

INVESTERINGSFORENINGEN

*Nielsen Global Value*

**Årsrapport for 2011**



# Årsrapport 2011



## **Indhold:**

<b>Foreningsoplysninger</b> .....	4
<b>Forord</b> .....	5
<b>Ledelsesberetning for 2011</b> .....	10
Bestyrelse og Direktion.....	14
<b>Påtegninger</b>	
Ledespåtegning.....	15
Den uafhængige revisors erklæringer .....	16
<b>Årsregnskab</b>	
Anvendt regnskabspraksis .....	18
Resultatopgørelse .....	22
Balance.....	23
Noter .....	24
<b>Supplerende information</b>	
Fondsbørsmeddelelser.....	26
Finanskalender .....	26

Foreningens ordinære generalforsamling  
afholdes den 19. april 2012 kl. 15.00  
Sinatur Hotel Frederiksdal, Frederiksdalsvej 360 i Kgs. Lyngby

# Foreningsoplysninger

## **Investeringsforeningen Nielsen Global Value**

c/o BI Management A/S  
Sundkrogsgade 7  
Postboks 2672  
2100 København Ø

CVR nr. 26 58 41 40  
Fondskode: DK001029126-9

### **Bestyrelse:**

Kim Håkonsson, formand  
Merete Addis, næstformand  
Peter Pilsborg

### **Investeringsforvaltningsselskab:**

BI Management A/S

### **Investeringsrådgiver**

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S  
Østergade 20, 1 th  
3600 Frederikssund  
nielsen@nielsen-capitalmanagement.dk

### **Revision:**

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

### **Depotselskab:**

Ringkjøbing Landbobank A/S

# Forord

Af Direktør Ole Nielsen, rådgiver for Investeringsforeningen Nielsen Global Value

## Kære Investorer og Partnere

Indre værdi pr. investeringsbevis faldt i 2011 med 7,07%. Jeg er naturligvis ikke tilfreds med afkastet, hverken i absolut forstand, eller sammenlignet med afkastet for de generelle aktiemarkeder, målt ved MSCI World Index på -2,64%. Dette indsnævrer marginen mellem foreningens og MSCI World Index's langsigtede afkast, og endnu værre; nedbringer vores langsigtede absolutte pro anno afkast. Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2011 ligger afkastet på 6,92% pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 2,54%. Foreningens selskaber er undervurderede og har til trods for de faldende aktiekurser i 2011 opbygget værdi, hvorfor vi forventer, at denne værdistigning på et senere tidspunkt vil materialisere sig i selskabernes markedsværdi.

Den primære årsag til det negative resultat og det noget lavere resultat i forhold til de generelle aktiemarkeder i regnskabsåret 2011 er vores store eksponering til den finansielle sektor. Nordea Bank og Ringkjøbing Landbobank, som er blandt vores største positioner, er, til trods for meget stærke balancer og god underliggende forretning, faldet i værdi i sympati med faldende kurser på banker generelt.

Vores relativt store eksponering til de japanske skadeforsikringselskaber har også bidraget negativt til afkastet. Sektoren bliver økonomisk ramt af 2 meget væsentlige katastrofer; jordskælvet ud for Japans østkyst i marts måned og de store oversvømmelser i Thailand i oktober og november. Samtidig er det japanske aktiemarked faldet med godt 17%, hvilket medfører en lavere værdisætning i selskabernes meget store aktiebeholdninger. Yderligere har selskabernes eksponering til sydeuropæisk gæld skabt en del usikkerhed. Tager man udviklingen af markedsværdien i betragtning er alt tilsyneladende gået galt for disse selskaber i 2011. Samlet set afspejler den meget negative kursudvikling ikke den fundamentale udvikling. Maksimum pessimisme!

I august måned, da aktiemarkederne faldt noget tilbage, foretog foreningen en ny investering i det amerikanske selskab Thor Industries. Foreningen nåede ikke at bygge en fuld position op i selskabet, før markedsværdien begyndte at stige igen, men det til trods, har Thor alligevel bidraget til at trække foreningens afkast i positiv retning. Thor er på mange måder, nøjagtig hvad jeg søger, og jeg præsenterer selskabet nedenfor.

## Foreningens investeringer

Jeg begyndte i årsrapporten for 2010 at sammenholde den investerede del af porteføljens markedsværdi med mit estimat for den forretningsmæssige værdi på de enkelte selskaber. Således vil investor være i stand til at se graden af porteføljens undervurdering – man kan sige porteføljens sikkerhedsmargin – såvel som følge udviklingen i denne over årene. Ultimo 2011 estimerer jeg, at porteføljens selskaber har en markedsværdi på knap 48% af den forretningsmæssige værdi. En så stor undervurdering peger på begrænset risiko for permanent tab af kapital. Dog skal der ses bort fra den fremtidige valutaviske påvirkning af porteføljen.

Forretningsmæssig værdi er ikke et præcist beløb. Man skal naturligvis holde sig for øje, at der knytter sig en vis usikkerhed og subjektivitet til en beregning af forretningsmæssig værdi. Jeg gør altid en sådan værdi op som et niveau, men har til denne beregning taget den nedre del af dette niveau. Porteføljen er vægтет ud fra, hvor stor vores investering er i det enkelte selskab.

Jeg er tilhænger af en koncentreret portefølje og vi har 20 selskaber i porteføljen. De 5 største positioner udgjorde 38,9% af porteføljen og de 10 største positioner udgjorde 62,4%. Med så få selskaber kan afkastet i foreningen fra år til år afvige markant fra de generelle aktiemarkeder målt ved MSCI. Endog også i længere perioder. Selvom vores mål er at skabe absolut afkast, håber og forventer jeg, at en akkumulering af afvigelser på langt sigt vil være til vores fordel.

Nedenfor fremgår de 10 største positioner med størrelsen angivet som procent af foreningens formue.

<i>Navn</i>	<i>Størrelse af formue</i>
Fairfax Financial Holdings, Ltd.	9,4%
Nordea Bank AB	9,1%
Ringkjøbing Landbobank A/S	8,3%
NKSJ Holdings Inc.	7,1%
Alleghany Corp.	5,0%
Fukuda Denshi Co. Ltd. .	4,8%
Aller Holding A/S	4,8%
Nestlé SA	4,7%
Nippon Television Network Corp.	4,6%
Wellpoint, Inc.	4,6%

Finansielle selskaber – her med min definition, – udgør en relativ stor andel med 56,4%. 7 forsikrings-selskaber, som tilsammen udgør 39,0% og 2 banker, der udgør 17,4%. Resten af aktieporteføljen på 35,8% af formuen, repræsenteres af andre brancher. Som en bemærkning skal dog nævnes at St. Joe Co., der officielt indeholdes i kategorien, udelades af undertegnede, og Wellpoint, der officielt udelades af kategorien, indføres af undertegnede.

Grundet en så koncentreret portefølje kan der opstå situationer, hvor stigninger i enkelte selskabers aktiekurser, eller tilhørende valutakurser forårsager brud på 5 – 10 – 40%’s reglen. Reglen siger, at foreningen ikke må have mere end 10% af formuen i én position, og de positioner, der udgør mellem 5% og 10% må ikke tilsammen udgøre mere end 40%. Når dette sker, tilrettes porteføljen. Foruden disse små-tilretninger har foreningen i årets løb ikke afhændet nogen selskaber.

### **Forsikringsvirksomhed**

Forsikrings-selskaber udgør den største enkeltsektor i foreningens portefølje. De har alle fundet vej til porteføljen på grund af undervalueret. Men der er forskel på de enkelte selskabers karakteristika. Alleghany, Fairfax Financial Holdings og Sampo har en målsætning om på lang sigt at maksimere indre værdi pr. aktie. Wellpoints målsætning er, at skabe aktionærværdi ved fokusering på cash-flow. MS&AD Insurance Group Holdings, NKSJ Holdings og Tokio Marine Holdings er selskaber, som er prisfastsat i aktiemarkedet til værdier, der ligger langt under deres værdi for likvidation. De er samtidig pænt overkapitaliserede.

### **Alleghany**

Som jeg anførte i årsrapporten for 2010 er der stadig overkapacitet i det amerikanske forsikringsmarked. Men de lave amerikanske renter, sydeuropæiske landes besværligheder ved refinansiering af lån, uro på aktiemarkedene og en mindre og mindre mulighed for tilbageførsel af tidligere hensættelser i nuværende indtjening, har medført en stabiliserende prisen i forsikringsmarkedet. Der er begyndende tegn på, at en vending muligvis er indtruffet, hvilket både Fairfax og Alleghany, med deres gode soliditet, vil nyde godt af.

Jeg har tidligere omtalt Fairfax en hel del. Og med rette. Selskabets ledelse har udvist en formidabel evne til at kunne forøge egenkapital pr. aktie. Denne gang vil jeg omtale vores investering i Alleghany. Alleghany kan betegnes som en mini udgave af Fairfax og Warren Buffett’s Berkshire Hathaway. Disse selskabers filosofi/strategi er: Forsikringsvirksomhed er lig investeringsvirksomhed. På samme måde som disse selskaber, er det Alleghany’s strategi på lang sigt at forøge indre værdi pr. aktie ved at udnytte ”floatet”, eller policetagernes kapital til investering med absolut afkast for øje. Alleghany formulerer deres målsætning således:

”Our objective is to create stockholder value through the ownership and management of a small group of operating subsidiaries and investments, anchored by a core position in property and casualty insurance.”

I november 2011 annoncerede Alleghany en fusion med Transatlantic Holdings, der i 2010 var det syvendestørste genforsikringsselskab i verden. Denne transaktion er af stor strategisk betydning for Alleghany, og selskaberne passer godt sammen. Alleghany har en god investeringsekspertise og en stærk kultur for kun at tegne profitabel forsikring. Transatlantic kommer med policetager-kapital og har ligeledes en stærk kultur for profitabel forsikringsdrift.

Alleghany fortsætter som holdingselskab, hvor Transatlantic fortsætter som selvstændigt datterselskab med eksisterende ledelse. Som direktør for Alleghany’s samlede forsikringsaktiviteter ansættes Joseph P. Brandon, der tidligere var direktør for Berkshire Hathaway’s General Re Corp. En yderst kompetent og erfaren leder indenfor genforsikring.

Såfremt transaktionen gennemføres forvandles Alleghany til et noget større selskab med større investeringsmæssig gearing. Værdipapirinvesteringer pr. aktie kommer til at ligge på USD 1.036,25 mod en markedskurs på USD 285,25. Egenkapitalen pr. aktie kommer til at ligge på USD 350,34 pr. aktie, hvilket tilsiger en markedsværdi på 81% af egenkapitalen. En discount for et godt selskab med god ledelse på et tidspunkt, hvor forsikringscyklen, efter år med faldende priser, begynder at vise stabilisering.

### **Bankvirksomhed**

Vores investeringer i de meget gode banker – Nordea Bank og Ringkjøbing Landbobank – har været med til at trække vores afkast ned i 2011. I sympati med faldende kurser på banker både i Danmark og internationalt, er markedsværdierne på Nordea og Ringkjøbing Landbobank også faldet. Fundamentalt ser det anderledes ud, idet disse to banker i 2011 har øget deres forretningsmæssige værdi, både håndfast i form af egenkapital og i form af skærpet konkurrencefordel.

Der er ingen tvivl om, at den europæiske økonomi er presset og at enkelte lande er i meget store økonomiske vanskeligheder. Den tyngende offentlige gæld og fortsatte budgetunderskud har en ualmindelig stor negativ påvirkning på Europas vækstmuligheder, herunder også Danmarks. Derfor opererer Nordea og Ringkjøbing Landbobank selvsagt i markeder med en vis økonomisk modvind. De dårlige konjunkturer medfører øgede hensættelser til lån, og samtidig foretages en meget stor opsparing i samfundet, som har en negativ påvirkning på selskabernes vækst i udlån.

Nordea og Ringkjøbing Landbobank har modsat mange andre banker udvist god bonitet i deres kreditter. Derfor står de i en yderst gunstig situation. Hvor andre banker i dagens meget svære marked må afvise kunder, har både Nordea og Ringkjøbing Landbobank kapacitet til at vokse og kan samtidig være kræsne. Selvom det ikke ses af nuværende kursværdi, så står de ualmindeligt stærkt. Med tilsammen 17,4% udgør de begge en meget stor andel af foreningens formue.

### **Anden virksomhed**

Vores investeringer udenfor den finansielle sektor er fordelt på 11 selskaber i meget varierende brancher og størrelser. Jeg vil helst investere i kvalitetsvirksomheder, men når jeg ikke kan finde nogle favoritinvesteringer, vil jeg foretage investeringer i ordinære selskaber. Det er klart, at jeg forventer, at foreningens investeringer i ordinære selskaber har større sandsynlighed for positivt investeringsafkast end tab. Men jeg må også konstatere at de ikke indeholder samme sandsynlighed for afkast, som eksisterer i kvalitets-selskaber købt til meget lave priser. I 2011 foretog foreningen en investering i Thor Industries, der er prototypen på, hvad jeg søger til foreningen. Thor er med en markedsandel på 37% den største

producent i Nordamerika af campingvogne, trailere og busser. I 2010 købte Thor den næststørste producent af ambulancer, der har en markedsandel på 15%.

Thor "etableredes" d. 29. august 1980 ved, at Wade F. B. Thompson og Peter B. Orthwein købte selskabet Airstream, der også var navnet på det mest kendte varemærke i RV branchen. Til trods for det ærværdige image, led selskabet under den økonomiske afmatning i slutningen af 70'erne. De nye ejere/ledere fokuserede på at øge kvaliteten af produktet og skære omkostningerne til, således at selskabet allerede året efter blev overskudsgivende.

Thor har været overskudsgivende lige siden, men endnu vigtigere; selskabet har også i mange år udvist en meget høj profitabilitet og rentabilitet. De sidste 17 år har Thor haft et afkast på investeret kapital (ROCE) på 45,2% pro anno. De sidste 10 år ligger ROCE på 51,7% pro anno. Trækker man Thor's kassebeholdning ud af egenkapitalen, har de formået at generere en egenkapitalforrentning de sidste 17 år på 26,9% pro anno og de sidste 10 år på 30,4% pro anno. Som det kan anes har Thor ikke stor kapitalbinding og er da også mere, hvad man kan betegne som en "samler af" dele til det færdige produkt. Således har Thor kunne vokse sig til den største producent i verden og samtidig kunne distribuere en stor del af sit løbende overskud ud til aktionærerne i form af kontanter. Thor har en simpel aflønningsfilosofi, som hovedsagligt bygger på kontant kompensation uden maksimum målt på før skat indtjening.

Salget af campingvogne og trailere er konjunkturafhængig og i perioder med økonomisk afmatning tjener Thor naturligvis færre penge. Dette er også tilfældet i nuværende krise, hvor både antal stk. og pris pr. stk. er lavere end tidligere. Men selv på denne konjunkturbetingede lavere indtjening kunne foreningen investere til en meget attraktiv markedsværdi. Thor har ingen gæld, men derimod en kassebeholdning på knap 20% af markedsværdien. Reguleres for denne, investerede foreningen til 6,4 gange selskabets driftsindtjening i regnskabsåret 2011. Markedsværdien modsvarer under 5 gange, hvad jeg forventer Thor vil være i stand til at tjene før skat i et mere normalt marked.

I Thor finder vi kompetent ledelse, et nemtforståeligt produkt, meget høj profitabilitet, meget høj rentabilitet og ingen gearing. De fleste ønsker at kunne investere i kvalitetsvirksomheder. Det ønsker jeg også. Men det er vigtigt for mig, at markedsværdien samtidig er meget lav.

### **Målsætning**

Det er vores økonomiske mål at maksimere den langsigtede gennemsnitlige egenkapitalforrentning pr. år under hensyntagen til lav risiko for permanent tab af kapital. Vi måler ikke foreningens økonomiske succes i størrelsen af foreningens formue. Vores fokus på værdiforøgelse over tid skal opfyldes ved investering i undervurderede og velkapitaliserede selskaber hjemmehørende nationalt såvel som internationalt.

Vi forsøger at nå dette mål ved investering i både kvalitetsselskaber og ordinære selskaber. Vi vil foretrække en portefølje med kvalitetsselskaber, idet disse selskaber på sigt øger deres forretningsmæssige værdi betydeligt. Kvalitetsselskaber er selskaber med karakteristika som førende indenfor sit felt, højt afkast på investeret kapital, likviditetsgenererende, aktionær orienterede og stærke ledelser. Fælles for alle gælder, at vi skal have en meget stor sikkerhedsmargin, før vi investerer. Det er således ikke nok for os, at et givent kvalitetsselskab handles til en relativ "fair" pris. Det betyder, at der går længere tid før vi "sparker til bolden", men det vil alt andet lige også betyde en lavere omsætningshastighed i foreningen.

Har vi investeret med en stor sikkerhedsmargin, har vi intet imod, at markedsprisen falder yderligere, da vi kan addere til vores investering med større sikkerhedsmargin. Ultimativt vil vi blive begunstiget af en markedspris, som reflekterer den forretningsmæssige værdi. Vi vil ikke bekymre os om den kvartalsvise eller årlige kursudvikling, men fokuserer i stedet på, hvilke handlinger i dag vil maksimere langsigtet værdi.

**Andre forhold**

Jeg vil gerne takke foreningens investorer for den tillid, der udvises foreningen såvel som undertegnede. Jeg ser frem til at møde jer på generalforsamlingen, som bliver afholdt den 19. april 2012, kl. 15.00 på Sinatur Frederiksdal Hotel i Kgs. Lyngby. Størrelsen af dividenden for regnskabsåret 2011 ligger på 6,50 kroner, som går fra i kursen dagen efter generalforsamlingens afholdelse.

Hvis I har spørgsmål af nogen art eller, hvis der er ting i ovenstående, som er uklare, er I altid velkomne til at kontakte mig.

Januar 2012.

Med venlig hilsen

Nielsen Capital Management Fondsmæglerselskab A/S

*Ole Nielsen*

# Ledelsesberetning for 2011

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Nielsen Global Value har på et bestyrelsesmøde i dag behandlet og godkendt årsrapporten for 2011, hvilken herved fremlægges.

Investeringsforeningen Nielsen Global Value investerer internationalt i aktievirksomheder. Det er foreningens målsætning at opnå en høj langsigtet egenkapitalforrentning per år under hensyntagen til en lav risiko for permanent tab af kapital. Investeringerne vælges efter valueprincippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Dette kaldes også for sikkerhedsmarginen. Ved at fokusere på en stor sikkerhedsmargin reduceres risikoen for permanent tab af kapital.

Nettoresultatet udgør -63.314 t.kr., hvilket svarer til et afkast på -7,07%. De generelle aktiemarkeders samlede afkast målt ved MSCI World Index udgjorde -2,64%. Afkastet anses ikke for tilfredsstillende, men skal ses i lyset af, at foreningen investerer langsigtet efter valueprincippet: Fra foreningens etablering i juli 2002 og til ultimo 2011 ligger afkastet på 6,92% pro anno mod et pro anno afkast for MSCI World Index i samme periode på 2,54%. Foreningens resultat sammenlignet med de generelle markeder ligger under det forventede udtrykt i halvårsrapporten for 2011. Det skyldes en generel overvægt i finansielle selskaber og en overvægt i Japan, som begge havde det svært i perioden.

Som forventet i årsrapporten for 2010 og igen i halvårsrapporten for 2011 var det de store budgetunderskud og den store gæld, der især tyngede aktiemarkedene i løbet af 2011. Specielt i anden halvdel af året opstod der uro om refinansiering af en række sydeuropæiske landes statsgæld.

Året 2011 startede ellers positivt og kursstigningerne på aktiemarkedene fortsatte frem til medio februar, hvor Jasmin-revolutionen i Tunesien bredte sig til flere arabiske lande. I marts blev verden ramt af et stort chok, da et kraftigt jordskælv ramte Japan. Skælvet udløste en tsunami med voldsomt ødelæggende konsekvenser for indbyggere i det østlige Japan og for atomkraftværket i Fukushima. Ødelæggelserne fra denne naturkatastrofe skabte imidlertid også betydelige forstyrrelser i forsyningskæden for den globale industri. Mange underleverandører, til for eksempel den globale bilindustri, lå i den del af Japan og det medførte forsinkelser og produktionsnedgange over hele verden.

Den europæiske bank- og statsgældskrise eskalerede efter, at statslederne på EU-topmødet den 21. juli besluttede, at den private sektor skulle tage et tab på cirka 50% i forbindelse med en restrukturering af den græske gæld. Fra politisk side havde man undervurderet, hvor meget den græske restrukturering ville smitte af på de andre obligationsmarkeder. I efteråret kom en række tiltag og politiske initiativer i Europa, men det lykkedes først mod slutningen af året, at etablere lidt mere ro på markederne.

Den mistede tillid til den politiske håndtering af krisen, trak de økonomiske forventninger til den europæiske vækst markant ned. Ved indgangen til 2011 var forventningerne til den økonomiske vækst i Eurozonen i 2012 på 1,8%. Ultimo 2011 var dette estimat således reduceret til nul. Den amerikanske økonomi synes derimod at have klaret sig gennem 2011 uden større rystelser fra den europæiske bank- og gældskrise. Beskæftigelsesvæksten er gennem året blevet mere robust og bredere forankret, boligmarkedet er begyndt at vise livstegn og privatforbruget ser stadig stærkere ud.

Selv om de globale aktiemarkeder rettede sig mod slutningen af året, sluttede de alligevel med et mindre fald. Dette dækker over en næsten uændret udvikling i USA samt større fald i Europa og Asien.

## 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 noterede instrumenter, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende. Instrumenterne værdiansættes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien.

### **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.

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

- Investeringsmarkederne
- Investeringsbeslutningerne
- Driften af foreningen

### **Risici knyttet til investeringsmarkederne**

Afkastet i investeringsforeningen bliver naturligvis påvirket af alle de risici, som knytter sig til investeringsmarkederne. Disse risikoelementer er f.eks. udviklingen i de økonomiske konjunkturer og politiske forhold både lokalt og globalt, valutarisici, renterisici og kreditrisici.

Hver af disse risikofaktorer håndterer foreningen inden for de givne rammer: Eksempler på risikostyringselementer er rådgivningsaftalen og investeringspolitikker, interne kontroller, lovgivningens krav om risikospredning samt adgangen til at anvende afledte finansielle instrumenter.

### **Risici knyttet til investeringsbeslutningerne**

Foreningen er aktivt styret med en koncentreret portefølje af relativt få selskaber, hvorfor risikoen for markante kursudsving er høj. På risikoindekset er afdelingen placeret i kategori 5.

Investeringerne vælges efter valueprincippet. Det vil sige, at man kun køber aktier i virksomheder, som handles til priser på børsen, der vurderes til at ligge væsentligt under deres reelle værdi. Investeringsstrategien medfører en porteføljesammensætning, som ofte afviger betydeligt fra det generelle aktiemarked.

Dette i modsætning til passivt styret foreninger og afdelinger - også kaldet indeksbaseret - hvor investeringerne er sammensat, så de følger det valgte indeks. Derved kan investor forvente, at afkastet i store træk svarer til udviklingen i indekset. Afkastet vil dog typisk være lidt lavere end udviklingen i det valgte indeks, fordi omkostningerne trækkes fra i afkastet.

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

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

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

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

Investeringsforvaltningsselskabet 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.

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

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

For yderligere oplysninger henvises til det gældende prospekt og Central Investorinformation. Disse kan downloades fra [www.nielsencapitalmanagement.com](http://www.nielsencapitalmanagement.com).

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.

### **Eksponering mod udlandet:**

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

### **Valuta:**

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

### **Selskabsspecifikke forhold:**

Værdien af en enkelt aktie 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 foreningen på investeringstidspunktet kan investere op til 10 pct. i et enkelt selskab, kan værdien af foreningen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt.

**Nye markeder/emerging markets:**

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

**Særlige risici ved aktieforeninger****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 for eksempel udvikling af nye produkter. En del af en forenings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere.

**Samfundsansvar**

Foreningen har ikke en politik for samfundsansvar.

**Udlodning**

Der udloddes 6,50 kr. pr. bevis for 2011.

**Begivenheder efter regnskabsårets afslutning**

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

**Forventninger til 2012**

Bestyrelsen forventer fortsat stor usikkerhed omkring den økonomiske udvikling. USA's og mange europæiske landes offentlige gæld og store budgetunderskud vil præge den politiske udvikling med fokus på besparelser. Dette vil have en negativ indflydelse på væksten og vil for nogle landes vedkommende medføre recession. Bestyrelsen forventer således også i 2012 en meget uensartet tendens med stor volatilitet på aktiemarkederne. Afkastet forventes dog at være positivt for hele 2012 i niveauet 5-10%.

Bestyrelsen

# Ledelsesberetning, fortsat

## Bestyrelse og Direktion

Om bestyrelsesmedlemmer og direktion i Investeringsforeningen Nielsen Global Value er følgende ledelseshverv oplyst

### Bestyrelse

#### **Kim Håkonsson, formand**

Formand i bestyrelsen for:  
N.I.S.H. Forsikringservice A/S

#### **Merete Addis, næstformand**

#### **Peter Pilsborg**

### Direktion

BI Management A/S

#### **Christina Larsen, direktør**

Næstformand for:  
BISA S.A.

Direktør for:  
BI Management A/S

#### **Michael Hovard Ekmann, vicedirektør**

Formand i bestyrelsen for:  
R&H A/S

Bestyrelsens valgperiode er reguleret ifølge foreningens vedtægter på følgende måde:

Medlemmerne vælges for 4 år ad gangen. Genvalg kan finde sted.

Ethvert medlem af bestyrelsen afdækker senest på generalforsamlingen efter udløbet af det regnskabsår, hvori vedkommende fylder 70 år, medmindre generalforsamlingen bestemmer andet.

Bestyrelsens medlemmer modtager et årligt honorar, der godkendes af generalforsamlingen.

Foreningens samlede bestyrelseshonorar udgjorde i 2011: 180 t.kr. (2010: 120 t.kr.)

# Ledespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2011 for Investeringsforeningen Nielsen Global Value.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

Årsregnskabet for foreningen giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 21. marts 2012

## Bestyrelse

---

Kim Håkonsson  
Formand

---

Merete Addis  
Næstformand

---

Peter Pilsborg

## Direktion BI Management A/S

---

Christina Larsen  
Direktør

---

Michael Hovard Ekmann  
Vicedirektør

# Den uafhængige revisors erklæringer

## *Til medlemmerne i Investeringsforeningen Nielsen Global Value*

### **Påtegning på årsregnskabet**

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen Nielsen Global Value for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011, der omfatter anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger mv.

### **Ledelsens ansvar for årsregnskabet**

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

### **Revisors ansvar**

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

En revision omfatter udførelse af revisionshandlinger for at opnå revisionsbevis for beløb og oplysninger i årsregnskabet. De valgte revisionshandlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, som er relevant for foreningens udarbejdelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede. Formålet hermed er at udforme revisionshandlinger, der er passende efter omstændighederne, men ikke at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere vurdering af, om ledelsens valg af regnskabspraksis er passende, om ledelsens regnskabsmæssige skøn er rimelige samt den samlede præsentation af årsregnskabet.

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### **Konklusion**

Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 31. december 2011 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger mv.

**Udtalelse om ledelsesberetningen**

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

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

København, den 21. marts 2012

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

---

Anders Gjelstrup  
Statsautoriseret revisor

---

Per Rolf Larssen  
Statsautoriseret revisor

# Anvendt regnskabspraksis

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., herunder bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2010.

## Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

## Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilfalde den enkelte afdeling, og aktivets værdi kan måles pålideligt.

Forpligtelser indregnes i balancen, når den enkelte afdeling som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fragå afdelingen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen. Finansielle instrumenter består af finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver udgøres af likvide beholdninger, kapitalandele og afledte finansielle instrumenter samt mellemværender ved handelsafvikling. Finansielle forpligtelser består af afledte finansielle instrumenter og mellemværender ved handelsafvikling.

Måling efter første indregning sker som beskrevet for hver enkelt regnskabspost nedenfor.

Ved indregning og måling tages hensyn til forudsigelige risici og tab, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen.

I resultatopgørelsen indregnes indtægter i takt med, at de indtjenes, mens omkostninger indregnes med de beløb, der vedrører regnskabsåret. Værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser indregnes i resultatopgørelsen som kursgevinster og -tab.

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Kapitalandele, obligationer, afledte finansielle instrumenter, likvide midler, tilgodehavender og gæld i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som GMT 1600 valutakursen.

Valutakursdifferencer, der opstår mellem transaktionsdagens kurs og kursen på betalingsdag, indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet anskaffelsestidspunktet indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

## Resultatopgørelse

### Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter på indestående i pengeinstitutter.

Aktieudbytter indtægtsføres på tidspunktet for udbyttets vedtagelse på det udbyttebetalende selskabs generalforsamling.

### Kursgevinster og -tab

I resultatopgørelsen medtages såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og -tab på valutakonti og kapitalandele. Realiserede kursgevinster og -tab på kapitalandele opgøres som

forskellen mellem dagsværdien på salgstidspunktet fratrukket dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt kapitalandelen er anskaffet i regnskabsåret.

### **Handelsomkostninger**

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger med videre ved handel med finansielle instrumenter.

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

### **Administrationsomkostninger**

Foreningens direkte omkostninger består af de omkostninger, som direkte kan henføres til foreningen.

Foreningen har indgået aftale med investeringsforvaltningsselskabet BI Management A/S om administration. Administrationsbidraget til BI Management A/S er opført som ”Fast administrationsbidrag” i foreningen.

### **Skat**

Skat består af tilbageholdt udbytteskat og renteskat som ikke kan refunderes.

### **Udlodning**

Foreningen foretager hvert år en udlodning i overensstemmelse med foreningens vedtægter, der blandt andet opfylder de i ligningslovens §16 C anførte krav til minimumsudlodning.

Foreningerne skal derfor ikke betale skat, men skattepligten påhviler modtageren af udlodningen.

Minimumsudlodningen opgøres på grundlag af de i regnskabsåret:

- Indtjente renter og udbytter
- Realiserede nettokursgevinster valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier
- Afholdte administrationsomkostninger

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af afdelingens cirkulerende andele på balancedagen. Den beregnede udlodningsprocent nedrundes efter gældende regler til nærmeste kvarte procent eller til nul, hvis den beregnede udlodningsprocent er mindre end en. Et overskydende positivt beløb til rådighed for udlodning overføres til udlodning næste år.

Udlodningsregulering fra årets emissioner og indløsninger indgår i de respektive udloddende afdelingers resultat til udlodning og beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission/indløsning.

Udlodningsreguleringen vedrørende årets emissioner tillægges rådighedsbeløbet, mens reguleringen vedrørende årets indløsninger fratrækkes rådighedsbeløbet.

Forslag til udlodning for regnskabsåret indregnes som en særskilt post under medlemmernes formue. Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og det skattemæssigt opgjorte udlovningsbeløb tillægges/fradrages foreningens formue.

## **Balancen**

### **Likvide midler**

Likvide midler måles til dagsværdi, der svarer til den nominelle værdi.

### **Kapitalandele**

Kapitalandele til dagsværdi. På noterede kapitalandele fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien. Hvis denne kurs ikke afspejler dagsværdien, fastlægges værdien på grundlag af værdiansættelsesteknikker, der har til formål at fastlægge den transaktionspris, som ville fremkomme mellem uafhængige parter på måletidspunktet.

Unoterede kapitalandele måles til dagsværdi fastsat efter almindelige anerkendte metoder.

### **Andre aktiver**

Andre aktiver måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved salg af værdipapirer samt emissioner, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

Tilgodehavende rente, udbytte m.m. består af periodiserede renter på likvider og obligationer, udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen samt tilgodehavende udbytteskatter.

### **Anden gæld**

Anden gæld måles til dagsværdi. Mellemværende vedrørende handelsafvikling består af værdien ved køb af værdipapirer samt indløsninger, som er foretaget før balancedagen, og hvor afregning foretages efter balancedagen.

### **Nøgletal**

Årsregnskabet indeholder en række nøgletal under de enkelte afdelinger. Nøgletallene er opgjort i overensstemmelse med Finanstilsynets bekendtgørelse og retningslinier fra InvesteringsForeningsRådet.

### **Indre værdi**

Medlemmernes formue delt med cirkulerende andele på balancedagen.

### **Udlodning i procent**

Udlodning til medlemmerne i procent af cirkulerende andele på balancedagen.

### **Omkostningsprocent**

Administrationsomkostningerne i procent af afdelingens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

### **Årets afkast i procent**

beregnes som:

$$\left( \frac{\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}}{\text{Indreværdi primo året}} - 1 \right) \times 100$$

Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: Udlovningsprocent x indre værdi ultimo året / indre værdi efter udlodning.

### **Værdipapiromsætning, brutto og netto**

Værdipapiromsætning, brutto, er opgjort som det samlede provenu ved køb og salg af værdipapirer fratrukket handelsomkostninger. Værdipapiromsætning, netto, er opgjort som værdipapiromsætningen, brutto, fratrukket handel i forbindelse med emissioner og indløsninger.

### **Omsætningshastighed**

Omsætningshastigheden afspejler, hvor mange gange om året beholdningen omsættes. Den beregnes som værdipapiromsætningen opgjort til nettoværdi i forhold til den gennemsnitlige formue, opgjort efter samme principper som ved beregning af omkostningsprocenten. Anvendelsen af nettotal medfører, at det alene er handlen i forbindelse med den løbende porteføljepleje, der måles.

### **ÅOP (Årlige omkostninger i procent)**

ÅOP beregnes som summen af administrationsomkostningerne og handelsomkostninger ved løbende drift i procent af den gennemsnitlige formue tillagt en syvendedel af summen af det maksimale emissionstillæg og maksimale indløsningsfradrag ultimo året opgjort i procent.

### **Sharpe Ratio**

Sharpe Ratio måler afkastet af en investering i forhold til risikoen. Risikoen måles på baggrund af den historiske volatilitet (standardafvigelsen). Sharpe Ratio måler således et risikojusteret merafkast. Jo højere Sharpe Ratio, jo bedre har investeringen været, såfremt porteføljens merafkast er positivt. Sharpe Ratio beregnes som det historiske afkast minus den risikofrie rente (merafkast) divideret med standardafvigelsen på merafkastet. Sharpe Ratio beregnes så vidt muligt på basis af fem års observationer, dog som minimum på basis af 36 måneders observationer.

### **Standardafvigelse**

Standardafvigelse angiver spredningen af afkast i forhold til gennemsnitsafkastet. Under antagelse af at afkast er normalfordelt vil det fremtidige afkast med 68% sandsynlighed fordele sig +/- en standardafvigelse omkring gennemsnitsafkastet og med 95% sandsynlighed fordele sig +/- to standardafvigelser omkring gennemsnittet. Jo højere standardafvigelse desto større udsving i forhold til gennemsnitsafkastet.

## Resultatopgørelse

Note	<b>2011</b>	2010
	<b>(t.kr.)</b>	(t.kr.)
	<b>Renter og udbytter</b>	
1 Renteindtægter	447	231
2 Udbytter	23.882	20.191
	<b>24.329</b>	20.422
	<b>Kursgevinster og -tab</b>	
Kapitalandele	-69.557	152.789
Valutakonti	243	3.586
Øvrige aktiver/passiver	2	-7
3 Handelsomkostninger	109	202
	<b>-69.421</b>	156.166
	<b>Indtægter i alt</b>	176.588
	<b>-45.092</b>	
4 Administrationsomkostninger	15.875	16.635
	<b>Resultat før skat</b>	159.953
	<b>-60.967</b>	
5 Skat	2.347	1.492
	<b>Årets nettoresultat</b>	158.461
	<b>-63.314</b>	

## Balance pr. 31. december

Note	2011 (t.kr.)	2010 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
	52.345	94.573
6	<b>52.345</b>	94.573
 <b>Kapitalandele</b>		
	67.509	84.532
	626.464	670.109
	38.450	38.450
	15.125	16.798
6	<b>747.548</b>	809.889
 <b>Andre Aktiver</b>		
	115	0
	1.005	724
	9.190	0
	<b>10.310</b>	724
 <hr/>		
	<b>Aktiver i alt</b>	905.186
 <hr/>		
<b>Passiver</b>		
7	810.180	905.111
 <b>Anden gæld</b>		
	23	75
	<b>23</b>	75
 <hr/>		
	<b>Passiver i alt</b>	905.186
 <hr/>		
8	Til rådighed for udlodning	
9	Femårsoversigt	

## Noter

Note	<b>2011</b>	2010
	(t.kr.)	(t.kr.)
<b>1 Renteindtægter</b>		
Indestående i pengeinstitutter	446	231
Andre aktiver	1	0
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>447</b>	<b>231</b>
<b>2 Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	1.399	0
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	20.437	19.122
Unoterede aktier	2.046	1.069
<b>I alt udbytter</b>	<b>23.882</b>	<b>20.191</b>
<b>3 Handelsomkostninger</b>		
Bruttohandelsomkostninger	353	487
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-244	-285
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>109</b>	<b>202</b>
<b>4 Administrationsomkostninger</b>		
	<b>2011</b>	2010
	<b>Direkte fælles I alt</b>	<b>Direkte fælles I alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	180 0 180	120 0 120
Revisionshonorar	34 0 34	44 0 44
Gebyrer til depotselskab	496 0 496	724 0 724
Andre omk. i forb. med formueplejen	14.426 0 14.426	15.061 0 15.061
Øvrige omkostninger	212 0 212	144 0 144
Fast administrationshonorar	527 0 527	542 0 542
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>15.875 0 15.875</b>	16.635 0 16.635
<b>5 Skat</b>		
Ikke refunderbar skat	2.347	1.492
<b>I alt skat</b>	<b>2.347</b>	<b>1.492</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	86,76%	83,44%
Øvrige finansielle instrumenter	13,24%	16,56%

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

<b>Formue fordelt på regioner</b>	<b>2011</b>	2010
Europa	37%	38%
Japan	27%	28%
Nordamerika	26%	21%
Østeuropa	2%	2%
Andre	8%	11%
<b>Formue fordelt på sektorer</b>	<b>2011</b>	2010
Finans	56%	57%
Cykliske forbrugsgoder	14%	11%
Industri	4%	9%
Health Care	9%	8%
Faste forbrugsgoder	7%	6%
Andre	10%	13%

## Noter

		2011		2010		
		(t.kr.)		(t.kr.)		
	Cirk. Beviser	Formue- værdi	Cirk. Beviser	Formue- værdi		
<b>7 Medlemmernes formue</b>						
Formue primo	513.784	905.111	569.484	836.009		
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		26.974		0		
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		-420		0		
Emissioner i året	9.500	16.612	32.600	53.940		
Indløsninger i året	12.890	20.835	88.300	144.366		
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		0		1067		
Udlodningsregulering		495		-52		
Overført udlodning fra sidste år		-897		0		
Overført udlodning til næste år		253		897		
Foreslået udlodning		33.176		26.974		
Overført fra resultatopgørelsen		-96.341		130.642		
<b>Formue ultimo</b>	<b>510.394</b>	<b>810.180</b>	513.784	905.111		
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>			<b>2011</b>	<b>2010</b>		
			(t.kr.)	(t.kr.)		
Renter og udbytter			24.329	20.422		
Ikke refunderbar skat			2.828	1.492		
Kursgevinster til udlodning			27.401	25.523		
Administrationsomkostninger			15.875	16.634		
Udlodningsregulering ved emission/indløsning			-495	52		
Udlodning overført fra sidste år (+/-)			897	0		
<b>Til rådighed for udlodning, brutto</b>			<b>33.429</b>	27.871		
<b>I alt rådighed for udlodning</b>			<b>33.429</b>	27.871		
Heraf foreslået udlodning			33.176	26.974		
Heraf foreslået overført til udlodning næste år			253	897		
<b>9 Femårsoversigt</b>		<b>2011</b>	2010	2009	2008	2007
Årets nettoresultat (t.kr.)		-63.314	158.461	110.541	-182.581	-60.556
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)		810.180	905.111	836.009	614.861	718.864
Cirkulerende andele (t.stk.)		5.104	5.138	5.695	4.873	4.327
Indre værdi		158,74	176,17	146,80	126,16	166,12
Udlodning (%)		6,50	5,25	0,00	2,00	1,00
Omkostningsprocent		1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
Årets afkast (%)		-7,07	20,00	18,23	-23,57	-7,57
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)		77.362	121.488	395.460	256.592	184.998
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)		69.796	210.414	314.204	96.424	592.988
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)		147.158	331.901	709.664	353.016	777.986
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)		43.647	137.610	449.024	136.386	408.761
Omsætningshastighed		0,03	0,08	0,33	0,10	0,22
ÅOP		2,26	2,25	2,39	2,25	2,25
Sharpe Ratio		-31,69				
Standardafvigelse (%)		12,99				

## Fondsbørsmeddelser

Nedenstående er en liste over de børsmeddelelser, der blev sendt af Investeringsforeningen Nielsen Global Value i 2011, samt finanskalender for 2012

### For regnskabsåret 2011

24.03.2011	Årsrapport 2010
24.03.2011	Indkaldelse til ordinær generalforsamling
29.04.2011	Forløb af ordinær generalforsamling
02.05.2011	Prospektopdatering
06.06.2011	Manglende priser på fondsbørsen
23.06.2011	Manglende priser på fondsbørsen
25.08.2011	Halvårsrapport 2011
29.08.2011	Prospektopdatering
04.11.2011	Finanskalender 2012
07.11.2011	Prospektopdatering
16.12.2011	Forventet udbytte
22.12.2011	Central Investorinformation

### For regnskabsåret 2012

21.03.2012	Årsrapport 2011
19.04.2012	Generalforsamling
30.08.2012	Halvårsrapport 2012



