

Investeringsforeningen SmallCap Danmark
Cvr. 29218153
Årsrapport 2011
6. regnskabsår

INDHOLD

| | |
|--|----|
| Ledelsesberetning | |
| Hoved- og nøgletal | 2 |
| Forord | 3 |
| Ledelsens årsberetning | 4 |
| Investment cases | 10 |
| Profil – Investeringsforeningen SmallCap Danmark | 13 |
| Risiko og styring | 15 |
| IR-politik og incitamentprogrammer | 18 |
| Ledelseshverv, direktion og bestyrelse | 20 |
| Bestyrelsens og ledende medarbejders ejerandele | 22 |
| Resultatopgørelse | 23 |
| Balance | 24 |
| Anvendt regnskabspraksis | 25 |
| Noteoversigt | 28 |
| Noter til årsrapport | 29 |
| Ledelsens påtegning | 32 |
| Den uafhængige revisors påtegning | 33 |
| Børsmeddelelser, 2011 | 35 |
| Foreningsoplysninger | 36 |

HØVED- OG NØGLETAL

| Mio. kr. | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| Renter og udbytter | 7,9 | 8,1 | 3,4 | 3,0 | 6,8 |
| Kursgevinster og -tab | -12,7 | -194,8 | 68,6 | 28,7 | -54,2 |
| Ordinære driftsomkostninger | -4,0 | -4,1 | -3,0 | -3,2 | -2,8 |
| Andre omkostninger | 0,0 | 0,0 | -6,6 | -0,7 | 0,3 |
| Skat | -0,2 | -0,2 | -0,1 | -0,1 | -0,1 |
| Årets nettoresultat | -9,0 | -191,1 | 62,3 | 27,8 | -50,0 |
| Likvide midler, ultimo | 70,1 | 25,5 | 10,8 | 9,0 | 9,3 |
| Kapitalandele, ultimo | 303,7 | 106,9 | 149,7 | 181,6 | 133,5 |
| Medlemmernes formue, ultimo | 368,8 | 130,7 | 154,2 | 182,7 | 135,7 |
| Værdipapirbeholdning i procent af medlemmernes formue, ultimo | 82% | 82% | 97% | 99% | 98% |
| Værdipapirenes omsætningshastighed | 1,21 | 1,15 | 1,48 | 1,02 | 0,64 |
| Kursværdi af køb | 534,8 | 409,9 | 200,2 | 167,6 | 167,6 |
| Kursværdi af salg | 525,9 | 167,1 | 226,3 | 164,4 | 164,4 |
| Cirkulerende andele, ultimo, stk. | 31.172 | 25.921 | 20.005 | 19.979 | 20.839 |
| Udlodning pr. andel, kr. | 325 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Indre værdi pr. andel, ultimo, kr. | 11.830 | 5.043 | 7.710 | 9.147 | 6.665 |
| Børskurs, ultimo, kr. | 11.507 | 5.041 | 7.693 | 9.200 | 6.540 |
| Afkast, % | -2,0% | -56,0% | 52,9% | 18,6% | -27,1% |
| Merafkast ifht. stigning i KFMX, % | 0,9% | 4,8% | 28,5% | 1,9% | -1,3% |
| Sharpe ratio | neg. | neg. | 1,49 | 0,73 | neg. |
| Stigning i KFMX, % | -2,9% | -60,8% | 24,4% | 16,7% | -25,8% |
| Stigning i OMXC20, % | 5,1% | -46,6% | 41,8% | 35,9% | -14,8% |
| Omkostningsprocent, ordinære omkostninger, % | 0,90% | 1,60% | 2,09% | 1,95% | 1,69% |
| Omkostningsprocent, % | 0,90% | 1,60% | 6,67% | 2,40% | 1,48% |
| Årlige omkostninger i procent (ÅOP), ordinære omkostninger, % | 2,00% | 2,80% | 3,09% | 2,88% | 2,53% |
| Årlige omkostninger i procent (ÅOP), % | 2,00% | 2,80% | 7,67% | 3,33% | 2,32% |

Kilde: Egne beregninger og Factset

Kære medlem,

Forventningen var en positiv udvikling på aktiemarkedene i 2011, som var begrundet i selskabernes indtjeningsudsigter og det lave renteniveau. Vi må dog efterfølgende erkende, at vi ikke havde taget tilstrækkelig højde for de negative effekter fra den europæiske gældskrise. Sjældent har den politiske dimension været så afgørende for udviklingen på de finansielle markeder. Politikernes langsomme og mangelfulde håndtering af gældskrisen i Europa satte dagsordenen med ekstrem risikoaversion og stor likviditetspræference til følge. Den negative stemning smittede også af på makroøkonomien, der viste svækkelse hen over året. Det gik hårdt ud over aktier generelt og i særlig grad de illikvide small cap aktier. Selv om der også var enkelte skuffelser på selskabsniveau, var det den generelle udvikling, der var årsag til de negative aktieafkast. Foreningen endte med et negativ afkast på 27,1% sammenlignet med et negativt afkast på 25,8% for vores benchmark – KFMX indekset.

Efter det meget usædvanlige og negative år 2011 ser vi dog gode muligheder for pæne aktieafkast i 2012 og de efterfølgende år, selv om en ny negativ udvikling skal tillægges en vis sandsynlighed. En fortsat usikkerhed omkring den generelle økonomiske udvikling vil indebære, at vi fortsat skal leve med en betydelig volatilitet i kurserne.

Problemfokus i disse år er i Europa, hvor der ventes en mild recession i 2012, drevet af de store offentlige nedskæringer som gennemføres for at skabe balance i statsbudgetterne. Der hersker også stadig usikkerhed om hvorvidt gældskrisen er under kontrol, ligesom euroens fremtid igen kan blive et tema på de finansielle markeder.

Udviklingen uden for Europa giver derimod en vis optimisme. Således tyder meget på, at USA er på vej ind i et positivt konjunkturforløb samtidig med, at omkostningerne holdes i ro på grund af stor ledig kapacitet og fravær af lønpres som følge af den relativt høje arbejdsløshed. Udviklingen i de såkaldte emerging markets står ligeledes på fortsat vækst. Vi tror på en vis positiv afsmitning på de europæiske aktiemarkeder. Det vil indebære, at fokus vil dreje tilbage mod virksomhedernes fundamentale forhold og bort fra den store fokusering på den politiske proces.

Vi har tillid til, at small cap segmentet står foran en ny periode med outperformance af large cap aktier. Siden 1. juli 2007 er danske small cap aktier sakket betydeligt bagud i forhold til C20 aktierne. Mange small cap aktier er nu blevet så billige, at muligheden for et comeback synes gunstig. Den nuværende betydelige small cap discount, sammenholdt med vores erfaring, som viser, at small cap aktier skiftevis outperformer og underperformer med en cyklus på 3-5 års varighed gør, at vi tror på en ny længere periode med outperformance.

Kravene til investeringsprocessen er skærpet over de senere år. Investeringsteamet vil være endnu mere omhyggelig i udvælgelsesprocessen af aktier. Især den udbredte likviditetspræference skærper kravene til, at investeringscasen holder for de aktier, der investeres i. Vi har af de seneste år lært, at det for de mindre likvide aktier er blevet vanskeligere kortsigtet at reagere investeringsmæssigt på skuffelser i selskaberne.

Reglerne for minimumsudlodning tilsiger, at foreningen ikke skal udbetale udbytte for 2011. Da dette samtidig er det skattemæssigt mest optimale for medlemmerne, vil bestyrelsen indstille til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte for 2011.

København d. 23. marts 2012

Jan O. Frøshaug
Formand for bestyrelsen

LEDELSENS ÅRSBERETNING

Årets resultat blev et underskud på 50,0 mio. kr. mod et overskud på 27,8 mio. kr. i 2010. Det svarer til et negativt afkast på 27,1% (2010 +18,6%) sammenlignet med et fald i benchmark (KFMX) på 25,8% (2010 +16,7%).

I 2011 havde foreningen nettokurstab på 54,2 mio. kr. (+28,7 mio. kr.), indtægter fra renter og udbytter på 6,8 mio. kr. (+3,0 mio. kr.). De ordinære driftsomkostninger udgjorde 2,8 mio. kr. (3,2 mio. kr.). Faldet i de ordinære omkostninger skyldes besparelser over en bred front, herunder lavere trykkeomkostninger samt genforhandling af en række aftaler med samarbejdspartnere mv. Foreningens omkostningsprocent blev hermed 1,69% for 2011 sammenlignet med 1,95% for 2010. Der er tilbageført tidligere hensat bonus med 0,3 mio. kr. (2010 hensat 0,7 mio. kr.), idet kriterierne for bonus ikke blev indfriet i 2011. Det tilbageførte beløb optræder som en indtægt.

Årets skat udgør 0,1 mio. kr. Skatten vedrører ikke refusionsberettigede udenlandske udbytteskatter.

Ultimo 2011 var foreningens formue 138,9 mio. kr. (182,7 mio. kr.) og indre værdi udgjorde 6.665 kr. pr. bevis (9.147 kr.).

Der er i årets løb netto udstedt 860 beviser (+4,3%).

Årsrapporten for 2011 er aflagt efter samme regnskabsprincipper som årsrapporten for 2010. Årsrapporten indeholder ikke usædvanlige usikkerheder ved indregning og måling. Foreningen har i lighed med tidligere år ikke anvendt afledte finansielle instrumenter i 2011.

| Afkast og renter | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 36 mdr. p.a. | 60 mdr. p.a. | Levetid (68 mdr.) p.a. | akk. |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------------|-----------------|
| Investeringsforeningen SmallCap Danmark | -2,0% | -56,0% | 52,9% | 18,6% | -27,1% | 9,7% | -10,6% | -6,4% | -31,4% |
| KFMX | -2,9% | -60,8% | 24,4% | 16,7% | -25,8% | 2,5% | -16,3% | -12,5% | -53,1% |
| OMXC20 | 5,1% | -46,6% | 35,9% | 35,9% | -14,8% | 16,3% | -2,5% | -0,5% | -3,0% |
| OMXC | 5,5% | -49,0% | 32,1% | 31,2% | -17,7% | 12,6% | -5,1% | -2,7% | -14,4% |
| DAX | 19,2% | -42,4% | 18,5% | 12,5% | -17,5% | 3,2% | -5,5% | -3,5% | -18,4% |
| S&P 500 | 3,5% | -38,5% | 23,5% | 12,8% | 0,0% | 11,7% | -2,4% | -0,7% | -4,2% |
| Russell 2000 | -2,7% | -34,8% | 25,2% | 25,3% | -5,5% | 14,0% | -1,2% | -0,8% | -4,4% |
| Nikkei 225 | -11,1% | -42,1% | 19,0% | -3,0% | -17,3% | -1,5% | -13,3% | -11,7% | -50,7% |
| MSCI World, local currency | 2,8% | -40,1% | 22,8% | 7,8% | -7,6% | 7,0% | -5,5% | -3,8% | -19,8% |
| Rente på 10 årige statsobligationer | 01.01.2007 | 01.01.2008 | 01.01.2009 | 01.01.2010 | 01.01.2011 | 01.01.2009 | 01.01.2007 | 05.05.06 | 05.05.06 |
| Danmark | 3,9% | 4,4% | 3,4% | 3,7% | 3,0% | 3,4% | 3,9% | 4,1% | 4,1% |
| Tyskland | 4,0% | 4,3% | 2,9% | 3,4% | 3,0% | 2,9% | 4,0% | 4,0% | 4,0% |
| USA | 4,7% | 4,1% | 2,2% | 3,8% | 3,3% | 2,2% | 4,7% | 5,1% | 5,1% |

Kilde: Egne beregninger og Factset

2011 var et usædvanligt og dårligt aktieår.

De europæiske aktiemarkeder faldt mellem 15-20%, dog med undtagelse af det engelske marked, hvor faldet blev 5,6%. Det amerikanske marked var den positive undtagelse med en flad udvikling for det brede marked og en stigning på 5,5% for eliteindekset Dow Jones. Det danske C20 indeks faldt med 14,8%, medens de danske small cap aktier (udtrykt ved vores benchmark - KFMX Indekset) udviste et fald på hele 25,8%. 2011 blev således endnu et år med markant underperformance for danske small cap aktier.

Vores oprindelige udmelding for 2011 (Investor Orientering 2010) var en forventning om en positiv udvikling på aktiemarkederne. Men det fremgik også, at den største risiko var af politisk art. Det viste sig at være en markant underdrivelse. Den politiske faktor blev helt dominerende for udviklingen, og der var mindre fokus på de fundamentale forhold i virksomhederne.

Gældsproblemerne i Sydeuropa, især Grækenland, viste sig at få massivt større indvirkning på prisdannelsen i finansmarkederne end forudset, idet politikerne reagerede for langsomt og for utilstrækkeligt til at berolige markedernes aktører. Samtidig kom der igen negativ fokus på den europæiske banksektor, der er tyndt kapitaliseret og derfor har risiko for at få alvorlige problemer, hvis statsgældsproblemerne i Sydeuropa skulle komme ud af kontrol som følge af en række tyske og franske bankers store beholdninger af statsobligationer fra en række sydeuropæiske lande, herunder Grækenland. De finansielle markeder var dybt bekymrede, og bankerne reducerede deres engagementer for at styrke deres balance, og det smittede negativt af på væksten i den europæiske realøkonomi. Resultatet var dårlig stemning og en ekstrem risikoaversion til skade for efterspørgslen efter risikobehæftede aktiver så som aktier. På toppen heraf indebar den udbredte likviditetspræference, at danske small cap aktier blev ekstraordinært hårdt ramt.

Den store negative effekt af tillidskrisen kom i 3. kvartal 2011, hvor aktiemarkederne typisk faldt mellem 15 og 25% i Europa og lidt mindre uden for Europa. Risikoen for et helt eller delvist sammenbrud af euro samarbejdet med heraf følgende uoverskuelige konsekvenser medvirkede til at sænke markederne. Positive udviklingstendenser i USA og omfattende kvantitative pengepolitiske lempelser gennemført af den nye ledelse i ECB vendte dog udviklingen, og der kom en modreaktion i 4. kvartal med positive aktieafkast på 5-10%, dog med undtagelse af danske small cap, der først har fået stigningen i starten af 2012.

Sigtelse for overtrædelse af værdipapirhandelsloven

Investeringsforeningen er af Statsanklageren for Særlig Økonomisk Kriminalitet (SØK) blevet sigtet for kursmanipulation i positiv retning vedrørende ultimo kurserne i 2009 og 2010 for visse illikvide aktier. Investeringsforeningen afviser de rejste sigtelser. Bestyrelsen har iværksat en tilbundsgående uvildig undersøgelse og samarbejder med SØK for at belyse sagerne. Den aktuelle indre værdi, der baseres på dagens børskurser er upåvirket af sigtelsen og af de i sigtelsen indeholdte forhold. Foreningens børsmeddelelser om sagen kan løbende følges på foreningens hjemmeside www.smallcap.dk.

Sammenligning med andre investeringsforeninger

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har i 2011 givet et markant lavere afkast end de øvrige danske investeringsforeninger med et bredt fokus. Det skyldes i vid udstrækning, at de større aktier, udtrykt ved udviklingen i OMXC20, outperformede de mindre aktier (udtrykt ved udviklingen i KFMX) med 11% i 2011.

| Afkast i sammenlignelige investeringsforeninger | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 36 mdr. p.a. | 60 mdr. p.a. | Levetid(68mdr.) p.a. akk. | |
|---|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------------------------|---------------|
| Investeringsforeningen SmallCap Danmark | -2,0% | -56,0% | 52,9% | 18,6% | -27,1% | 9,7% | -10,6% | -6,4% | -31,4% |
| Danske Invest Danmark Small Cap | -0,1% | -47,3% | 30,2% | 35,9% | -25,5% | 9,7% | -7,0% | -4,2% | -21,4% |
| Dexia Invest Small Cap | -3,6% | -53,5% | 45,3% | 39,4% | -21,1% | 16,9% | -6,4% | -3,4% | -17,7% |
| Bankinvest Danmark | -11,4% | -54,9% | 52,8% | 29,3% | -19,1% | 16,9% | -8,6% | -5,9% | -29,2% |
| Carnegie WW/Danske aktier | 5,5% | -45,4% | 54,0% | 25,2% | -19,3% | 15,9% | -2,2% | -0,2% | -1,0% |
| Danske Invest Danmark | 4,5% | -49,1% | 43,6% | 27,4% | -23,6% | 11,8% | -5,8% | -3,3% | -17,1% |
| Maj Invest Danske Aktier | 4,0% | -47,6% | 47,4% | 26,2% | -19,8% | 14,3% | -4,1% | -1,1% | -6,3% |
| Nykredit Invest Danske Aktier | 1,4% | -46,2% | 43,6% | 28,4% | -24,2% | 11,8% | -5,3% | -3,3% | -17,3% |
| SEB Invest Danmark | 4,6% | -48,7% | 51,7% | 29,1% | -15,4% | 18,3% | -2,3% | 0,3% | 1,9% |

Kilde: Egne beregninger og Fundcollect

Porteføljen i 2011

Satair (+4,8 mio. kr.), Brdr. Hartmann (+2,4 mio. kr.) og Greentech Energy Systems (+1,1 mio. kr.) gav de største positive bidrag til årets afkast. Foreningen solgte sine Satair aktier i forbindelse med Airbus' overtagelsestilbud. Foreningen solgte også sine Greentech aktier i forbindelse med den nye storaktionær GWM Renewable Energys pligtmæssige købstilbud.

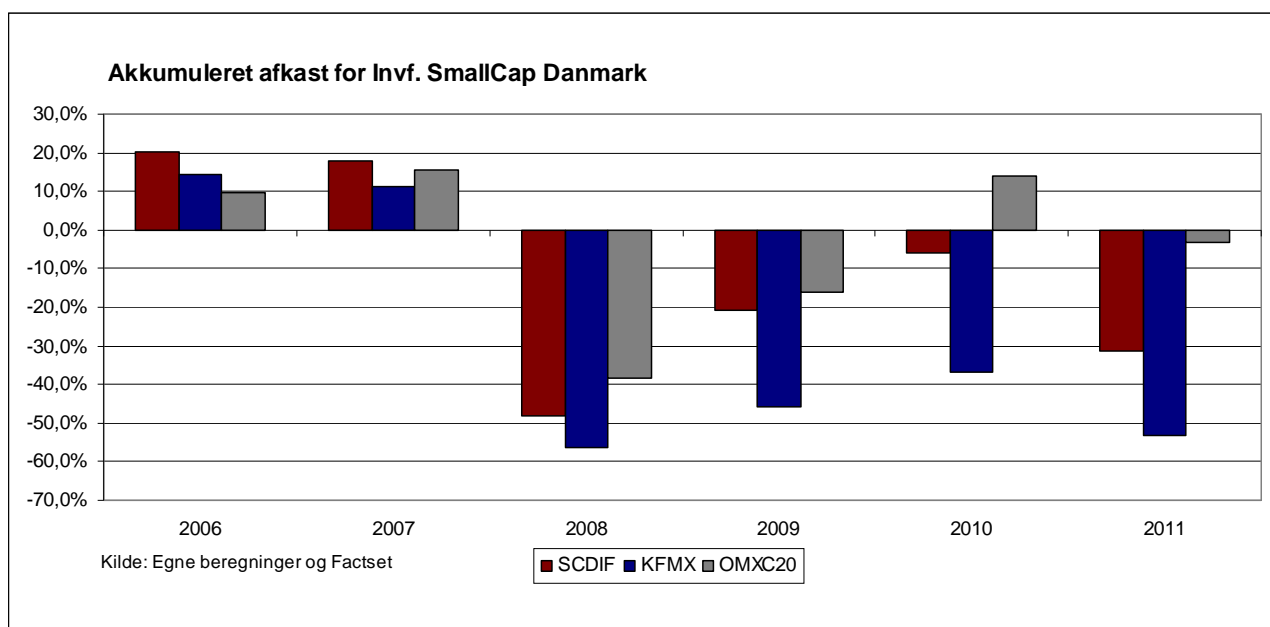
De største skuffelser var DLH (-12,2 mio. kr.), IC Companys (-9,6 mio. kr.) og Topsil (-8,8 mio. kr.). DLH gennemførte den ventede emission, men den blev meget større, end vi havde forudset med en markant udvanding til følge, der pressede kursen. Endvidere blev DLH hårdt ramt af de svækkede konjunkturer i 3. kvartal. På trods heraf kunne DLH fastholde forventningerne til årsresultatet for 2011, da de interne effektiviseringsprocesser gav et hurtigere resultat, end selskabet oprindeligt havde forudset. IC Companys blev hårdt ramt af den svigtende forbrugertillid i kølvandet på den europæiske gældskrise. Det betød et behov for at tilpasse omkostningerne, hvor selskabet havde planlagt med stigende aktivitet og dermed et højere omkostningsniveau. Topsil var nødt til at skifte ledelse på grund af dårlig styring af virksomheden samtidig med, at afsætningsmulighederne kom under pres. Topsil har nu ansat den tidligere CEO fra Bang & Olufsen, Kalle Hvidt, som ny CEO.

| Selskab | 31.12.10 Andel af formue | 31.12.10 Beholdning mio. kr. | 2011 køb/salg mio. kr. | 2011 Afkast mio. kr. | 31.12.11 Beholdning mio. kr. | 31.12.11 Andel af formue |
|-----------------------------|--------------------------------|------------------------------------|------------------------------|----------------------------|------------------------------------|--------------------------------|
| 1 DLH B | 7,4% | 13,4 | +10,0 | -12,2 | 11,3 | 8,1% |
| 2 North Media | 4,0% | 7,3 | +4,4 | -1,7 | 10,0 | 7,2% |
| 3 H+H International | 6,1% | 11,2 | -0,5 | -2,1 | 8,6 | 6,2% |
| 4 Egetæpper B | 4,6% | 8,5 | -0,4 | +0,1 | 8,1 | 5,8% |
| 5 Brdr. Hartmann | 4,2% | 7,6 | -2,8 | +2,4 | 7,2 | 5,2% |
| I alt 2011 top 5 | 26,3% | 48,0 | +10,7 | -13,5 | 45,2 | 32,5% |
| 6 Topsil Semiconductor Mat. | 7,7% | 14,1 | +1,8 | -8,8 | 7,1 | 5,1% |
| 7 Rias B | 3,4% | 6,2 | -0,0 | +0,8 | 7,0 | 5,0% |
| 8 Solar B | 3,5% | 6,4 | +2,9 | -2,4 | 6,9 | 5,0% |
| 9 Alm. Brand | 3,5% | 6,4 | +3,2 | -2,8 | 6,8 | 4,9% |
| 10 Össur | 3,8% | 7,0 | +0,5 | -0,7 | 6,8 | 4,9% |
| I alt 2011 top 10 | 48,2% | 88,1 | +19,1 | -27,3 | 79,8 | 57,4% |
| Øvrige aktier | 51,2% | 93,5 | -19,7 | -20,2 | 53,7 | 38,7% |
| I alt | 99,4% | 181,6 | -0,6 | -47,5 | 133,5 | 96,1% |

Kilde: Egne beregninger

North Media, Rias, Solar, Alm. Brand og Össur er rykket op blandt de 10 største positioner. Den primære årsag hertil er en bedre relativ performance end porteføljen som helhed. Generelt har handelsaktiviteten og omlægninger af porteføljen været mindre end i tidligere år. De 10 største positioner udgør 57,5% af den samlede portefølje (58,3%).

Nye aktier i porteføljen med en porteføljevægt over 2% er Auriga Industries og MT Holding. Auriga er købt på baggrund af udsigten til en genopretning af indtjeningen i de kommende år, drevet af en turnaround i Tyskland samt en vis bedring i priserne på de forskellige afgrøder, der normalt indebærer en større efterspørgsel efter Aurigas produkter. Selskabet vil endvidere få glæde af den række af nye produkter, som selskabet har erhvervet over de senere år. MT Holding er primært en investering i forventningen om en strømlining af ejerstrukturen i MT Højgaard efter, at MT Holding har solgt Dyrup.



Forventninger til 2012

Vi tror på, at den positive udvikling, som vi indtil videre har haft på aktiemarkedene i 2012, vil fortsætte, men vi erkender også, at udfaldsrummet er meget stort. Volatiliteten vil sandsynligvis være aftagende. Best case kan betyde yderligere ikke ubetydelige kursstigninger, men vi kan ikke fuldstændig udelukke et negativt scenario, der kan føre til et fald i aktiekurserne ned mod niveauet ved udgangen af 2011. Mest afgørende for vores positive holdning er, at USA synes på vej ind i et positivt konjunkturforløb modsat ved indgangen til finanskrisen i 2008, hvor USA sammen med Europa gik ind i en kraftig negativ konjunkturudvikling.

En række faktorer understøtter forventningen om positive aktiemarkeder. Der er lovende tegn på, at den globale negative konjunktur er bundet ud, når man ser bort fra Europa, der må forventes at få en mild recession (negativ vækst på 0-1%). Nøgletallene fra USA fortsætter med at vise fremgang. Emerging markets vil ligeledes fortsætte med høj, men nok aftagende vækst. Den amerikanske nationalbank, FED, har meldt ud, at renterne holdes på det meget lave niveau indtil 2014. Den lempelige pengepolitik i USA og i Euroland vil gavne væksten.

Gældsproblemerne i Sydeuropa førte til en ekstrem risikoaversion og dårlig stemning på de finansielle markeder i 2011. Vi tror, at de finansielle markeder efterhånden har absorberet den ekstraordinært høje politiske risiko, selv om problemerne endnu ikke er løst, således at risikobilledet gradvist normaliseres. Øget risikoappetit vil i sig selv føre til stigende aktiekurser. Det lave renteniveau indebærer, at mere sikre aktivklasser som f.eks. obligationer giver et meget lavt afkast. Eneste måde at øge afkastpotentialet på er at tage mere risiko ind i porteføljerne. Fokus vil svinge fra makro over mod selskabernes indtjeningsudvikling.

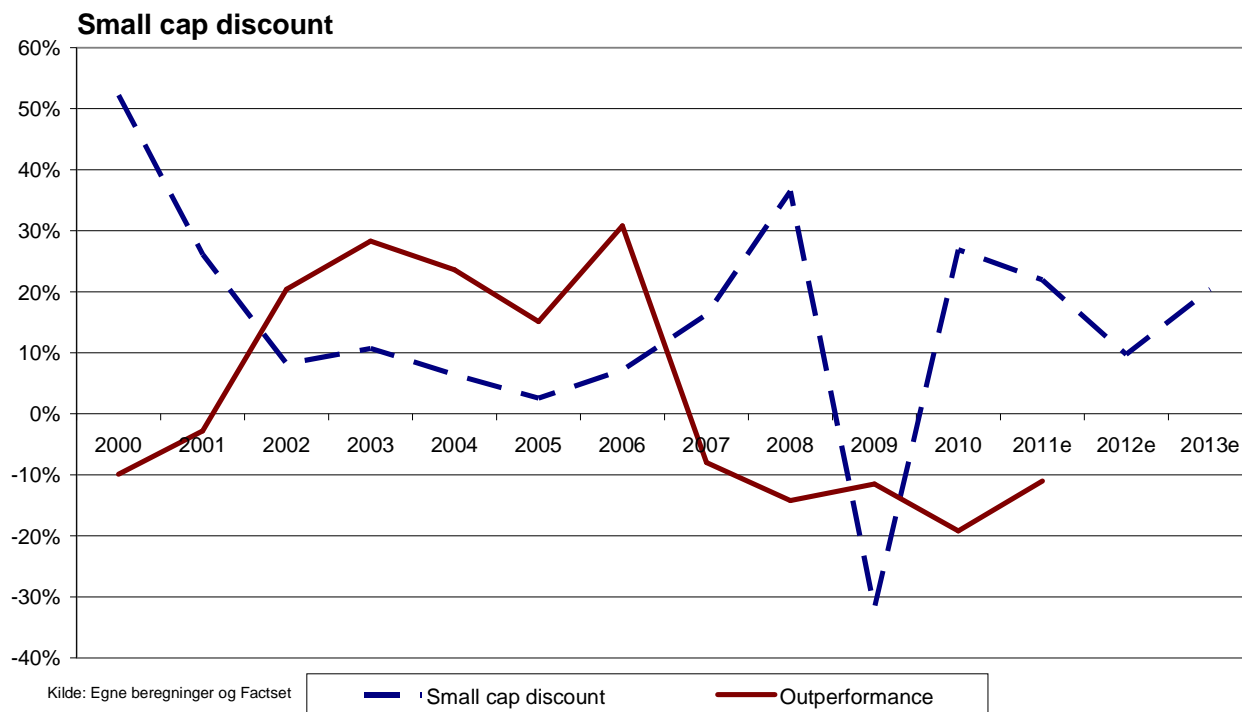
Vi skal dog ikke forvente, at mange europæiske selskaber får megen vækst i omsætningen, vurderet ud fra konjunkturbilledet. Dog vil virksomheder med stor eksponering mod USA og emerging markets få glæde af væksten her samt en svagere euro, som styrker deres konkurrenceevne. De fleste virksomheder har også indstillet sig på lav til ingen omsætningsvækst i form af trimmede omkostningsstrukturer, som blev gennemført under finanskrisen. Der er ligeledes vores indtryk, at selskaberne er klar med nye omkostningstilpasninger, hvis udviklingen mod forventning bliver dårligere end ventet.

De fleste prognoser viser, at også Europa vil få vækst i makroøkonomierne fra 2013, om end forholdsvis beskeden. Betydelig ledig kapacitet, udsigt til minimalt lønpres som følge af den relativt store arbejdsløshed, uændrede afskrivninger, da der på kort sigt ikke skal investeres massivt i ny kapacitet samt lave renteudgifter som følge af styrkede balancer og meget lavt renteniveau medfører, at selv mindre fremgang i omsætningen vil slå kraftigt positivt igennem på indtjeningen.

Vi har tillid til, at small cap aktier endelig vil begynde at indhente noget af den underperformance, som segmentet har oplevet i forhold til C20 aktierne. Fra 1. juli 2007 er small cap aktierne (KFMX indekset) saktet betydeligt bagud i forhold til C20 aktierne. Siden starten af 2012 har small cap aktier udviklet sig på linje med C20 indekset. Small cap discounten er nu så attraktiv, at muligheden for et comeback for small cap aktierne synes gunstige. Mange small cap aktier er blevet så billige, at det lægger en kraftig bund under kurserne. Vi har tidligere argumenteret for, at small cap aktier skiftevis underperformer og outperformer large cap aktier med en cyklus på 3-5 år. Vi mener, at vi er i starten af en ny længerevarende periode med outperformance. Flere potentielle opkøb af small cap selskaber vil ligeledes være med til at drive kurserne op. I øjeblikket er H+H og Thrane & Thrane i en take-over situation.

De største risikofaktorer er en Iran krise (bl.a. risiko for stigende oliepriser), og at Kina kommer markant ned i væksttempo, eller at de underdrejede husmarkeder i både USA og Europa igen vil svække forbrugertilliden. Endelig kan gældsproblemerne i Europa føre til, at der bliver ført en for stram finanspolitik til skade for de kommende års vækst. På længere sigt har Vesten en stor udfordring i at få nedbragt de store statsunderskud og de dermed forbundne store strukturelle

gældsproblemer. Hvis tempoet er for lavt, eller indsatserne ikke er overbevisende, kan aktiemarkeder igen komme ind i en negativ trend.



Finanskalender, 2012

- 23. marts Årsrapport 2011
- 20. april Ordinær generalforsamling
- 20. april Delårsrapport, 1. kvartal 2012
- 19. juli Delårsrapport, 1. halvår 2012
- 25. oktober Delårsrapport, 1-3. kvartal 2012

INVESTMENT CASES

DLH (industri)

Investmentcase: DLH er en klassisk turn-around case. DLH er nu tilbage til kerneforretningen, nemlig grossistvirksomhed inden for handel med hårdt træ og træplader (international) og Global Sales (back to back handel med træ). DLH er verdens største uafhængige grossist inden for handel med hårdt træ.

Første del af turn-arounden blev gennemført i 2010 med frasalg af ikke kerneaktiviteter til en samlet værdi af 450 mio. kr. mod oprindeligt forventet 300 mio. kr. Næste skridt var kapitaludvidelsen i 2. kvartal 2011 med et provenu på 250 mio. kr.

Efter kapitaludvidelsen er ledelsens førsteprioritet vækst. Vækstmarkederne er Rusland, Asien (Indien og Kina) og USA. Konjunktursvækkelsen i løbet af 2011 har dog lagt en kraftig dæmper på vækstudsigterne for det kommende år. DLH har fortsat fuld fart på forandrings- og effektiviseringsprocesserne i virksomheden. Seneste tiltag er samling af den nordiske administration i Sydsverige og flytning af Global Sales' back office funktioner fra Tåstrup til Hong Kong. De to initiativer giver en samlet besparelse på 15-25 mio. kr., som slår igennem i 2012. Der er fortsat grundlag for, at DLH opnår den målsatte EBIT margin på 4,5-5,0%, men som følge af den uventede svækkelse af den globale makroøkonomi i 2011, bliver det næppe muligt at opnå målet allerede i 2014. I årsrapporten for 2011 har DLH da også nedjusteret forventningen til EBIT marginen til ca. 4% i 2014.

I et positivt aktiemarked, hvor markedet indregner DLHs langsigtede potentiale, er der mulighed for en betydelig stigning i aktiekursen på 6-12 måneders sigt.

North Media (forbrugsgoder)

Investmentcase: North Media er en investering i et højt direkte afkast. North Media (tidligere Søndagsavisen) formidler tilbud og information til forbrugerne gennem udgivelse af annoncefinansierede husstandsomdelte gratisaviser, samt gennem distribution af tryksager, aviser og vareprøver til forbrugerne. Hertil kommer internettjenester med services og tilbud målrettet mod internetbrugerne.

North Media er en investering i en stærk cash genererende forretningsmodel. Ultimo 2011 havde North Media endvidere en positiv kassebeholdning på over 100 mio. kr. selv efter jumbodividenden på 14 kr. pr. aktie i maj 2011. På den netop overståede generalforsamling blev et udbytte på 3 kr. pr. aktie svarende til 60 mio. kr. vedtaget. På nuværende tidspunkt forventer vi, at North Media vil generere et cash flow, der vil muliggøre et årligt udbytte på op til 5 kr. pr. aktie uden, at gælden i selskabet øges. Det modsvarer et direkte afkast på 20% p.a. ved det nuværende kursniveau.

FK Distribution (tidligere Forbrugerkontakt) har været det store lyspunkt i North Media i de senere år med et primært driftsresultat på den rigtige side af 200 mio. kr. årligt. Den nye regering har dog udmeldt væsentlige ændringer i rammebetingelserne for husstandsomdeling af reklametryksager. Dels vil regeringen undersøge, om den nuværende 'nej tak' til reklamer ordning kan erstattes af en 'ja tak' ordning, dels agter regeringen at indføre en beskatning af reklametryksager fra 1. januar 2013, der svarer til en stigning i prisen for fremstilling og omdeling af reklametryksager med 15%.

Disse tiltag er negative for North Medias fremtidige indtjening, selv om vi ikke kender den endelige udformning af de to initiativer. Vi tror dog fortsat på et marked for husstandsomdelte reklametryksager, der dog vil blive 10-15% mindre ved indførelse af den omtalte skat. Alle aktører (dagligvareforretningerne, leverandørerne og reklamebureauerne) inden for dagligvarehandel er enige om, at husstandsomdelte reklamer er det mest effektive medie at reklamere i. Vi må dog nok indstille os på, at FK Distribution kan risikere helt op til en halvering af det ordinære resultat, hvis begge ordninger indføres. Til gengæld har vi tillid til, at North Media ved implementering af den nye

strategi vil opnå en betydelig fremgang på de andre aktiviteter inden for Søndagavisen og on-line aktiviteterne, hvorved North Media fortsat vil generere et cash flow på den rigtige side af 100 mio. kr. årligt (>5 kr. pr. aktie).

Når der kommer større klarhed om de fremtidige markedsbetingelser for North Media, ser vi et pænt kurspotentiale over de kommende 6-12 måneder. Såfremt North Media vælger delvist at kanalisere overskudslikviditeten tilbage til aktionærerne via aktiemarkedet i form af aktietilbagekøb, vil det have en gavnlig indvirkning på likviditeten og kursudviklingen og dermed interessen for aktien.

H+H International (materialer)

Investmentcase: H+H har været en investering i en overtagelseskandidat, sekundært i en turn-around case. H+H er nr. 2 indenfor produktion af porebeton med stærke markedspositioner i UK, Tyskland, Østeuropa og Norden.

Xella har i lang tid været interesseret i at overtage H+H. De tyske konkurrencemyndigheder har d. 14. marts 2011 imidlertid forbudt en mulig fusion mellem Xella og H+H. Xella overvejer at appellere afgørelsen. Offentliggørelsen af de tyske konkurrencemyndigheders afgørelse førte til kursfald i H+H på op mod 20%, hvorved overtagelsespræmien blev presset ud af aktiekursen.

Som stand alone er H+H en turn-around case. Forværringen af makroøkonomien indebærer en mere langstrakt turn-around, hvor det vil tage længere tid at øge kapacitetsudnyttelsen på grund af lavere efterspørgsel. Til gengæld har Xella opgivet den intense priskonkurrence. Således er priserne i Tyskland sat op med 2 gange 10% og er nu tæt på tidligere niveauer. Xella forsøger også at hæve priserne i Polen, hvilket ser ud til at lykkes i high-end segmentet (30% af H+H omsætning i Polen). Det iværksatte nye omkostningsprogram på 75 mio. kr. med fuld virkning i 2011 er dog i sig selv ikke nok til, at H+H får sorte tal. En normalisering af priserne og en bedre kapacitetsudnyttelse er en forudsætning. Det er vores vurdering, at H+H tidligst kan opnå en positiv indtjening i 2013. På trods af de dårlige indtjeningsudsigter vil H+H generere et positiv cash flow, især hjulpet på vej af et meget lavt investeringsbehov.

Som stand alone har H+H et beskedent kurspotentiale på kort sigt. Genopretningen af indtjeningen som følge af turn-arounden medfører dog et pænt langsigtet potentiale, men det er usikkert, hvornår aktiekursen reagerer herpå.

Egetæpper (forbrugsgoder)

Investmentcase: Egetæpper er en value case. Egetæpper er en ledende spiller på det internationale Contract tæppemarkedet. Egetæpper har en stærk markedsposition, et moderne produktionsapparat med en betydelig uudnyttet kapacitet (høj operationel gearing) og en stærk cash genererende forretningsmodel.

Det internationale tæppemarked er et konjunkturfølsomt (sen cyklisk) modent, fragmenteret og konkurrencepræget marked. Indtil krisen kom, har Egetæpper evnet at vokse i dette marked gennem produktudvikling og bearbejdning af nye markeder som Mellemløst og Fjernøsten. Egetæpper har været hårdt ramt af den økonomiske nedtur, men vokser nu igen (8% organisk i 2010/11). Forværring af makroøkonomien har dog reduceret vores forventninger til væksten til 2% for 2011/12. Den beskedne omsætningsvækst bliver primært skabt af prisstigninger, som Egetæpper har gennemført til compensation af stigende råvarepriser. Indtjeningsevnen har været kraftigt stigende i takt med fremgang i omsætningen, men de fortsatte stigninger i råvarepriserne udskyder yderligere marginalforbedringer til 2013/14. Løftestangeffekten, som selskabets betydelige ledige kapacitet giver, vil dog slå igennem på længere sigt med yderligere margin forbedringer til følge.

Vi forventer, at Egetæpper har et pænt kurspotentiale på 6-12 måneders sigt. Det vil hjælpe på likviditeten og kursudviklingen, hvis Egetæpper vælger at kanalisere noget af den betydelige overskudslikviditet tilbage til aktionærene via aktiemarkedet i form af aktietilbagekøb.

Brdr. Hartmann (materialer)

Investmentcase: Brdr. Hartmann er en investering i en defensiv aktie. Brdr. Hartmann har en stærk cash generende forretningsmodel med et betydeligt udbyttepotentiale. Bestyrelsen foreslår således et udbytte på 9,25 kr. pr. aktie for 2011, svarende til et direkte afkast på over 8%. Brdr. Hartmann har været i en take-over position. Bestyrelsen anbefalede, at aktionærene ikke tog imod tilbuddet fra den største aktionær Lactosan-Sanovo Holding. Bestyrelsen igangsatte en proces for at undersøge, om der er andre interesserede købere, dog uden resultat.

Brdr. Hartmann er Europas førende producent af miljøvenlig støbepap emballage med en markedsandel på 40%. Herudover har Brdr. Hartmann aktiviteter i Nordamerika. Industrien er moden med vækstrater på et par procent. Den hidtidige effektivisering af forretningen har gjort Brdr. Hartmann til en cash generende virksomhed, som den skal være som moden virksomhed. High-end produkterne udgør 40% af Brdr. Hartmanns omsætning i Europa. Mulighederne i Nordamerika er ligeledes, at markedet går mod højere grad af high-end produkter.

Brdr. Hartmann har et pænt kurspotentiale på 6-12 måneders sigt.

PROFIL – Investeringsforeningen SmallCap Danmark

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har specialiseret sig i small cap investeringer. Foreningen er børsnoteret.

Investeringsforeningen SmallCap Danmark investerer i udvalgte børsnoterede virksomheder med det formål at opnå et attraktivt langsigtet afkast for sine aktionærer. Vi investerer i enkelt-selskaber efter grundige finansielle og strategiske analyser og ikke i indeks, brancher eller markeder. Vi investerer store beløb i vores bedste ideer og sikrer derved, at vores beslutninger afspejles direkte i porteføljens afkast.

Vores målrettede fokus på small cap segmentet giver os en konkurrencefordel i forhold til andre professionelle investorer. Vi udnytter således, at mange small cap selskaber er underanalyserede og kun har perifer opmærksomhed blandt børsmæglerne og mange af de institutionelle investorer. Vores investeringsteam har stor erfaring i netop dette segment, hvilket udmønter sig i et højt kendskabsniveau og gode relationer til selskaberne.

Selvom small cap markedet er et nicheområde, er der mange, meget forskelligartede og spændende virksomheder i dette segment af markedet og mange attraktive investeringsmuligheder.

Vi har valgt en forretningsmodel, hvor eneste succeskriterium er at skabe mest mulig værdi for medlemmerne. Vi er uafhængige af andre økonomiske interesser, har ingen anden dagsorden, og der er ikke andre forhold, der har indflydelse på vores investeringer.

Foreningen har kontor- og personalefællesskab med SmallCap Danmark A/S. Bestyrelsen og den daglige ledelse har selv meget betydelige midler investeret i foreningen og SmallCap Danmark A/S og har derfor præcis de samme interesser som de øvrige investorer. Ved udgangen af 2011 udgjorde bestyrelsens og den daglige ledelses samlede investering i SmallCap Danmark A/S og Investeringsforeningen SmallCap Danmark 97 mio. kr. Ledelsens aflønning er resultatafhængig. Der optjenes bonus svarende til 20% af merafkastet i forhold til benchmark (KFMX) over tre år, forudsat det gennemsnitlige årlige afkast overstiger 6% p.a.

Vi har fravalgt den traditionelle bankdistribution, hvor der betales beholdningsprovision på op til 1% p.a. Vi mener ikke, det er i medlemmernes interesse at betale et ekstra gebyr for distribution, idet det i sidste ende fragår i medlemmernes afkast. Konsekvensen af ikke at betale beholdningsprovision er, at foreningen kun kan tiltrække nye medlemmer ved at levere attraktive afkast.

Investeringsfilosofi

Investeringsforeningen SmallCap Danmark investerer i selskaber og ikke i brancher eller indeks.

Vi har en casebaseret investeringsproces og anvender hovedparten af vores ressourcer på dybdegående analyse af det enkelte selskab med henblik på at etablere og vedligeholde en nøje udvalgt og fokuseret portefølje på omkring 20 selskaber. Derved adskiller vi os fra traditionelle indeksbaserede investeringsforeninger, der har væsentlig færre analyseressourcer til rådighed.

Vi investerer i forandringsprocesser. Formålet med vores analyseindsats er at identificere forandringer i enten virksomheden, i virksomhedens markeder eller i investorernes opfattelse af selskabet og selskabets aktier. Det er disse forandringer, som skaber værdiforøgelsen for aktionærerne – i modsætning til mere eller mindre tilfældige indeksudsving.

Vi investerer i selskaber, hvor vi forstår forretningsgrundlaget. Derfor investerer vi typisk i virksomheder med forholdsvis få, men velafprøvede og velkendte produktområder. Vi påstår ikke at være udstyret med særlige evner eller komplicerede modeller, som forudsiger fremtiden.

Derimod vil vi gerne vedstå os en grundig og dybdegående analyseindsats og mange års erfaring med danske aktier og aktiemarkedsforhold.

Investeringskriterier

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har opstillet fire kriterier for investering i et selskab:

- Klar forståelse for forretningsmodellen og de værdiskabende elementer.
- Stærkt produkt, koncept eller marked.
- Aktionærvenlig (eller på vej mod sådanne tiltag).
- Engageret ledelse.

Vi investerer derfor sjældent i biotekselskaber eller andre virksomheder, der kræver en betydelig specialviden, som vi ikke råder over, eller hvor en vurdering af den fremtidige udvikling i væsentlig grad må bero på eksterne eksperter vurdering.

Vi foretrækker virksomheder med en enkel struktur og få produktområder, idet dette oftest leder til en mere fokuseret og målrettet virksomhed, som ifølge vores erfaring er den bedste forudsætning for succes. Virksomheden skal også have en komparativ fordel. Derfor vil vi typisk investere i virksomheder, der har en stærk markedsposition på et nærmere defineret område.

Foreningen fravælger således konsekvent visse typer af virksomheder, og vi er helt bevidste om, at vi af den årsag i perioder kan risikere at få et lavere afkast end markedet generelt.

Vi er langsigtede investorer og har derfor tid til at vente på, at en investeringscase udvikler sig.

På investeringstidspunktet vil selskaberne næppe opfylde alle kriterier, men det skal være sandsynligt, at de inden for en kortere periode vil opfylde stadig flere af kriterierne.

Investeringsprocesser

Analyseprocessen er en traditionel fundamentalanalyse. Der er kun i begrænset omfang ekstern analytisk dækning af danske small cap aktier. Dette er både vores eksistensberettigelse og årsagen til, at vores egen analyseindsats prioriteres højt. Vi udarbejder således egne finansielle analyser og prognoser, hvilket er væsentligt for forståelsen af virksomheden, men også for at kvantificere værdiskabelsen.

Endvidere gør vi meget ud af relevante peer group-sammenligninger – både med hensyn til vurdering af forretningsmodellens lønsomhed og i vurderingen af prisfastsættelse af aktien.

Vi lægger i beslutningsprocessen vægt på at være tidligt inde i en investering. Dermed sikres, at selskabet kapitaliserer både på værdiskabelsen og den efterfølgende multiplekspansion som følge af, at interessen for aktien øges. Den øgede interesse afspejles typisk også i en forbedret likviditet i aktien.

Vi er en aktiv investor, som konstruktivt – men kritisk – arbejder for, at selskaberne får værdierne afspejlet i deres aktiekurser. Det sker i en konstruktiv dialog med ledelserne af de selskaber, der investeres i.

RISIKO OG STYRING

Som investor i en investeringsforening får man en løbende forvaltning af sin opsparing indenfor et fastlagt markedssegment. I forvaltningen indgår en løbende monitorering og hensyntagen til de mange og forskelligartede risikofaktorer, der kan påvirke afkastet.

Afkastet kan variere betydeligt fra periode til periode, såvel absolut som relativt i forhold til aktiemarkedet generelt og i forhold til udviklingen indenfor foreningens investeringsområde. Værdien af et investeringsbevis i foreningen kan derfor på et vilkårligt tidspunkt være højere, lavere eller det samme som værdien på investeringstidspunktet.

Aktieinvestering er langsigtet investering hvor resultaterne skal bedømmes over en længere tidshorisont. Dette gælder i særlig grad for Investeringsforeningen SmallCap Danmark i kraft af foreningens fokuserede investeringskoncept og fokus på forholdsvis illikvide aktier.

Kvaliteten i forvaltningen af foreningens midler skal bedømmes mod udviklingen indenfor foreningens investeringsområde. Som udtryk for udviklingen indenfor foreningens investeringsområde (benchmark) har foreningen valgt KFMX, der er et aktieindeks, der udtrykker kursudviklingen på alle aktier noteret på Nasdaq OMX Copenhagen A/S, der ikke er blandet de 20 største og således indgår i OMXC20 indekset.

Følgende faktorer kan efter ledelsens opfattelse være af særlig betydning for udviklingen i værdien af foreningens investeringer og dermed den indre værdi af foreningens beviser: 1) Udsving på aktiemarkederne generelt, 2) Udsving i kurserne på small cap aktier, 3) Udsving i værdien af foreningens aktieportefølje, 4) Udsving i valutakurser og 5) Likvider.

Udsving på aktiemarkederne generelt

Udsvingene på aktiemarkederne kan være betydelige. Overordnede udsving kan være en reaktion på makroøkonomiske forhold, internationale og nationale politiske forhold, lovgivnings- og reguleringsmæssige forhold, markedsmæssige forhold, branchemæssige forhold m.m. Der er en klar tendens til, at udsvingene i aktiekurser korrelerer på tværs af brancher og markeder.

Udsving i kurserne på small cap aktier

Kursudviklingen på small cap aktier kan i perioder afvige betydeligt, i såvel positiv som negativ retning, fra den generelle udvikling på aktiemarkedet. Dette kan skyldes forskelle i likviditet og likviditetspræference, investorbevågenhed, hvilke investorer, der er aktive i markedet såvel som den generelle markedsstemning.

Small cap segmentet omfatter både etablerede virksomheder og relativt unge og nystartede virksomheder. Som helhed opfattes small cap segmentet ofte som mere risikobetonet end aktiemarkedet generelt. Dette kan skyldes, at små og mellemstore virksomheder ofte er mere hjemmemarkedsorienterede, er mere nicheorienterede, har begrænsede finansielle og ledelsesmæssige ressourcer og, hvad angår relativt nystartede virksomheder, endnu har uprøvede produkter og/eller forretningsmodeller. Hertil kommer aktiemarkedsrelaterede forhold så som (periodevis) lav likviditet, likviditetspræference og investorbevågenhed.

Der findes ikke standardiserede afledte finansielle instrumenter som direkte afspejler markedsudviklingen indenfor foreningens investeringsområde. For at sikre at foreningens ledelse til enhver tid har de fornødne instrumenter til bedst muligt at beskytte foreningens midler har foreningen dog mulighed for i særlige situationer, når forholdene tilsiger det og ledelsen finder det hensigtsmæssigt, at anvende afledte finansielle instrumenter så som terminsforretninger, futures, optioner og warrants. Foreningen anvender kun afledte finansielle instrumenter til risikoafdækning.

Udsving i værdien af foreningens aktieportefølje

Foreningens investeringskoncept er caseorienteret og et centralt element i konceptet er en fokuseret portefølje af nøje udvalgte investeringer. Foreningens resultater er derfor i høj grad afhængige af, hvornår potentialet i enkeltinvesteringer materialiseres. Den fokuserede porteføljestrategi bevirker, at foreningens afkast i perioder kan afvige væsentligt fra den overordnede markedsudvikling, såvel som udviklingen i small cap segmentet.

Foreningen tilstræber en risikoprofil, der ikke afviger væsentligt fra aktiemarkedet som helhed. Foreningen søger at begrænse risikoen ved small cap investering og den fokuserede porteføljestrategi gennem et højt kendskabsniveau til de aktier der indgår i porteføljen.

Den illikviditet, der kendetegner mange small cap aktier betyder, at foreningen kan have vanskeligt ved at realisere f.eks. fejlslagene investeringer.

Udsving i valutakurser

Foreningens investeringsunivers er small cap virksomheder i Skandinavien. Der investeres primært i danske børsnoterede virksomheder, sekundært i børsnoterede skandinaviske aktier, med hovedvægt på Sverige.

Investering i udenlandske værdipapirer giver eksponering i fremmedvaluta. Foreningen afdækker ikke udsving i valutakurser og udsvingene kan derfor påvirke foreningens afkast. Da der primært investeres i danske aktier og forholdet mellem DKK og valutaerne i de øvrige lande, der indgår i foreningens investeringsunivers, historisk har været relativt stabilt, vurderer foreningen at foreningens valutakursrisiko er forholdsvis lav.

Likvider

Foreningen har en politik for placering af selskabets likvider. Foreningen har foretaget en konkret vurdering af hvilke pengeinstitutter der med lav tabsrisiko kan placeres likvider hos og ud fra en konkret vurdering fastsat grænser for hvor mange midler der kan placeres hos det enkelte institut.

Virksomhedsledelse, risikostyring, rapportering og kontroller

De største kommercielle risici relaterer sig til udviklingen i foreningens aktieportefølje. Ledelsen overvåger og tilpasser løbende aktieporteføljen. Investeringsstrategien og enhver investeringsbeslutning er baseret på ledelsens forventninger til fremtiden, såvel overordnet som i forhold til en konkret investering. Foreningen søger at tilvejebringe så fyldestgørende et beslutningsgrundlag som muligt og herudfra realistisk og nøgternt at afveje risici og afkastmuligheder. Alle væsentlige aktieinvesteringer understøttes af detaljerede regnearksmodeller med estimater for den fremtidige indtjeningsudvikling og et investment summary, der opsummerer baggrunden for investeringen og forventningerne til den fremtidige udvikling.

Foreningens bestyrelse har fastsat risiko- og eksponeringsrammer for forvaltningen. Foreningens aktuelle eksponering i forhold til disse opgøres og kontrolleres dagligt.

Foreningen har implementeret forretningsgange og kontrolsystemer til minimering af fejl og besvigelser. Der arbejdes løbende på at udvikle og forbedre systemerne. Ledelsen vurderer ikke, der er væsentlige risici forbundet med måling og rapportering.

Hver morgen udarbejdes der en resultat- og porteføljeoversigt, der belyser udviklingen i foreningens resultater samt aktuelle finansielle eksponering. Resultat- og porteføljeoversigten danner grundlag for den daglige opgørelse og indrapportering af indre værdi til NASDAQ OMX Copenhagen A/S, samt den løbende styring af foreningens portefølje. Foreningen anvender endvidere et realtidsopdateret resultat- og styringsværktøj, der viser udviklingen i resultatet og eksponeringen igennem dagen.

Ved udgangen af hver måned udarbejdes der et månedsregnskab, hvorved den daglige opgørelse af resultater valideres og værdipapirdepoter og likvider kontrolleres og afstemmes. Månedsrapporeringen danner grundlag for foreningens delårsrapporter. Delårsrapporterne revideres ikke.

Månedsrapporten for december danner udgangspunkt for årsrapporten. Årsrapporten revideres af foreningens revisor.

Foreningens bogførings-, rapporterings-, styrings- og kontrolsystemer, består af en kombination af eksternt og internt udviklede systemer.

På IT-området lægges vægt på data- og systemsikkerhed. Der er udarbejdet procedurer og beredskabsplaner med det mål at sikre at data, systemer og normal drift kan genetableres indenfor kort tid i tilfælde af større eller mindre nedbrud.

Alle regnskaber m.m. udarbejdes internt, af foreningens administration.

Foreningen er underlagt løbende kontrol fra Finanstilsynet og foreningens generalforsamlingsvalgte, lovpligtige, eksterne revision.

Samfundsansvar

Investeringsforeningen SmallCap Danmark har ikke en politik for samfundsansvar.

IR-POLITIK OG INCITAMENTPROGRAMMER

Formål med IR-politikken

Investeringsforeningen SmallCap Danmark tilstræber at have tilfredse og velinformerede investorer.

Formålet med Investeringsforeningen SmallCap Danmarks IR-tiltag er at sikre, at nuværende og potentielle medlemmer samt øvrige relevante interessenter har lige adgang til fyldestgørende og pålidelig information om alle væsentlige og kurspåvirkende forhold samt at medvirke til, at priserne i markedet for foreningens beviser afspejler bevisernes værdi.

IR-tiltag

Investeringsforeningen SmallCap Danmark ønsker åbenhed og vil derfor løbende arbejde for, at informationsniveauet og kommunikationen med medlemmerne udbygges. Foreningen lægger vægt på at alle væsentlige oplysninger om foreningen offentliggøres på en pålidelig og fyldestgørende måde.

Alle væsentlige og kurspåvirkende forhold offentliggøres uden forsinkelse via NASDAQ OMX Copenhagen A/S. Foreningen offentliggør delårsrapporter (kvartalsmeddelelser).

Den indre værdi af foreningens beviser offentliggøres 3 gange dagligt (morgen, middag og sen eftermiddag) med henblik på at understøtte en effektiv prisdannelse på foreningens beviser.

Foreningen har etableret en marketmakerordning. Foreningens marketmaker stiller løbende købs- og salgspriser og medvirker til, at det under normale forhold er muligt at erhverve og afhænde beviser til priser tæt på indre værdi. Er der ikke bud / udbud eller tilstrækkelig dybde i markedet faciliterer foreningen handel via emission / indløsning.

Nye medlemmer af foreningen vil, inden for 14 dage efter de er registreret i foreningens medlemsregister, modtage en "velkomstpakke" med relevant information om foreningen og dens resultater.

Foreningens hjemmeside

Foreningens hjemmeside www.smallcap.dk er et vigtigt middel i foreningens kommunikation med medlemmer og andre interessenter. På hjemmesiden kan man blandt andet finde:

- Uddybende information om foreningens koncept og strategi
- Information om foreningens resultater (track record)
- Den seneste offentliggjorte information om foreningens portefølje
- Investmentcases på udvalgte kerneinvesteringer
- Seneste nyt om udvalgte kerneinvesteringer
- Alle årsrapporter og delårsrapporter
- Alle offentliggjorte børsmeddelelser
- Finanskalender med oplysning om datoer for offentliggørelse af kommende delårsrapporter
- Indre værdi samt kursudviklingen på foreningens beviser
- Oplysninger om foreningens bestyrelse, direktion og medarbejdere
- Hvordan man kommer i kontakt med foreningens ledelse og medarbejdere
- Mulighed for at bestille investormateriale og oplysning om, hvordan man ønsker at blive holdt løbende orienteret om udviklingen i foreningen

IR-kontakt

IR-relaterede spørgsmål besvares af direktør Christian Reinholdt på telefon 33 30 66 16.

Navnenotering foregår gennem medlemmernes eget kontoførende institut.

Generalforsamling

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes den 20. april 2012 kl. 15.00 i:

Charlottehaven
Hjørringgade 12C
DK-2100 København Ø

Incitamentsprogrammer

Foreningens bestyrelse vedtog og implementerede i 2010 et nyt incitamentssystem for foreningens ledende medarbejdere. Hensigten med bonusordningen er at honorere relativ værdiskabelse, altså afkast udover udviklingen i small cap markedet generelt (foreningens benchmark, KFMX). Bonus-systemet fokuserer på den langsigtede afkastudvikling (tre år), hvilket er helt i tråd med den generelle udvikling i incitamentbaseret aflønning i den finansielle sektor. Bonusordningen, der er gældende med virkning fra den 1. januar 2010, indeholder følgende hensættelses og udbetalingskriterier:

Hensættelse

Foreningen hensætter løbende (dagligt) til fremtidige bonusforpligtelser og hensættelsen indregnes i opgørelsen af indre værdi. Der hensættes systematisk 20% af merafkastet i forhold til KFMX. Det er en forudsætning at der i kalenderåret er opnået et absolut afkast der overstiger 6%.

Optjening / udbetaling

Når et regnskabsår er afsluttet og årets resultat og afkast er endeligt opgjort, opgøres der en bonuspulje som summen af bonus efter nedenstående to kriterier. Bonuspuljen fordeles diskretionært mellem de af ordningen omfattede ansatte.

- 1 års kriterium. Der optjenes 6,66% (1/3 af 20%) af merafkastet ifht. KFMX i det netop afsluttede regnskabsår. Det er en forudsætning at afkastet før bonus overstiger 6%.
- 3 års kriterium. Der optjenes 13,33% (2/3 af 20%) af det gennemsnitlige årlige merafkastet ifht. KFMX over de senest tre afsluttede regnskabsår. Det er en forudsætning at det gennemsnitlige årlige afkast før bonus er over 6%.

Afkastet opgøres efter alle ordinære omkostninger og eventuel skat, men før eventuelle ekstraordinære indtægter og udgifter samt bonus.

Udbetaling af bonus finder sted når foreningens medlemmer på den ordinære generalforsamling har godkendt årsrapporten.

LEDELSESHVERV, DIREKTION OG BESTYRELSE

Direktion

Christian Reinholdt

Direktør siden d. 23. december 2005.

Bestyrelse

Jan O. Frøshaug, formand

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 23. december 2005.

Medlem af bestyrelsen i:

Absolute Return Partners Llp, Advisory Board, formand

SmallCap Danmark A/S, formand

Trafalgar House Trustee Ltd, formand

Vega Invest e.u.r.l., managing partner

Ringier AG

Niels Roth, næstformand

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 23. december 2005.

Medlem af bestyrelsen i:

Friheden Invest A/S, formand

Foreningen Fast Ejendom, Dansk Ejendomsportefølje, F.m.b.a., formand

TK Development A/S, formand

SmallCap Danmark A/S, næstformand

Arvid Nilssons Fond

FFH Invest A/S

Realdania

Zira Invest II ApS, direktør

Zira Invest III ApS, direktør

Per Søndergaard Pedersen

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 23. december 2005.

Medlem af bestyrelsen i:

Athene Group A/S, formand

Bjørk & Maigaard ApS, formand

Business Institute Aalborg A/S, formand

Consensia A/S, formand

Consensia Holding A/S, formand

EIPE Holding A/S, formand

Exportakademiet Holding ApS, formand

Ib Andersen , formand

Ib Andersen Ventilation A/S, formand

Ib Andersen Øst, formand

J. A. Plastindustri A/S, formand
JMI Gruppen A/S, formand
Lindgaard A/S, formand
NOWACO Group A/S, formand
Nybolig Jan Milvertz A/S, formand
PL Holding Aalborg A/S, formand
Restaurant Fusion A/S, formand
TBP Invest, Aalborg A/S, formand
Bjørk & Maigaard Holding ApS
Ejendomsaktieselskabet Hjulmagervej 58 A/S
Ejendomsaktieselskabet Maren Poppers Gård
Ejendomsaktieselskabet Thorkild Kristensen A/S
Ejendomsaktieselskabet Thorkild Kristensen Bolig A/S
Ejendomsaktieselskabet Thorkild Kristensen Blokhuis A/S
Ejendomsaktieselskabet Thorkild Kristensen Erhverv A/S
Emidan A/S
Fan Milk International A/S
Fonden Musikkens Hus
Global Car Sourcing ApS
Malene og Ole Friis Holding ApS
OKF Holding A/S
SmallCap Danmark A/S
TK Development A/S
A.S.P. Ejendom ApS, direktør
J.A. Plastindustri Holding A/S, direktør
PSP Holding ApS, direktør

Erik K. Skjøtt

Direktør

Medlem af bestyrelsen siden d. 9. februar 2006.

Medlem af bestyrelsen i:
Aktieselskabet af 1/2 1972, formand
Demenskontakten A/S, formand
Eksuda A/S, formand
Investeringselskabet TUE af 1. april 2000 A/S, formand
Skjøtt & Co. A/S, formand
Biludan Gruppen A/S
Harald Simonsen Ejendoms kontor ApS
SmallCap Danmark A/S
Schaumann Properties A/S

BESTYRELSENS OG LEDENDE MEDARBEJDERES EJERANDELE

Ultimo 2011 ejede foreningens daglige ledelse og bestyrelse i alt 1.384 stk. beviser i foreningen. Beholdningen havde en samlet værdi på 9,2 mio. kr., svarende til 6,6% af foreningens formue.

| | Antal beviser d. 31-12-2011 | Ændring siden d. 31-12-2010 | Kursværdi, t.kr. | % af formue |
|--------------------------|--------------------------------|--------------------------------|------------------|-------------|
| Daglig ledelse | | | | |
| Christian Reinholdt | 603 | +10 | 4.019 | 2,9% |
| Michael West Hybholt | 200 | - | 1.333 | 1,0% |
| Jens Erik Høst | 330 | -110 | 2.200 | 1,6% |
| Steffen Schouw | 35 | - | 233 | 0,2% |
| I alt | 1.168 | -100 | 7.785 | 5,6% |
| Bestyrelse | | | | |
| Jan O. Frøshaug | 118 | - | 787 | 0,6% |
| Erik K. Skjøtt | 98 | - | 653 | 0,5% |
| Per Søndergaard Pederse | 0 | - | 0 | 0,0% |
| Niels Roth | 0 | - | 0 | 0,0% |
| I alt | 216 | - | 1.440 | 1,0% |
| Samlet besiddelse | 1.384 | -100 | 9.225 | 6,6% |

Resultatopgørelse for 1. jan. - 31. dec.

| | Note | 2011 t.kr. | 2010 t.kr. |
|---|------|----------------|---------------|
| Renter og udbytter | | | |
| Renteindtægter | 2 | 107 | 288 |
| Udbytter | 3 | 6.655 | 2.754 |
| I alt renter og udbytter | | 6.762 | 3.042 |
| Kursgevinster og -tab | | | |
| Kapitalandele | | -53.999 | 29.061 |
| Handelsomkostninger | | -201 | -345 |
| I alt kursgevinster og -tab | 4 | -54.200 | 28.716 |
| I alt indtægter | | -47.438 | 31.758 |
| Administrationsomkostninger | 5 | -2.428 | -3.894 |
| Resultat før skat | | -49.866 | 27.864 |
| Skat | 6 | -91 | -65 |
| Årets nettoresultat | | -49.957 | 27.799 |
| Resultatdisponering | | | |
| Årets overskud foreslås disponeret således: | | | |
| Til rådighed for udlodning | 7 | -61.240 | -69.274 |
| Foreslået udlodning | | 0 | 0 |
| Overført til udlodning næste år | | -61.240 | -69.274 |
| Udlodningsregulering | | -2.504 | 211 |
| Overført til formuen | | 13.787 | 96.862 |
| | | -49.957 | 27.799 |

Balance pr. 31. december

Aktiver

| | Note | 2011 t.kr. | 2010 t.kr. |
|---|------|----------------|----------------|
| Likvide midler | | | |
| Indestående i depotselskab | | 9.276 | 780 |
| Indestående i andre pengeinstitutter | | 1 | 8.256 |
| I alt likvide midler | | 9.277 | 9.036 |
| Kapitalandele | | | |
| Noterede aktier fra danske selskaber | | 122.476 | 162.677 |
| Noterede aktier fra udenlandske selskaber | | 11.032 | 18.919 |
| I alt kapitalandele | 8 | 133.508 | 181.596 |
| Andre aktiver | | | |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | | 160 | 0 |
| I alt andre aktiver | | 160 | 0 |
| Aktiver i alt | | 142.945 | 190.632 |
| Passiver | | | |
| Medlemmernes formue | 9 | 138.889 | 182.745 |
| Anden gæld | | | |
| Skyldige omkostninger | | 3.838 | 7.118 |
| Mellemværende vedrørende handelsafvikling | | 218 | 769 |
| I alt anden gæld | | 4.056 | 7.887 |
| Passiver i alt | | 142.945 | 190.632 |

Andre oplysninger

10

ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Generelt

Årsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. samt yderligere danske oplysningskrav til årsrapporter for børsnoterede investeringsforeninger.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste år.

Den væsentligste anvendte regnskabspraksis er følgende:

Årsrapporten er aflagt i 1.000 DKK.

Generelt om indregning og måling

Aktiver indregnes i balancen, når det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil tilflyde foreningen, og aktivets værdi kan måles pålideligt. Forpligtelser indregnes i balancen, når de er sandsynlige og kan måles pålideligt. Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til kostpris. Efterfølgende måles aktiver og forpligtelser som beskrevet for hver regnskabspost. Visse finansielle aktiver og forpligtelser måles til amortiseret kostpris, hvorved der indregnes en konstant effektiv rente over løbetiden. Amortiseret kostpris opgøres som oprindelig kostpris med fradrag af eventuelle afdrag samt tillæg/fradrag af den akkumulerede amortisering af forskellen mellem kostpris og nominelt beløb. Ved indregning og måling tages hensyn til gevinster, tab og risici, der fremkommer, inden årsrapporten aflægges, og som be- eller afkræfter forhold, der eksisterede på balancedagen. Indtægter indregnes i resultatopgørelsen i takt med, at de indtjenes, herunder indregnes værdireguleringer af finansielle aktiver og forpligtelser, der måles til dagsværdi eller amortiseret kostpris. Endvidere indregnes omkostninger, der er afholdt for at opnå årets indtjening, herunder afskrivninger, nedskrivninger og hensatte forpligtelser samt tilbageførsler som følge af ændrede regnskabsmæssige skøn af beløb, der tidligere har været indregnet i resultatopgørelsen.

Renteindtægter

Renteindtægter omfatter renter af indestående i depotbanken samt andre bankrenter.

Aktieudbytter

Aktieudbytter omfatter årets indtjente udbytter.

Kapitalandele

Kursgevinster omfatter såvel realiserede som urealiserede gevinster og tab. De realiserede kursgevinster og tab opgøres som forskellen mellem salgsværdien og markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsesværdien ved erhvervelse i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og tab opgøres som forskellen mellem markedsværdien på balancedagen og markedsværdien ved årets begyndelse eller anskaffelsesværdien ved erhvervelse i regnskabsåret.

Administrationsomkostninger

Personaleomkostninger: Gager, bidrag til social sikring, feriepenge, bestyrelseshonorar og bonus til medarbejdere indregnes i det regnskabsår, hvor arbejdsydelsen er udført for foreningen. Herudover indregnes omkostninger såsom kurser, annoncering og øvrige omkostninger afholdt i forbindelse med det ansatte personale.

Andre omkostninger: Der indregnes her afskrivninger, husleje, it-omkostninger, omkostninger til børsnotering, advokat, revisor og lignende.

Foreningen har kontorfællesskab med SmallCap Danmark A/S. Fordeling af fællesomkostninger sker efter skønnet ressourcetræk.

Skat

Skat omfatter den del af den i udlandet tilbageholdte udbytteskat, som ikke kan refunderes.

Udlodning

Foreningen foretager årligt en udlodning, der opfylder kravene til minimumsudlodning i ligningslovens §16C. Foreningen selv betaler ikke skat. Skattepligten påhviler modtagerne af udlodningerne. "Til rådighed for udlodning" opgøres på grundlag af de i regnskabsåret: 1) Indtjente renter og udbytter samt vederlag for udlån af værdipapirer. Tilgodehavende udbytteskat indgår efter modtagelsen af udbytteskatten, 2) Realiserede nettokursgevinster og 3) Administrationsomkostninger.

Udlodningsprocenten beregnes som beløbet til rådighed for udlodning i procent af den cirkulerende kapital på balancedagen. Den beregnede procent nedrundes i overensstemmelse med ligningslovens §16C til nærmeste kvarte procent eller til nul, hvis den beregnede procent er under 1.

Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta værdiansættes til noterede valutakurser på balancedagen.

Kapitalandele

Noterede aktier måles til dagsværdi. Dagsværdien fastsættes til lukkekursen på balancedagen, eller hvis en sådan ikke foreligger, til en anden officiel kurs, der må antages bedst at svare hertil. Noterede værdipapirer i fremmed valuta omregnes til noterede valutakurser på balancedagen. Unoterede aktier værdiansættes til markedsværdien. Køb og salg af værdipapirer registreres på handelsdagen.

Andre aktiver

Tilgodehavende renter, udbytter m.v. måles til dagsværdi og består af periodiserede renter på balancedagen samt udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen. "Mellemværende vedrørende handelsafvikling (tilgodehavende)" består af nettoværdien af provenuet fra salg og køb af aktiver samt fra indløsninger og emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen. Der foretages modregning med poster under "Mellemværende vedrørende handelsafvikling (gæld)", hvor dette tillades efter gældende regler.

Medlemmernes formue

"Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser" består af den foreslåede udlodning pr. 31. december året før beregnet som udbytteprocenten ganget med cirkulerende kapital pr. 31. december året før. "Ændring i udbetalt udlodning pga. emission/indløsning" består af forskellen mellem den efter generalforsamlingen udbetalte udlodning på grundlag af den på dette tidspunkt cirkulerende kapital og udlodningen beregnet pr. 31. december året før. "Informations- og markedsføringsomkostninger" samt "Tegningsprovision" består af den del af "Emissionstillæg og indløsningsfradrag", som er anvendt til disse udgifter.

Årets resultat/årets udlodning

Forskellen mellem det regnskabsmæssige resultat og udlodningen tillægges/fradrages formuen. "Overført til udlodning næste år" består af restbeløbet efter nedrunding af "Til rådighed for udlodning". Udlodningsreguleringen beregnes således, at udlodningsprocenten er af samme størrelse før og efter emission og indløsning. Ved emission beregnes udlodningsreguleringen som en andel af det beløb, der er til rådighed for udlodning på emissionsdagen. Andelen beregnes som emissionens nominelle værdi i forhold til den cirkulerende kapital. En del af det, ved emissionen indbetalte beløb, anvendes således til udbetaling af udlodning. Ved indløsning foretages beregning, som på tilsvarende vis nedbringer udbetalingen af udlodning. "Overført fra sidste år" består af nedrundingen af udlodningsbeløbet fra sidste år.

Gæld

Forpligtelser måles til amortiseret kostpris, medmindre andet er specificeret. "Mellemværende vedrørende handelsafvikling (gæld)" består af nettoværdien af provenuet fra salg og køb af aktiver samt fra indløsninger og emissioner før balancedagen, hvor betalingen sker efter balancedagen.

Væsentlige aftaler

Aftaler om depotbankfunktion

Foreningen har en depotselskabsaftale med Arbejdernes Landsbank A/S. Depotbanken forvalter og opbevarer finansielle instrumenter og likvide midler for foreningen i henhold til lov om finansiel virksomhed § 106 samt Finanstilsynets bestemmelser.

Noteoversigt

1. Hoved- og nøgletal
2. Renteindtægter
3. Aktieudbytter
4. Kapitalandele
5. Administrationsomkostninger
6. Skat
7. Til rådighed for udlodning
8. Kapitalandele
9. Medlemmernes formue
10. Andre oplysninger

Noter til årsregnskab

Note 1. Hoved- og nøgletal

Der henvises til hoved- og nøgletalsoversigt på side 2.

Note 2. Renteindtægter

| | 2011 | 2010 |
|-------------------------------------|------------|------------|
| | t.kr. | t.kr. |
| Rente af indestående i depotselskab | 105 | 125 |
| Andre renteindtægter | 2 | 163 |
| I alt renteindtægter | 107 | 288 |

Note 3. Aktieudbytter

| | | |
|------------------------------------|--------------|--------------|
| Udbytter fra danske selskaber | 6.050 | 2.317 |
| Udbytter fra udenlandske selskaber | 605 | 437 |
| I alt udbytter | 6.655 | 2.754 |

Note 4. Kursgevinster og -tab

| | | |
|--|----------------|---------------|
| Realiserede kursgevinster/tab danske aktier | -1.375 | 10.790 |
| Realiserede kursgevinster/tab udenlandske aktier | -277 | 1.672 |
| Urealiserede kursgevinster/tab danske aktier | -47.144 | 12.077 |
| Urealiserede kursgevinster/tab udenlandske aktier | -5.203 | 4.522 |
| I alt kapitalandele | -53.999 | 29.061 |
| Handelsomkost. vedr. omlægninger, ført i resultatopgørelsen | 201 | 345 |
| Handelsomkost. vedr. indløsning og emission, ført over formuen | 9 | 24 |
| I alt handelsomkostninger | 210 | 369 |

Foreningen har ikke i 2011 eller tidligere år anvendt afledte finansielle instrumenter.

Note 5. Administrationsomkostninger

Posten kan i hovedposter specificeres således:

| | | |
|--|--------------|--------------|
| Honorar til bestyrelse | 200 | 200 |
| Løn til direktion | 859 | 860 |
| Løn til andre ansatte | 253 | 1.713 |
| Revisionshonorar til revisorer (lovpligtig revision) | 125 | 125 |
| Andre honorarer til revisorer | 0 | 0 |
| Husleje m.v. | 143 | 140 |
| Kontorhold m.v. | 178 | 245 |
| IT omkostninger m.v. | 152 | 192 |
| Markedsføringsomkostninger | 13 | 32 |
| Gebyrer til depotselskab | 221 | 185 |
| Øvrige omkostninger | 284 | 202 |
| I alt administrationsomkostninger | 2.428 | 3.894 |

Noter til årsregnskab

Note 5. Administrationsomkostninger (fortsat)

| Lønninger, inkl. honorar til bestyrelse, kan opdeles således: | 2011 | 2010 |
|--|--------------|--------------|
| | t.kr. | t.kr. |
| Løn m.m. | 1.231 | 1.239 |
| Hensat resultatafhængig bonus | 0 | 734 |
| Regulering af tidligere hensat bonus | -340 | 0 |
| Lønsumsafgift og socialt sikring | 377 | 150 |
| Andre personaleomkostninger | 44 | 650 |
| | 1.312 | 2.773 |
| Antal ansatte i gennemsnit | 3 | 3 |

Bonus:

Foreningen har med dets direktør samt og andre ledende medarbejdere indgået bonusaftaler.

I 2011 er der ikke hensat til resultatafhængig bonus.

I 2010 blev der hensat 734 t.kr. til resultatafhængig bonus.

I 2011 er der udbetalt 220 t.kr. tidligere hensat bonus vedr. 2010 og 2.730 t.kr. vedr. 2009.

Foreningens incitamentsprogram er nærmere beskrevet på side 19.

Note 6. Skat

| | | |
|--|-----------|-----------|
| Ikke refunderbar skat af renter og udbytter | 91 | 65 |
|--|-----------|-----------|

Note 7. Til rådighed for udlodning

| | | |
|-----------------------------------|----------------|----------------|
| Renteindtægter | 107 | 288 |
| Udbytter efter skat | 6.564 | 2.688 |
| Realiserede kursgevinster | 6.295 | 23.902 |
| | 12.966 | 26.878 |
| Administrationsomkostninger | -2.428 | -3.894 |
| Udlodningsregulering | -2.504 | 211 |
| Overført udlodning fra sidste år | -69.274 | -92.469 |
| Til rådighed for udlodning | -61.240 | -69.274 |

Beløbet for 2011 overføres til udlodningspuljen for 2012.

Beløbet for 2010 blev overført til udlodningspuljen for 2011.

Noter til årsregnskab

Note 8. Kapitalandele

Beholdningslister ultimo 2010 og 2011 kan rekvireres ved henvendelse til foreningen. Beholdningen består alene af børsnoterede danske og svenske aktier. Foreningen har hverken i 2010 eller 2011 anvendt afledte finansielle instrumenter.

Værdipapirbeholdningen fordeler sig således på brancher:

| | 2011 | 2010 |
|---------------------------|---------------|---------------|
| Industri | 37,0% | 36,8% |
| Forbrugsgoder | 28,5% | 27,7% |
| Materialer | 14,6% | 10,6% |
| Finans | 6,6% | 3,5% |
| Sundhedspleje | 5,7% | 6,9% |
| Informationsteknologi | 5,3% | 8,8% |
| Konsumentvarer | 2,3% | 2,6% |
| Forsyning | 0,0% | 3,1% |
| Værdipapirer i alt | 100,0% | 100,0% |

Geografisk fordeling

| | | |
|---------------------------|---------------|---------------|
| Danmark | 91,7% | 89,6% |
| Sverige | 8,3% | 10,4% |
| Norge | 0,0% | 0,0% |
| Finland | 0,0% | 0,0% |
| Værdipapirer i alt | 100,0% | 100,0% |

| | 2011 t.kr. | 2010 t.kr. | 2011 andel, pct. | 2010 andel, pct. |
|---|---------------|---------------|---------------------|---------------------|
| Aktivfordeling | | | | |
| Børsnoterede finansielle instrumenter | 133.668 | 181.596 | 93,5% | 95,3% |
| Finansielle instrumenter noteret på et andet reguleret marked | 0 | 0 | 0,0% | 0,0% |
| Nyemitterede finansielle instrumenter, der planlægges noteret på en fondsbørs eller et andet reguleret marked | 0 | 0 | 0,0% | 0,0% |
| Øvrige finansielle instrumenter | 9.277 | 9.036 | 6,5% | 4,7% |

Note 9. Medlemmernes formue

| | 2011 andele, stk. | 2010 andele, stk. | 2011 t.kr. | 2010 t.kr. |
|---|----------------------|----------------------|----------------|----------------|
| Saldo primo | 19.979 | 20.005 | 182.745 | 154.246 |
| Emissioner i året | 1.160 | 1.354 | 8.016 | 11.029 |
| Indløsninger i året | -300 | -1.380 | -5.125 | -10.467 |
| Emmissionstillæg | 0 | 0 | 53 | 70 |
| Indløsningsfradrag | 0 | 0 | 18 | 92 |
| Handelsomkostninger | 0 | 0 | -9 | -24 |
| Udlodningsreguleringer i årets løb | 0 | 0 | -2.504 | 211 |
| Årets udlodninger | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Overført til udlodning næste år | 0 | 0 | -61.240 | -69.274 |
| Overført fra resultatopgørelsen | 0 | 0 | 13.787 | 96.862 |
| Medlemmernes formue pr. 31. dec. | 20.839 | 19.979 | 135.742 | 182.745 |

Note 10. Andre oplysninger

Foreningen har herudover ikke påtaget sig eventualforpligtelser eller finansielle forpligtelser udover hvad der er oplyst i nærværende regnskab.

LEDELSENS PÅTEGNING

Bestyrelsen og direktionen har dags dato godkendt årsrapporten for 2011 for Investeringsforeningen SmallCap Danmark omfattende ledelsespåtegning, ledelsesberetning, resultatopgørelse, balance, anvendt regnskabspraksis og noter.

Årsrapporten er aflagt i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v., samt de retningslinjer, der følger af bekendtgørelsen om investeringsforeningers og specialforeningers regnskaber. Årsrapporten opfylder de af NASDAQ OMX Copenhagen stillede krav til regnskabsaflæggelse for børsnoterede investeringsforeninger.

Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, ligesom årsrapporten efter vores opfattelse indeholder de oplysninger, der er relevante for at bedømme investeringsforeningens økonomiske forhold. Det er vores opfattelse, at årsregnskabet giver et retvisende billede af foreningens aktiver og passiver, finansielle stilling samt resultatet for regnskabsåret 2011.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 23. marts 2012

Direktion

Christian Reinholdt

Bestyrelse

Jan O. Frøshaug, formand for bestyrelsen

Niels Roth, næstformand

Per Søndergaard Pedersen

Erik K. Skjøtt

DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING

Til medlemmerne i Investeringsforeningen SmallCap Danmark

Påtegning på regnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen SmallCap Danmark for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011, omfattende resultatopgørelse, balance og noter for afdelingen. Årsregnskabet for afdelingen aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

Ledelsens ansvar

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

Revisors ansvar og den udførte revision

Vores ansvar er at udtrykke en konklusion om årsregnskabet på grundlag af vores revision. Vi har udført vores revision 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 handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurdering af risici for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om denne skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor intern kontrol, der er relevant for foreningens udarbejdelse af årsregnskabet, 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 afdelingens aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv.

Supplerende oplysning om andre forhold

Statsadvokaten for Særlig Økonomisk Kriminalitet har rejst sigtelse mod Investeringsforeningen SmallCap Danmark for overtrædelse af værdipapirhandelslovens bestemmelser om kursmanipulation med børskursen på visse illikvide aktier i slutningen af 2009 og 2010, hvorved ledelsen kan ifalde ansvar.

Udtalelse om ledelsesberetningen

Vi har i henhold til lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger mv. gennemlæst foreningens ledelsesberetning. Vi har ikke foretaget yderligere handlinger i tillæg til den udførte revision af årsregnskabet. Det er på denne baggrund vores opfattelse, at oplysningerne i foreningens ledelsesberetning er i overensstemmelse med årsregnskabet.

København den 23. marts 2012

Ernst & Young

Godkendt Revisionspartnerselskab

Carsten Collin

Statsautoriseret revisor

BØRSMEDDELELSER, 2011

- 01.2011, 24/01/11, Foreløbigt resultat for 2010
- 02.2011, 24/02/11, Prospekt – løbende emmision
- 03.2011, 22/03/11, Supplerende information til delårsrapport 1. halvår 2010
- 04.2011, 22/03/11, Investororientering og årsrapport for 2010
- 05.2011, 22/03/11, Prospekt
- 06.2011, 12/04/11, Indkaldelse til ordinær generalforsamling
- 07.2011, 28/04/11, Delårsrapport 1. kvartal 2011
- 08.2011, 28/04/11, Forløb af ordinær generalforsamling
- 09.2011, 29/04/11, Opdaterede vedtægter
- 10.2011, 29/04/11, Prospekt – løbende emmision
- 11.2011, 21/07/11, Delårsrapport 1. halvår 2011
- 12.2011, 08/08/11, Fejl indberetning i indre værdi
- 13.2011, 19/09/11, Opdaterede vedtægter
- 14.2011, 19/09/11, Prospekt – løbende emmision
- 15.2011, 28/10/11, Delårsrapport 3. kvartal 2011
- 16.2011, 09/11/11, Skift af depotbank
- 17.2011, 28/12/11, Finanskalender for 2012

FORENINGSOPLYSNINGER

Investeringsforeningen SmallCap Danmark
Toldbodgade 53, 2. sal
DK - 1253 København K
Telefon 33 30 66 02
Telefax 33 30 66 14

www.smallcap.dk
if@smallcap.dk

CVR-nr. 29218153
FT. Nr. 11161
Hjemstedskommune: København
6. regnskabsår

Bankforbindelse og depotbank

A/S Arbejdernes Landsbank
Vesterbrogade 5
DK - 1502 København V

Fører af foreningens medlemsregister

Computershare A/S
Kongevejen 418
DK - 2840 Holte

Revisor

Ernst & Young
Godkendt Revisionspartnerselskab
Gyngemose parkvej 50
DK – 2860 Søborg