .	12
Afdeling Virksomhedsobligationer, Akkumulerende . . . . .	15
<b>Fællesnoter</b>	
Handelsomkostninger . . . . .	18

# Oversigt over BankInvests foreninger og afdelinger

BankInvests mange børsnoterede foreninger og afdelinger er organiseret via fem foreninger med et antal afdelinger under hver og tre foreninger, som ikke er opdelt i afdelinger. Hver forening udfærdiger selvstændig halvårsrapport. Nedenfor vises en oversigt over de enkelte foreninger og afdelinger.

## **Investeringsforeningen BankInvest I**

- Afdeling Asien
- Afdeling Danmark
- Afdeling Højrentelande
- Afdeling Korte Danske Obligationer
- Afdeling Korte Danske Obligationer Pension & Erhverv
- Afdeling Korte Danske Obligationer Akkumulerende
- Afdeling Latinamerika
- Afdeling New Emerging Markets Aktier
- Afdeling Udenlandske Obligationer

## **Investeringsforeningen BankInvest II**

- Afdeling Globalt Forbrug
- Afdeling Højrentelande, lokalvaluta
- Afdeling Højrentelande Akkumulerende
- Afdeling Lange Danske Obligationer
- Afdeling Lange Danske Obligationer Pension & Erhverv
- Afdeling Virksomhedsobligationer - variabelt udbytte

## **Investeringsforeningen BankInvest IV**

- Afdeling Basis
- Afdeling Pension Basis
- Afdeling Europæiske Aktier
- Afdeling Pension Europæiske Aktier
- Afdeling Global Equities (Ethical Screening)
- Afdeling Østeuropa

## **Investeringsforeningen BankInvest**

### **Virksomhedsobligationer**

- Afdeling Virksomhedsobligationer
- Afdeling Virksomhedsobligationer Akkumulerende

## **Investeringsinstitutforeningen BankInvest Mix**

- Afdeling BankInvest Mix 70+

## **Specialforeningen BankInvest Globale Indeksobligationer**

## **BI Private Equity f.m.b.a.**

## **Hedgeforeningen BI Stabil**

# BankInvest risikoskala

Når man investerer, er afkast og risiko knyttet tæt sammen. Investorer, der vil opnå et højt afkast, må være villige til at påtage sig en tilsvarende risiko. Foretrækker man den sikre vej, må man acceptere mere begrænsede afkastmuligheder. For at synliggøre sammenhængen mellem det forventede afkast og risikoen i BankInvests forskellige afdelinger, har vi grupperet dem efter deres historiske risiko. BankInvests risikoskala er inddelt i fem risikogrupper:

- **Grå gruppe** har tilknyttet betegnelsen "**Minimal risiko**" og repræsenterer de mindst risikofyldte investeringer som risikomæssigt bedst kan sammenlignes med eksempelvis bankindsud omfattet af garantiordningen. BankInvest tilbyder i øjeblikket ikke produkter inden for denne risikogruppe.
- **Grøn gruppe** har tilknyttet betegnelsen "**Lav risiko**" og repræsenterer primært investeringer i obligationsafdelinger. I disse afdelinger investeres der primært i stats- og realkreditobligationer, og vægten ligger på sikkerhed og stabilitet. Den anbefalede investeringshorisont er minimum et år.
- **Gul gruppe** har tilknyttet betegnelsen "**Moderat risiko**" og repræsenterer primært investeringer i obligationsafdelinger. I disse afdelinger tages der en lidt større risiko end i gruppen med lav risiko. Det sker blandt andet som følge af investering i kreditobligationer og virksomhedsobligationer, der historisk har givet et højere afkast, men også større årlige afkastudsving. Den anbefalede investeringshorisont er minimum tre år.
- **Orange gruppe** har tilknyttet betegnelsen "**Høj risiko**" og repræsenterer primært investeringer i aktieafdelinger. I aktieafdelingerne investeres der blandt andet med stor geografisk eller branchemæssig spredning, og de kan således være et godt fundament for aktieandelen i en portefølje. Den anbefalede investeringshorisont er minimum fem år.
- **Rød gruppe** har tilknyttet betegnelsen "**Meget høj risiko**" og repræsenterer investeringer i aktieafdelinger. I disse afdelinger investeres der fokuseret for eksempel inden for et bestemt land eller en bestemt branche, og det betyder, at man som investor kan opleve markante udsving i afkastet. I denne gruppe finder man nogle år de højeste negative afkast og i andre år de højeste positive afkast, og derfor egner afdelingerne sig primært til investorer med lang investeringshorisont. Den anbefalede investeringshorisont er minimum syv år.

## Afdelingernes placering i risikogrupperne

Afdelingerne placeres i de enkelte risikogrupper efter en såkaldt kvantitativ beregningsmodel. Nøgletallet for risikoberegningen er de løbende 12 måneders afkast målt tilbage til 1998. Har afdelingerne ikke historik tilbage til 1998 anvendes benchmark til at forlænge historikken. Det dårligste 12 måneders afkast sættes i forhold til en afkastskala, som BankInvest har udviklet, og her ud fra fastsættes afdelingens eller foreningens aktuelle risiko. 12 måneders afkastet beregnes for alle afdelinger primo hver måned og afkastberegningen baseres på indre værdi ultimo måneden.

## Rådgivning

Med hjælp fra risikoskalaen er det muligt at sammensætte en personlig portefølje af afdelinger med forskellige karakteristika, som passer til den ønskede risikoprofil. Nærmere rådgivning om valg og sammensætning af BankInvests afdelinger fås hos de omkring 80 pengeinstitutter, der samarbejder med BankInvest.

# BankInvest risikoskala

■ Ingen BankInvest-produkter i denne kategori i øjeblikket	<i>Minimal</i>
■ Korte Danske Obligationer Akk.	<i>Lav</i>
■ Hedgeforeningen BI Stabil	<i>Lav</i>
■ Korte Danske Obligationer	<i>Lav</i>
■ Globale Indeksobligationer	<i>Lav</i>
■ Udenlandske Obligationer	<i>Lav</i>
■ Korte Danske Obligationer P&E	<i>Lav</i>
■ Lange Danske Obligationer P&E	<i>Lav</i>
■ Lange Danske Obligationer	<i>Lav</i>
■ Højrentelande, lokalvaluta	<i>Moderat</i>
■ Virksomhedsobligationer, Akkumulerende	<i>Moderat</i>
■ Virksomhedsobligationer	<i>Moderat</i>
■ Virksomhedsobligationer - Variabelt udbytte*	<i>Moderat</i>
■ Mix 70+	<i>Moderat</i>
■ Højrentelande, Akkumulerende	<i>Moderat</i>
■ Basis	<i>Høj</i>
■ Højrentelande	<i>Høj</i>
■ Pension Basis	<i>Høj</i>
■ Globalt Forbrug	<i>Høj</i>
■ Global Equities (Ethical Screening)	<i>Høj</i>
■ Asien	<i>Høj</i>
■ Europæiske Aktier	<i>Høj</i>
■ Pension Europæiske Aktier	<i>Høj</i>
■ Latinamerika	<i>Meget høj</i>
■ Danmark	<i>Meget høj</i>
■ BI Private Equity	<i>Meget høj</i>
■ New Emerging Markets Aktier	<i>Meget høj</i>
■ Østeuropa	<i>Meget høj</i>

\* Afdelingen har ultimo juli ændret navn til Virksomhedsobligationer Etik (SRI)

## Årets udvikling

Denne beretning er dækkende for alle afdelinger i foreningen. Beretningen beskriver både den generelle økonomiske udvikling og udviklingen på de finansielle markeder i første halvår 2010. Beretningen gør desuden rede for en række andre forhold, som er fælles for foreningens afdelinger eller som generelt har haft betydning for BankInvest. Specifikke forhold omkring de enkelte afdelinger fremgår af den ledelsesberetning, der er placeret i forbindelse med afdelingernes årsregnskaber.

Medlemmerne i foreningen kan se tilbage på et halvår med generelle positive afkast på både aktie- og obligationsporteføljerne. For de porteføljer som har tilknyttet et sammenligningsindeks er billedet lidt mere broget, når den enkelte porteføljes afkast sammenlignes.

De finansielle markeder var i første halvår præget af store udsving relateret til en række usikkerhedsfaktorer for global økonomi og finansielle aktier. Den økonomiske usikkerhed var i høj grad knyttet til styrken og robustheden af det økonomiske opsving på et tidspunkt, hvor global økonomi fortsat kæmpede med efterverne fra finanskrisen, og hvor man så begyndende tegn på en kinesisk boligboble. Det største tema i den forbindelse var den europæiske statsgældskrise. Sideløbende med den ulmende usikkerhed omkring eksponeringen til statsobligationer i de mest gældsplagede lande, måtte penge- og kreditmarkeder kæmpe med usikkerheden omkring reguleringen af den finansielle sektor. Den økonomiske og politiske usikkerhed gav anledning til kraftige stigninger i risikopræmierne på finansielle aktiver.

### Den økonomiske udvikling

Det økonomiske vækst opsving tog til i styrke i starten af 2010, ikke mindst drevet af industriproduktion i kølvandet på de kraftige lagerreduktioner i 2009. Industriproduktionen oplevede således et "mini-boom" i årets første kvartal, hvorefter udviklingen i industrielle ordrer og tillidsindikatorer fra virksomhederne peger på en afmatning til lavere vækstrater.

Privatforbruget har i det meste af den vestlige verden været overordentligt svagt sammenlignet med tidligere økonomiske ekspansionsfaser. Dette hænger ikke mindst sammen med den ekstraordinære høje ledighed, svag

lønudvikling og fortsat skepsis til de fremtidige jobmuligheder. For nogle landes vedkommende, ikke mindst USA, har den private efterspørgsel desuden været hæmmet af den kraftige gældsnedbringelse i husholdningerne. Dette er i fuld overensstemmelse med de forventninger vi havde ved indgangen til året. Her gav vi udtryk for, at en fortsat stigende opsparingskvote i USA ville lægge en dæmper på privatforbruget og dermed væksten i produktionen, med den følger virkning at opsvinget ville blive mindre kraftigt end tidligere opsving.

Kendetegnet for det økonomiske opsving er, at det har været meget uensartet. Det var også årsagen til, at vi i en analyse fra 6. februar døbte det økonomiske opsving: "SLUV". "S" for skrøbeligt: I Eurozonen forventede vi et "L" formet konjunkturforløb fordi en stribe gældstyngede lande samtidigt måtte gennemføre en række finanspolitiske stramninger. I USA forventede vi et lidt stærkere "U" opsving. Endelig forventede vi et stærkt "V"-formet opsving i de mere industritunge lande i Asien og Latinamerika. Disse forventninger må til fulde siges at være indfriet. Det er altid muligt at diskutere i hvilken grad et økonomisk opsving er "skrøbeligt". Men risikoen for et økonomisk "double-dip" har, specielt i årets 2. kvartal, været et væsentligt tema for de finansielle markeder. Og i forbindelse med det opdaterede World Economic Outlook fra IMF, advarede cheføkonom Olivier Blanchard den 8. juli at usikkerheden for det økonomiske opsving er forøget betydeligt!

Mens der er tale om et uensartet økonomisk opsving på globalt niveau, har der også været tale om et uensartet økonomisk opsving på regionalt niveau i Europa.

En konkurrencedygtig og stor tysk eksportsektor har i den grad fået glæde af den stigende globale efterspørgsel samt af euroens kontinuerlige svækkelse overfor dollaren igennem første halvår. Til gengæld ser man nu vedtagelsen af en række skrappe finanspolitiske stramninger, ikke mindst i Syd-Europa.

Den eskalering af statsgældskrisen man så i april og starten af maj betød, at EU den 2. maj præsenterede en økonomisk hjælpepakke til Grækenland, og den 9. maj en bredere fælles redningspakke, med fingeraftryk fra såvel EU, IMF som ECB.

Pakken indeholdt ikke mindst en "emergency fund facility" med lånegarantier og kreditter på 750 mia. euro svarende til 8,2% af GDP i Eurozonen. Desuden indledte ECB støtteopkøb af statsobligationer for at sikre likviditet, herunder dollar-likviditet, genindførte 6 måneders auktioner og valutaswap-faciliteter med de større centralbanker. Redningspakkerne har betydet, at man fra politisk side har "købt tid" til at ændre grundlaget for eurosamarbejdet, og til at få reetableret tilliden hos de finansielle markeder.

Kraftige rentestigninger på specielt græske statsobligationer har betydet, at landet reelt er afskåret fra at finansiere sig i markedet, men er helt afhængig af lånefaciliteter. Lånefaciliteterne er ledsaget af en række krav til budgetkonsolideringer, som man nu ser implementeret i en række lande. De kraftige rentestigninger i enkelte lande, har dog givet næring til en del nervøsitæt for udviklingen af en ny kreditkrise. Derfor meddelte EU den 19. juni, at man vil gennemføre stress-tests på en stribe europæiske banker, og offentliggøre resultaterne i slutningen af juli måned.

I Kina har man oplevet et overordentligt stærkt økonomisk opsving gennem første halvår, omend ledende økonomiske indikatorer i slutningen af perioden har dæmpet vækstforventningerne, og ligeledes bidraget til usikkerheden om robusthed i det globale økonomiske opsving. Kina har gennemført en række politiske indgreb med henblik på at bremse et overophedet boligmarked, og dermed reducere sandsynligheden for en overophedning af økonomien, med en efterfølgende "hård landing".

Ved indgangen til 2010 havde vi en forventning om, at Kina desuden ville forlade det "dollar-peg", som har været praktiseret under hele finanskrisen. Lørdag den 19. juni kom så meddelelsen fra den kinesiske centralbank om, at man forlader det "dollar-peg", som havde eksisteret siden august 2008. I den korte periode siden meddelelsen er renminbien styrket med 1,2% overfor dollaren. Overgangen til et "managed float" betyder at risikoen for protektionistiske foranstaltninger er reduceret. Over tid vil det desuden bidrage til omstillingen af kinesisk økonomi i retning af større vægt på indenlandsk efterspørgsel, og mindre sårbarhed overfor eksportvækst.

### **Forventninger til andet halvår 2010**

Den økonomiske vækst forventes at blive væsentligt lavere i andet halvår end i første halvår, ikke mindst som følge af en afmatning i den private efterspørgsel. Udsigterne til beskæftigelsesvækst, vil være for svag til at reducere arbejdsløsheden i Europa og USA væsentligt. Statsgældskrisen i Europa udgør fortsat et betydeligt usikkerhedsselement, omend refinansieringsoperationerne i ECB ved udgangen af perioden indikerer, at behovet for overskudslikviditet er reduceret betydeligt.

Offentliggørelsen af stress-test resultater for 91 europæiske banker vil bidrage til at fjerne noget usikkerhed. Den primære økonomiske usikkerhed knytter sig til den mulige "contagion" fra kreditmarkeder til den reale økonomi. En eventuel genopblussen af kreditkrisen vil svække kreditmarkederne, og reducere husholdningers og virksomheders adgang til kreditter yderligere. Det er dog ikke vores forventning, at vi vil se nogen voldsom eskalering af kreditkrisen, og vi vurderer også, at vi med overvejende sandsynlighed vil undgå et økonomisk "double dip".

De svage vækstudsigter i USA og især i Europa betyder, at man vil se et overordentligt svagt inflationspres. Dog kan forhøjelser af skatter og afgifter i forbindelse med de finanspolitiske stramninger i en række europæiske lande, midlertidigt give anledning til højere inflationsrater. Den underliggende inflation ventes at ligge under centralbankernes målsætninger om prisstabilitet og kombineret med fortsat lav kapacitetsudnyttelse og forholdsvis svag økonomisk vækst, vil ECB og Federal Reserve fastholde de historiske lave renter resten af året.

Den økonomiske usikkerhed, ikke mindst relateret til statsgældskrisen i Europa, vil følge os flere år fremover. Til gengæld forventer vi, at "stress tests", bankreguleringer og regnskabsoffentliggørelser vil fjerne en del af usikkerheden fra kapitalmarkederne og understøtte en stabilisering af kreditforholdene for resten af økonomien.

### **Andre begivenheder**

BankInvest har indgået aftale med en af verdens største finansielle service-udbydere, J.P. Morgan Europe (UK),

Copenhagen Branch der bliver depotbank for BankInvests investeringsforeninger.

Depotbanker har det formelle ansvar for investeringsforeningernes depoter og værdipapirer og sørger derudover blandt andet for, at afviklingen af værdipapirhandlerne falder på plads.

Aftalen skal sikre BankInvestinvesteringsforeningerne og investorerne konkurrencedygtige serviceydelser og priser.

For Investeringsforeningen BankInvest Virksomhedsobligationer er overflytningen gennemført i andet kvartal 2010.

### Risikofaktorer

At være investor i en investeringsforening er forbundet med en række risici.

I forbindelse med den løbende porteføljepleje, som investor modtager, søger bankinvest at tage højde for de mange forskellige risikofaktorer på investeringsmarkederne.

Risikofaktorerne varierer fra portefølje til portefølje. Nogle risici påvirker især aktieporteføljer, andre især obligationsporteføljer og andre igen gælder for begge typer af porteføljer.

BankInvest har udarbejdet en risikoskala, hvor de enkelte afdelinger og foreninger er klassificeret i forhold afkastpotentiale og risiko. Formålet med risikoskalaen er at gøre det mere overskueligt for investor og rådgiver, at identificere den enkelte forenings/afdelings risikoprofil.

Risikoskalaen fremgår af halvårsrapporten og den enkelte forenings/afdelings klassifikation er anført i de respektive afdelingsberetninger, hvor specifikke risici tillige er omtalt.

Der er også risikofaktorer, som investor selv skal tage højde for.

Risikoen ved at investere i foreningen knytter sig hovedsageligt til fire elementer:

- Investeringsmarkederne
- Foreningens investeringsbeslutninger
- Driften af foreningen
- Investors eget valg af afdelinger

### Risici knyttet til investeringsmarkederne

De risici, der knytter sig til investeringsmarkederne, opdeles typisk i markedsræssige risici, som for eksempel påvirkning fra konjunkturer, politiske risici, valuta, renter med mere og den specifikke risiko, som relaterer sig til den enkelte investering.

BankInvest bestræber sig på at håndtere alle disse typer af risikofaktorer inden for de givne rammer på de mange forskellige markeder, der investeres på. Eksempler på risikostyringselementer er porteføljernes investeringspolitik, et højt internt kontrolniveau, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

### Kommentarer til enkelt risiko

Konjunkturfølsomhed - Porteføljer er, ud over de globale konjunkturer, underlagt lokale konjunkturforhold på de markeder, hvor de selskaber, der investeres i, har deres væsentligste aktiviteter. Følsomheden for porteføljens afkast og betydningen af de gældende konjunkturer er derfor afhængig af de enkelte markeder.

Politiske risici - En del af indtjeningen sker på baggrund af værdipapirafkastet på markeder, hvor politiske forhold og praksis inden for handel og lovgivning kan adskille sig en del fra vestlige normer. Det bidrager på forskellig måde til de indtjeningsrisici, som investering i værdipapirer fra disse områder indebærer. Visse lande er desuden præget af politisk ustabilitet og uroligheder, der kan vanskeliggøre forudsigeligheden og gennemskueligheden i udviklingen.

Valuta - Når der handles værdipapirer i anden valuta end danske kroner, er der en valutarisiko. Anses denne risiko for at være væsentlig i den enkelte portefølje, kan den inden for visse rammer afdækkes. Dermed mindskes dele af den risiko, der er på indtjeningen fra værdipapirer, som handles i disse valutaer.

Rente - Indlån placeres og forrentes i forskellige danske pengeinstitutter, der alle skal leve op til en mængde krav, som løbende kontrolleres og overvåges af det

danske Finanstilsyn. Indlån i danske pengeinstitutter er for tiden sikret af en statsgaranti.

### **Risici knyttet til investeringsbeslutningerne**

Enhver investeringsbeslutning i de aktivt styrede porteføljer er baseret på egne og rådgiveres forventninger til fremtiden. BankInvest forsøger at opstille et realistisk fremtidsbillede af for eksempel renteudviklingen, konjunkturernes og den enkelte virksomheds indtjening. På grundlag af disse forventninger foretages der køb og salg af aktier og obligationer.

Denne type beslutninger er forbundet med usikkerhed. Den valgte strategi kan vise sig at slå fejl ligesom forventningerne til konjunkturernes, renteudvikling med mere kan vise sig ikke at holde stik uanset, hvor mange og gode analyser, der foretages.

Handelsrisiko - Når der handles værdipapirer, skal det ske ved levering mod kontanter. Det er den enkelte forenings depotbanks opgave at sikre, at dette sker. På enkelte Emerging Markets kan dette princip ikke altid følges fuldstændigt.

Porteføljer som investerer på disse markeder vil dog altid handle i overensstemmelse med princippet om levering mod kontanter. I disse situationer vil depotbanken påtage sig en vis risiko, og derfor er der en begrænsning for, hvor stor en del af porteføljens værdi, der må handles ad gangen.

### **Risici knyttet til driften af foreningen**

Investeringsforeningen har en lang række kontrolprocedurer og forretningsgange, som er med til at reducere de risici, der knytter sig til driften. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og højne kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Alle afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med porteføljens porteføljemanager med fokus på at få vendt udviklingen.

BankInvest anvender desuden betydelige ressourcer på at sikre den mest korrekte prisfastsættelse på de aktier, obligationer og andre instrumenter, som indgår i de enkelte porteføljer. Det betyder eksempelvis, at i de tilfælde hvor den aktuelle børskurs ikke afspejler

dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes modeller og værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Foreningen og investeringsforvaltningsselskabet er endelig underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision. Revisionen har særlig fokus på de risici der er forbundet med driften af investeringsforeninger herunder, at der er etableret et betrykkende kontrolmiljø og forretningsgangene overholdes. Revisionen fremlægger konklusionen på deres gennemgange af blandt andet IT sikkerhed og kontrolmiljø for foreningens bestyrelse og har pligt til at skrive om væsentlige svagheder. Bestyrelsen foretager hvert år en vurdering af foreningens revision i forbindelse med indstilling til valg på foreningens ordinære generalforsamling.

IT-sikkerhed og stabil it-drift har igennem mange år haft særlig bevågenhed i BankInvest. For at sikre at BankInvest kan have et højt niveau på dette område er driften outsourcet.

Administrationen har i den løbende drift fokus på sikkerhed, præcision og på at der er tilstrækkelige ressourcer, kompetencer og udstyr tilstede.

### **Risici knyttet til investors valg af afdelinger**

De risici som knytter sig til investors valg af afdelinger/foreninger vil typisk relatere sig til at få sammensat en portefølje, som er optimal set i forhold til investors risikoprofil og skattemæssige situation. Dette sker ofte i samråd med en rådgiver.

---

# Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt halvårsrapporten for 2010 for Investeringsforeningen BankInvest Virksomhedsobligationer (2 afdelinger).

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

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 25. august 2010.

## Bestyrelse

**Uffe Ellemann-Jensen, formand**

---

**Ingelise Bogason, næstformand**

---

**Bjarne Ammitzbøll**

---

**Villum Christensen**

---

**Ole Jørgensen**

---

## Direktion BI Management A/S

**Christina Larsen**

---

Direktør

---

## Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger med videre og bekendtgørelser fra Finanstilsynet.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2009.

## Ledelsesberetning

### Investeringsprofil

Virksomhedsobligationer investerer i kredit- og virksomhedsobligationer med en høj kreditværdighed, primært i Nordamerika og Europa. Risikoen er begrænset ved, at hele formuen er sikret mod udsving i lokale valutaer. Afkastet er primært påvirket af udviklingen i de virksomheder, som afdelingen investerer i, og udviklingen i det internationale renteniveau. For at minimere kreditrisikoen er porteføljen spredt på cirka 100 forskellige virksomheder, og periodevis kan statsobligationer også udgøre en væsentlig del af porteføljen.

Afdelingen udlodder et årligt udbytte, som ifølge bestemmelser i vedtægterne er på minimum fire kroner pr. investeringsbevis.

Afdelingen er placeret i den gule gruppe, betegnelsen for "moderat risiko", på BankInvests risikoskala. Afdelingen henvender sig til investorer, der som minimum har en investeringshorisont på tre år.

### Benchmark

Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index. Indekset er hedged til DKK.

### Afkast

I forventningsafsnittet til årsrapporten 2009 skrev vi, at 2010 ville opleve en bedring af økonomien, hvilket burde få kreditpræmierne til at falde og de risikofrie renter til at stige. Vi forventede således, at universets effektive rente ville lukke 2010 nogenlunde uforandret (omkring 3,9 procent), og at afdelingen i dette scenarie burde kunne levere et afkast på fire til seks procent. Vi forventede endvidere, at aktivklassen ville outperforme risikofrie statsobligationer, omend usikkerheden var stor.

Vi fik ikke ret i alle forventninger i løbet af første halvår først og fremmest grundet statsgældskrisen i Europa i andet kvartal. Universet leverede et afkast på 4,01 procent, hvorimod afdelingen klarede sig markant bedre med et afkast på 8,40 procent. Halvårets merafkast androg 4,39 procentpoint.

Gode økonomiske nøgletal og fine regnskaber fra langt hovedparten af virksomhederne fik kreditmarkedet til performe stærkt i første og lidt ind i andet kvartal. Universets gennemsnitlige kreditpræmie faldt således fra 1,7 procent primo året til 1,4 procent den 21. april, og på denne dag havde aktivklassen leveret et afkast på fire procent – eller 1,5 procentpoint mere end afkastet på (tyske) statsobligationer. Grækenlands-krisen eskalerede i slutningen af april og betød, at kreditpræmierne steg til cirka 2,1 procent og lukkede halvåret i to procent (+0,3 procentpoint fra årets start). Investorernes flugt til risikofrie (tyske) statsrenter fik renten herpå til at falde til 1,5 procent (-0,7 procentpoint).

Markedet lukkede således halvåret med en gennemsnitlig effektiv rente på 3,5 procent. Krisen betød, at risikofrie (tyske) statsobligationer i første halvår leverede et merafkast til kreditobligationer på 0,7 procent.

Det stærke marked frem til Grækenlands-krisen, hvor nogle af afdelingens mest risikofyldte bankpapirer eksempelvis steg med dobbelt cifrede procentsatser, blev brugt til at reducere risikotagningen. Dette lagde grundstenen for halvårets merafkast, der samtidig blev hjulpet på vej af en markant undervægt af senior bankpapirer og en geografisk undervægt af Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien.

### Formueudvikling

Formuen udgjorde 4.939.589 tusinde kroner pr. 30. juni 2010 mod 4.880.148 tusinde kroner ultimo 2009.

I halvåret er der foretaget nettoemissioner for i alt -99.296 tusinde kroner. Nettovæksten var på 59.441 tusinde kroner.

### Begivenheder efter halvårets afslutning

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

### Forventninger til årets resultat

Forventningerne til et økonomisk opsving fastholdes, men statsgældskrisen i Europa udgør fortsat et betydeligt usikkerhedselement. Vi forventer ikke længere, at de risikofrie renter vil lukke højere end ved årets start. Derimod forventer vi, at kreditpræmierne vil falde tilbage til niveauet ved årets start. Dette bør få universets effektive rente til at lukke året omkring 3,6-3,8 procent, hvorved aktivklassen for hele 2010 bør kunne levere et afkast på 4,6-5,4 procent. Får vi ret, vil aktivklassen outperforme risikofrie statsobligationer i andet halvår.

Grundet risikoreduktionen forventer vi ikke, at afdelingen vil være i stand til at levere samme størrelse merafkast, som der blev realiseret i første halvår.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.10 (t.kr.)	01.01 -30.06.09 (t.kr.)
Renter	116.038	143.607
Kursgevinster og -tab	311.932	233.549
Administrationsomkostninger	27.749	22.433
Resultat før skat	400.221	354.723
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>400.221</b>	<b>354.723</b>

Balance

	30.06.10 (t.kr.)	31.12.09 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
1 Likvide midler	429.811	242.178
1 Obligationer	4.429.324	4.556.375
1 Afledte finansielle instrumenter	12.188	2.531
Andre aktiver	90.601	107.658
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.961.924</b>	<b>4.908.742</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	4.939.589	4.880.148
1 Afledte finansielle instrumenter	22.123	25.904
Anden gæld	212	2.690
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.961.924</b>	<b>4.908.742</b>
3 <b>Femårsoversigt</b>		

## Noter

<b>1 Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	91,34%	95,42%
Øvrige finansielle instrumenter	8,66%	4,58%

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

<b>Kreditværdighed</b>	<b>30.06.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Investment grade AAA-AA	12%	19%
Investment grade A-BBB	77%	72%
Non Investment grade BB-CCC	2%	4%
Ingen rating	0%	0%
Andre inklusiv kontanter	9%	5%

<b>Formue fordelt på lande</b>	<b>30.06.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Frankrig	15%	11%
Storbritannien	9%	11%
USA	9%	9%
Tyskland	8%	9%
Sverige	6%	7%
Andre	53%	53%

<b>2 Medlemmernes formue</b>	<b>30.06.2010</b>		<b>31.12.2009</b>	
	<b>(t.kr.)</b>		<b>(t.kr.)</b>	
	<b>Cirk. Beviser</b>	<b>Formueværd</b>	<b>Cirk. Beviser</b>	<b>Formueværd</b>
Formue primo	6.198.532	4.880.148	5.836.050	3.962.802
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		247.942		233.442
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		6.458		652
Emissioner i året	149.264	117.561	655.351	455.222
Indløsninger i året	271.376	220.485	292.869	219.980
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		3.628		5.858
Udlodningsregulering		0		33.872
Foreslået udlodning		0		247.942
Overført fra resultatopgørelsen		400.221		627.222
<b>Formue ultimo</b>	<b>6.076.420</b>	<b>4.939.589</b>	<b>6.198.532</b>	<b>4.880.148</b>

<b>3 Femårsoversigt</b>	<b>30.06.10</b>	<b>30.06.09</b>	<b>30.06.08</b>	<b>30.06.07</b>	<b>30.06.06</b>
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	400.221	354.723	-76.802	-23.963	-262.457
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.939.589	4.325.617	5.306.154	7.057.157	9.303.928
Cirkulerende andele (t.kr.)	6.076.420	6.197.911	6.136.185	7.661.978	10.095.101
Indre værdi	81,29	69,79	86,47	92,11	92,16
Omkostninger (%)	0,57	0,55	0,57	0,57	0,56
Halvårets afkast (%)	8,40	8,91	-1,37	-0,40	-2,29
Sharpe ratio	-0,24	-	-	-	-

## Ledelsesberetning

### Investeringsprofil

Virksomhedsobligationer Akkumulerende investerer i udenlandske kredit- og virksomhedsobligationer med en høj kreditværdighed, primært i Nordamerika og Europa. Risikoen er yderligere begrænset ved, at hele formuen er sikret mod udsving i lokale valutaer. Afkastet er primært påvirket af udviklingen i de virksomheder, som afdelingen investerer i, samt udviklingen i det internationale renteniveau. Afdelingen er undergivet lagerbeskatningsprincippet og placeret i den gule gruppe, betegnelsen for "moderat risiko", på BankInvests risikoskala.

### Benchmark

Merrill Lynch Global Broad Market Corporate Index. Indekset er hedged til DKK.

### Afkast

I forventningsafsnittet til årsrapporten 2009 skrev vi, at 2010 ville opleve en bedring af økonomien, hvilket burde få kreditpræmierne til at falde og de risikofrie renter til at stige. Vi forventede således, at universets effektive rente ville lukke 2010 nogenlunde uforandret (omkring 3,9 procent), og at afdelingen i dette scenarie burde kunne levere et afkast på fire til seks procent. Vi forventede endvidere, at aktivklassen ville outperforme risikofrie statsobligationer, omend usikkerheden var stor.

Vi fik ikke ret i alle forventninger i løbet af første halvår først og fremmest grundet statsgældskrisen i Europa i andet kvartal. Universet leverede et afkast på 4,01 procent, hvorimod afdelingen klarede sig markant bedre med et afkast på 7,59 procent. Halvårets merafkast androg 3,58 procentpoint.

Gode økonomiske nøgletal og fine regnskaber fra langt hovedparten af virksomhederne fik kreditmarkedet til performe stærkt i første og lidt ind i andet kvartal. Universets gennemsnitlige kreditpræmie faldt således fra 1,7 procent primo året til 1,4 procent den 21. april, og på denne dag havde aktivklassen leveret et afkast på fire procent – eller 1,5 procentpoint mere end afkastet på (tyske) statsobligationer. Grækenlands-krisen eskalerede i slutningen af april og betød, at kreditpræmierne steg til cirka 2,1 procent og lukkede halvåret i to procent (+0,3 procentpoint fra årets start). Investorenes flugt til risikofrie (tyske) statsrenter fik renten herpå til at falde til 1,5 procent (-0,7 procentpoint). Markedet lukkede således halvåret med en gennemsnitlig effektiv rente på 3,5 procent. Krisen betød, at risikofrie (tyske) statsobligationer i første halvår leverede et merafkast til kreditobligationer på 0,7 procent.

Det stærke marked frem til Grækenlands-krisen, hvor nogle af afdelingens mest risikofyldte bankpapirer eksempelvis

steg med dobbelt cifrede procentsatser, blev brugt til at reducere risikotagningen. Dette lagde grundstenen for halvårets merafkast, der samtidig blev hjulpet på vej af en markant undervægt af senior bankpapirer og en geografisk undervægt af Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien.

### Formueudvikling

Formuen udgjorde 327.802 tusinde kroner pr. 30. juni 2010 mod 296.986 tusinde kroner ultimo 2009.

I halvåret er der foretaget nettoemissioner for i alt 8.056 tusinde kroner. Nettovæksten var på 30.816 tusinde kroner.

### Begivenheder efter halvårets afslutning

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

### Forventninger til årets resultat

Forventningerne til et økonomisk opsving fastholdes, men statsgældskrisen i Europa udgør fortsat et betydeligt usikkerhedselement. Vi forventer ikke længere, at de risikofrie renter vil lukke højere end ved årets start. Derimod forventer vi, at kreditpræmierne vil falde tilbage til niveauet ved årets start. Dette bør få universets effektive rente til at lukke året omkring 3,6-3,8 procent, hvorved aktivklassen for hele 2010 bør kunne levere et afkast på 4,6-5,4 procent. Får vi ret, vil aktivklassen outperforme risikofrie statsobligationer i andet halvår.

Grundet risikoreduktionen forventer vi ikke, at afdelingen vil være i stand til at levere samme størrelse merafkast, som der blev realiseret i første halvår.

Resultatopgørelse

	01.01 -30.06.10 (t.kr.)	01.01 -30.06.09 (t.kr.)
Renter	7.337	8.469
Kursgevinster og -tab	17.254	10.887
Administrationsomkostninger	1.831	1.475
Resultat før skat	22.760	17.881
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>22.760</b>	<b>17.881</b>

Balance

	30.06.10 (t.kr.)	31.12.09 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
1 Likvide midler	32.508	16.957
1 Obligationer	289.958	274.342
1 Afledte finansielle instrumenter	4	19
Andre aktiver	6.704	7.555
<b>Aktiver i alt</b>	<b>329.174</b>	<b>298.873</b>
<b>Passiver</b>		
2 Medlemmernes formue	327.802	296.986
1 Afledte finansielle instrumenter	1.350	1.865
Anden gæld	22	22
<b>Passiver i alt</b>	<b>329.174</b>	<b>298.873</b>
3 <b>Femårsoversigt</b>		

## Noter

1 <b>Finansielle Instrumenter</b>	<b>30.06.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	90,30%	94,78%
Øvrige finansielle instrumenter	9,70%	5,22%

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

<b>Kreditværdighed</b>	<b>30.06.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Investment grade AAA-AA	8%	17%
Investment grade A-BBB	80%	74%
Non Investment grade BB-CCC	2%	3%
Ingen rating	0%	0%
Andre inklusiv kontanter	10%	6%

<b>Formue fordelt på lande</b>	<b>30.06.2010</b>	<b>31.12.2009</b>
Frankrig	15%	11%
USA	10%	10%
Storbritannien	8%	10%
Holland	6%	4%
Norge	6%	4%
Andre	55%	61%

2 <b>Medlemmernes formue</b>	<b>30.06.2010</b>		<b>31.12.2009</b>	
	<b>(t.kr.)</b>		<b>(t.kr.)</b>	
	<b>Cirk. Beviser</b>	<b>Formueværd</b>	<b>Cirk. Beviser</b>	<b>Formueværd</b>
Formue primo	300.345	296.986	304.825	249.845
Emissioner i året	23.000	23.603	45.330	40.430
Indløsninger i året	15.240	15.982	49.810	42.023
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		435		705
Overført fra resultatopgørelsen		22.760		48.029
<b>Formue ultimo</b>	<b>308.105</b>	<b>327.802</b>	<b>300.345</b>	<b>296.986</b>

3 <b>Femårsoversigt</b>	<b>30.06.10</b>	<b>30.06.09</b>	<b>30.06.08</b>	<b>30.06.07</b>	<b>30.06.06</b>
Halvårets nettoresultat (t.kr.)	22.760	17.881	-3.068	-1.585	-5.238
Medlemmernes formue (t.kr.)	327.802	252.546	306.701	234.805	166.606
Cirkulerende andele (t.kr.)	308.105	285.855	309.595	234.845	172.285
Indre værdi	106,39	88,35	99,07	99,98	96,70
Omkostninger (%)	0,58	0,59	0,54	0,56	0,47
Halvårets afkast (%)	7,59	7,40	-1,03	-0,70	-3,18
Sharpe ratio	-0,14	-	-	-	-

# Handelsomkostninger

I årsrapporten 2009 anvendes følgende metode. Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning indregnes direkte i medlemmernes formue. Beløbet opgøres, som den andel af bruttohandelsomkostningerne, som forholdsmæssigt kan henføres til omsætningen i forbindelse med emission og indløsning beregnet på grundlag af de omsætningstal, som indgår i beregningen af omsætningshastigheden.

Den beløbsmæssige betydning for sammenligningstallene pr. 30. juni 2009 er vist nedenfor.

I kolonnerne "Før" er vist de tal, der fremgik af halvårsrapporten for 2009. I kolonnerne "Tilpasset" er vist de sammenligningstal som er anført i halvårsrapporten for 2010.

t.kr.	Halvårets resultat	
	Før	Tilpasset
<b>Investeringsforeningen BankInvest I</b>		
Afdeling Danmark	286.110	286.110
Afdeling Højrentelande	1.669.428	1.667.191
Afdeling Asien	824	802
Afdeling Korte Obligationer Akkumulerende	23.430	23.339
Afdeling Korte Danske Obligationer	85.872	85.467
Afdeling Korte Danske Obligationer Pension & Erhverv	101.404	101.230
Afdeling Latinamerika	141.859	141.057
Afdeling New Emerging Markets Aktier	78.214	78.077
Afdeling Udenlandske Obligationer	18.785	18.637
<b>Investeringsforeningen BankInvest II</b>		
Afdeling Globalt forbrug	32.255	31.798
Afdeling Lange Danske Obligationer	-34.830	-34.913
Afdeling Lange Danske Obligationer Pension & Erhverv	32.085	31.931
Afdeling Virksomhedsobligationer, variabelt udbytte	67.349	67.527
Afdeling Højrentelande, lokalvaluta	129.636	129.373
Afdeling Højrentelande Akkumulerende	157.003	156.542
<b>Investeringsforeningen BankInvest IV</b>		
Afdeling Global Equities (Ethical Screening)	49.222	48.911
Afdeling Basis	186.312	185.652
Afdeling Pension Basis	160.380	159.153
Afdeling Europæiske Aktier	22.698	22.565
Afdeling Pension Europæiske Aktier	21.255	20.802
Afdeling Østeuropa	66.009	65.906
<b>Specialforeningen BankInvest Globale Indeksobligationer</b>	19.417	19.390
<b>Investeringsforeningen BankInvest Virksomhedsobligationer</b>		
Afdeling Virksomhedsobligationer	353.471	354.723
Afdeling Virksomhedsobligationer Akkumulerende	18.324	17.881
<b>Investeringsinstituttforeningen BankInvest Mix</b>		
Afdeling Mix 70+	17.315	17.315
<b>BI Private Equity</b>	6.598	6.597
<b>Hedgeforeningen BI Stabil</b>	34.323	34.322