

Investeringsforeningen  
ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap  
Årsrapport 2010

---

---

# INDHOLDSFORTEGNELSE

---

Foreningsoplysninger . . . . .	4
<b>Ledelsesberetning</b>	
Årets udvikling . . . . .	5
Udbytte . . . . .	8
Bestyrelse og direktion . . . . .	10
<b>Påtegninger</b>	
Ledespåtegning . . . . .	11
Den uafhængige revisors påtegning . . . . .	12
Anvendt regnskabspraksis . . . . .	13
<b>Årsregnskab</b>	
Resultatopgørelse . . . . .	16
Balance . . . . .	16
Noter . . . . .	17
<b>Supplerende information</b>	
Fondsbørsmeddelser . . . . .	19
Finanskalender . . . . .	19

Foreningens ordinære generalforsamling afholdes d. 28. marts 2011 kl. 15.00 på Skovshoved Hotel, Strandvejen 267, 2920 Charlottenlund
--

# FORENINGSOPLYSNINGER

---

## Investeringsforeningen

ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap

## Hjemmeside

[www.valuepartner.dk](http://www.valuepartner.dk)

## Cvr.nr.

27959261

## Fondskode

DK001030825-3

## Bestyrelse

Henrik Ottosen, formand  
Robert Spliid, næstformand  
Peter Wendt

## Direktion

BI Management A/S  
Sundkrogsgade 7  
2100 København Ø

## Direktør

Christina Larsen

## Depotbank og market maker

Nykredit Bank A/S

## Revision

KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## Layout

Kandrup Bogtrykkeri A/S

## Investeringsrådgiver

ATRIUM Fondsmæglerselskab A/S  
Strandvejen 171, 2.  
2900 Hellerup  
[www.atriumpartners.dk](http://www.atriumpartners.dk)

## Samarbejdspartnere

ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap samarbejder med Nykredit, Sparekassen Lolland, Max Bank, EFG Bank, SAXO-ETRADE Bank, Vestjysk Bank, Finansbanken, Sparekassen Sjælland, Skjern Bank, Handelsbanken, DiBa Bank, Alm. Brand Bank og Carnegie Private Banking. Her er det muligt at få kvalificeret rådgivning om foreningen.

## Mere information

Den fulde information om ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap herunder beskrivelse af risiko er indeholdt i prospektet og vedtægterne, som kan hentes fra [www.valuepartner.dk](http://www.valuepartner.dk) og via ATRIUM Fondsmæglerselskab A/S.

# LEDELSESBERETNING

## ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap

### Udviklingen i foreningen i 2010

ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap leverede et positivt afkast på hele 37,47 procent i 2010, hvor de finansielle markeder og specielt aktiemarkederne fortsat var præget af usikkerhed og høj volatilitet. Året indledtes med fokus primært tilknyttet substansen og holdbarheden af den realøkonomiske bedring, der spirede ved udgangen af 2009 som følge af bl.a. massive likviditetstilførsler, lave renter, offentlige investeringer og skattemæssige ændringer. Fokus ændrede sig imidlertid hurtigt, idet store offentlige underskud blev genstand for en voksende bekymring initieret af det gældsplagede emirat Dubai's problemer med refinansiering af sin gæld. Efterfølgende blev de store underskud på offentlige budgetter og betalingsbalancer i særdeleshed Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien (de såkaldte PIIGS lande) genstand for bekymring, hvilket afledte høj volatilitet på de finansielle markeder. Initialt blev markedsaktørerne og andre beroliget af flere finansielle hjælpepakker bakket op af EU, der garanterede den nødvendige refinansiering af PIIGS landene i de kommende tre år. Ultimo året er den sydeuropæiske gælds-krise dog gledet i baggrunden til fordel for ny optimisme og stigende aktiemarkeder. For de europæiske markeder hænger det i høj grad sammen med den positive udvikling i lande som Tyskland, Schweiz og Sverige, der har haft betalingsbalanceoverskud og kun en mindre eller ingen boligboble. Disse lande går igen lysere tider i møde, og det ses på eksporten, arbejdsløsheden og forbrugertilliden.

I dette marked steg foreningens referenceindeks Morgan Stanley Europe Small Cap med 30,1 procent. Foreningens konservative investeringspolitik, valueprincippet, er en væsentlig forklaring på den positive forskel i performance. Gennem en robust investeringsproces har ATRIUM Value Partner hele tiden været opmærksom på de store offentlige underskud og betalingsbalanceproblemer og har konsekvent undladt at investere i selskaber, der er afhængige af en positiv udvikling af privatforbruget i sådanne lande. Tværtimod har foreningen en undervægt i selskaber i disse lande, og ydermere indebærer valueprincippet, at der alene investeres i aktier, der er finansielt sunde og fundamentalt undervurderede. Af samme grund har foreningen i flere år foretrukket eksportstærke selskaber, og flere af disse har i 2010 leveret regnskaber, der har overrasket markedet positivt. En række små og mellemstore virksomheder har således oplevet god vækst i emerging markets og Mellemøsten, da flere af dem har en god markedsposition som leverandører af forbrugsgoder eller maskiner til produktion i de

voksende markeder. Foreningen tilstræber desuden at undgå at investere i aktier, hvor udviklingen i kursniveauet er stærkt afhængigt af uforudseelige udsving i konjunkturer og råvarepriser, da udviklingen på længere sigt i sådanne aktier er langt mere volatil end aktier udvalgt i henhold til valueprincippet. Målsætningen er således at skabe et risikojusteret afkast, der over en investeringscyklus ligger højere end foreningens referenceindeks og en gruppe af sammenlignelige investeringsforeninger.

ATRIUM Value Partner har pr. 31. december 2010 leveret et gennemsnitligt årligt positivt afkast på 9,0 procent siden etableringen i december 2004. Til sammenligning har gruppen af sammenlignelige investeringsforeninger haft et gennemsnitligt årligt afkast på 7,7 procent i samme periode. ATRIUM Value Partner har således leveret et akkumuleret merafkast på 11 procent. Det skal positivt understreges, at ATRIUM Value Partner har genereret sit merafkast med lavere risiko end gruppen af sammenlignelige investeringsforeninger. Det har medført, at ATRIUM Value Partner fastholder 4 stjerner i Morningstar Rating – på såvel 3- som 5-års sigt. Set i dette lys finder bestyrelsen periodens afkast tilfredsstillende. Udviklingen i 2010 understøtter således foreningens overordnede målsætning, som udmeldt i årsrapporten for 2009, om at levere et gennemsnitligt årligt positivt afkast i niveauet 10-15 procent over en investeringscyklus.

### Udviklingen i formuen

Den positive udvikling i afkastet har imidlertid ikke kunne kompensere for et større tilbagesalg fra en enkelt samarbejdspartner, hvorfor den samlede formue er faldet fra DKK 511 millioner ved årets begyndelse til DKK 345 millioner ved udgangen af 2010. Det er dog positivt at konstatere, at foreningens investeringsfilosofi og konkurrencedygtige afkast vinder frem hos flere aktører, hvilket har resulteret i nye distributionsaftaler og et bredere net af samarbejdspartnere.

### Resultatdisponering

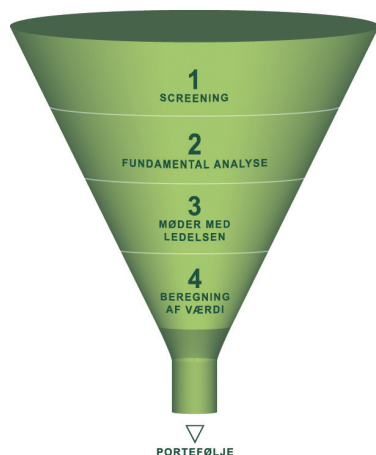
Bestyrelsen foreslår at der ikke udbetales udbytte for 2010 jfr. vedtægterne og lovgivningsregler herom.

### Investeringerne

Foreningen investerer med udgangspunkt i valueprincippet, og selskaberne, der investeres i, identificeres via en systematisk og fundamental analyseproces:

1. Selskaberne screenes på en række relevante nøgletal, som sættes i forhold til selskabernes aktiekurs. Herved identificeres

## LEDELSESBERETNING, fortsat



aktier, der handles billigt og frasorteres samtidigt finansielt usolide selskaber

2. I fundamentalanalysen vurderer foreningens investeringsrådgiver bl.a. markedets konkurrenceintensitet og produkternes potentiale. Investeringsmuligheder drøftes potentielt med et Advisory Council, hvilket skærper vurderingen af virksomheden og branchen
3. Investeringsrådgiver møder selskabets ledelse for at få svar på uafklarede spørgsmål og høre ledelsens synspunkter. Disse sammenholdes med udmeldinger fra bl.a. konkurrenter, kunder og leverandører
4. Selskabets fundamentale værdi estimeres på baggrund af de pengestrømme, som selskabet forventes at generere

Foreningen køber kun aktier i selskabet, hvis alle fire analysefaser afsluttes tilfredsstillende, og hvis aktierne er mindst 40 procent undervurderede i forhold til den beregnede fair value.

Som direkte konsekvens af investeringspolitikken har foreningen fortsat været overvægtet i Tyskland, Schweiz og Holland, hvor flere selskaber er blevet handlet væsentligt under fair value. Geografisk set har foreningen været undervægtet i UK og Spanien og sektormæssigt undervægtet i råvare- og energirelaterede selskaber samt banker og finansaktier. Dette er et resultat af den aktive porteføljepleje, idet foreningen kun i begrænset omfang har kunnet finde selskaber, der opfylder kravet om en rabat på 40 procent i forhold til den af foreningen opgjorte fair value og samtidig vurderes at have en tilstrækkelig lav risikoprofil.

Blandt de aktier, der bidrog særdeles positivt til performance i året, var Haldex, Wolford, Aareal Bank, Schoeller-Bleckmann Oilfield Equipment, Zehnder, Vossloh, Jungheinrich, Prosafe og Viscofan. Blandt de selskaber, som havde en negativ indflydelse på periodens afkast, var Brdr. Hartmann, Ellaktor, Loewe, Fourlis, H+H International og Geox.

### Foreningens fem største positioner er:

Wolford	(5,0 procent)	Østrig
Haldex	(4,8 procent)	Sverige
Washtec	(4,7 procent)	Tyskland
Aareal Bank	(4,7 procent)	Tyskland
Vossloh	(4,4 procent)	Tyskland

Disse udgjorde ultimo 2010 23,6 procent. Der var i alt investeret i 35 selskaber.

### Investeringsseksempler:

#### Wolford

Det østrigske selskab Wolford, der producerer og sælger strømper, linge og tøj til kvinder, er et af de selskaber, der er kommet styrket ud af den økonomiske krise. Wolford er et af de førende mærker inden for sine produktkategorier, som er kendt for høj kvalitet og komfort. Samtidig er kollektionerne en kombination af stilrent klassisk design og mode. Produkterne sælges primært gennem egne og partnerdrevne butikker, hvilket bevirker, at selskabet har god kontrol over produktflow samt styring af brandet.

Salget af selskabets produkter afhænger blandt andet af udviklingen i det cykliske forbrug og dermed af den generelle økonomiske udvikling. I 2010 er forbrugertilliden blevet styrket i mange lande, og kunderne er vendt tilbage til Wolfords butikker. Flere mindre konkurrenter er samtidig bukket under eller blevet svækket under krisen, mens Wolfords markedsandel er steget. I 2009 omlagde selskabet dele af produktionen til en fabrik i Slovenien for at reducere omkostningerne. Derudover har selskabet investeret i mere effektiv logistik og i nye butikker. I 2010 har selskabet draget fordel af disse tiltag og på baggrund af den positive udvikling i salg samt indtjeningsmarginal, er Wolfords aktiekurs steget med 123 procent i 2010.

#### Zehnder

Schweiziske Zehnder er primært kendt som producent af flot designede radiatorer. Imidlertid er andelen af indeklima-systemer nu steget til over 30 procent af omsætningen. Det er interessant, fordi indtjeningen her er ganske høj og voksende. Det skyldes, at huse i stigende omfang bygges således, at ventilationssystemer er en nødvendighed og i flere tilfælde et lovkrav. Zehnder er den største aktør på området og konkurrerer blandt andet med tyske Centrotec og svenske System-air. Væksten på markedet for ventilationssystemer ventes fortsat at ligge på 10-20 procent om året, da energipriserne i stigende grad gør det til en god investering også at installere systemerne i eksisterende bygninger. Zehnders kursstigning i danske kroner blev således på 94 procent.

## LEDELSESBERETNING, fortsat

---

### Aareal Bank

Foreningens eneste bankinvestering er tyske Aareal Bank, der låner ud til køb og opførelse af hotel-, kontor- og beboelsesejendomme. Banken kom gennem finanskrisen med overskud i alle kvartaler. Dermed klarede Aareal Bank sig væsentligt bedre end konkurrenterne, og Aareal var således den første tyske bank til at betale statshjælpen tilbage. Konkurrencen er derfor også mindre end før krisen, så banken har næsten fordoblet marginalerne på nye udlån samtidig med, at banken kan kræve endnu bedre sikkerhed. Indtjeningen ventes derfor fortsat at vokse markant samtidig med, at risikobilledet er i bedring. Endelig vokser bankens indtægter fortsat fra software, der sælges til stadig flere ejendomsadministratorer. Med en markedsandel på næsten 70 procent i Tyskland, 20 procent i Frankrig og 10 procent i Storbritannien er forretningen bredt funderet. Den stigende omsætning – også uden for Tyskland – bidrager således i stigende grad til overskuddet, da omkostningerne til udviklingen af software i store træk allerede er afholdt. Fremtiden tegner derfor lys, hvilket har medvirket til en kursstigning på 72 procent i 2010.

### Læs mere om ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap

På foreningens hjemmeside [www.valuepartner.dk](http://www.valuepartner.dk) kan De læse mere om foreningens investeringsproces og løbende holde Dem opdateret om eksempelvis den daglige kursudvikling og investeringer i porteføljen. Her findes også foreningens månedsrapporter.

På hjemmesiden [www.valuepartner.dk](http://www.valuepartner.dk) har De også mulighed for at tilmelde Dem ATRIUM Value Partners elektroniske nyhedsbrev – så vil De løbende blive orienteret om porteføljeopdateringer, finansielle rapporter, publikationer, nye produkter m.m.

### Generalforsamling

Det indstilles til generalforsamlingen, at der ikke udbetales udbytte for 2010. Der afholdes ordinær generalforsamling mandag den 28 marts 2010, kl. 15.00 på Skovshoved Hotel.

### Risici

Der er forbundet med en række risici at investere i en investeringsforening. Disse knytter sig især til fire områder: Investors valg af investeringsforening, investeringsmarkederne, foreningens investeringsbeslutninger samt driften af foreningen.

En forening som ATRIUM Value Partner, der investerer i small cap aktier, har en højere risiko end foreninger, der investerer i obligationer, og forventeligt en højere risiko end aktiebaserede foreninger der investerer i large cap aktier. Blandt de aktiebaserede foreninger vil ATRIUM Value Partner via investeringer i de modne europæiske aktiemarkeder ofte have en mindre risiko end de foreninger, der investerer i emerging markets aktier. Ved

investering i foreninger gælder der som ved enhver anden investering, at investor bør sammensætte sin portefølje af investeringer set i forhold til egen risikoprofil, alder og skattemæssige situation.

Afkastet i en investeringsforening kan udvise relativt store udsving som følge af udviklingen på investeringsmarkederne, herunder bl.a. selskabsspecifikke, politiske, valutariske, markeds- og generelle økonomiske forhold. Her tænkes både på globale forhold som finanskrisen i 2008 men også mere lokale og regionale forhold som eksempelvis gældskrisen i PIIGS landene. Derudover er der ved investering også knyttet en såkaldt event risiko (eksempelvis terrorangreb, krig eller naturkatastrofer). Indkøbes værdipapirer i anden valuta end danske kroner, er der en valutarisiko. Foreningen har siden etableringen overvejende investeret i euro-baserede virksomheder, og på grund af Danmarks mangeårige politik om at følge euro'en tæt, vurderes valutarisikoen ikke som væsentlig for foreningen.

Foreningens investeringsbeslutninger om køb og salg af aktier er i sagens natur behæftet med risici, og der vil være risiko for, at selskaber ikke lever op til de forventninger, der ligger til grund for investeringen. Foreningen tilstræber via sin konservative investeringspolitik at reducere den risiko for derved at undgå permanente tab. Operationelt søges dette gjort ved, at der alene investeres i aktier, der er finansielt sunde og fundamentalt undervurderede, og hvor selskaberne har en ledende markedsposition. Foreningen tilstræber desuden at undgå at investere i aktier, hvor udviklingen i kursniveauet er stærkt afhængigt af uforudseelige udsving i økonomiske konjunkturer. Herudover stiller lovgivningen en række krav til forvaltningen og sammensætningen af porteføljen af selskaber, således investor er sikret en vis risikospredning i den enkelte afdeling.

Investeringsforvaltningsselskabet BI Management har en række kontrolprocedurer og forretningsgange, som dels er med til at reducere de risici, der knytter sig til driften af foreningen, og dels er med til at sikre overholdelse af lovgivningen og foreningens investeringspolitik og -instruks. Der arbejdes hele tiden på udvikling af systemer og på at højne kontrolniveauet, således at risikoen for menneskelige fejl bliver reduceret mest muligt. Alle afkast vurderes dagligt, og er der områder, som ikke udvikler sig tilfredsstillende, tages dette op med foreningens rådgiver med fokus på at få vendt udviklingen. Foreningen anvender desuden betydelige ressourcer på at sikre den mest korrekte prisfastsættelse på de aktier, som indgår i foreningens portefølje. I de tilfælde, hvor den aktuelle børskurs ikke vurderes at afspejle dagsværdien på det pågældende instrument, anvendes en værdiansættelsesmodel i stedet.

## LEDELSESBERETNING, fortsat

---

For yderligere beskrivelse af risici henvises til ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap's prospekt.

### Samfundsansvar

I ATRIUM Value Partner er det ikke alene vores mål at skabe det bedste risikojusterede afkast. Vi ønsker også at gøre det på en ansvarlig måde, hvorfor ATRIUM Value Partner har en investeringspolitik, der omhandler sociale og miljømæssige forhold. Den sociale investeringspolitik tager udgangspunkt i helt overordnede principper, der er baseret på FN Konventioner vedrørende grundlæggende menneskerettigheder. ATRIUM Value Partners investeringspolitik gælder alene de virksomheder, der investeres i. Politikken gælder således ikke virksomhedernes underleverandører og øvrige samarbejdspartnere. ATRIUM Value Partner ser naturligvis positivt på, at virksomhederne etablerer retningslinjer for, hvad de vil acceptere fra deres leverandørers og øvrige samarbejdspartneres side med hensyn til sociale og miljømæssige forhold.

Foreningen har i dag ikke øvrige politikker vedrørende sit samfundsansvar.

### Udlodning 2010

I løbet af 2010 er der sket ændringer i skattelovgivningen, som har betydning for beregningen af de udloddende afdelingers udbytteprocent. Med virkning fra 1. januar 2010 indgår realiserede kursgevinster på aktier uanset ejertid i beregningen af udbytteprocenten – hidtil har gevinster på aktier ejet over tre år ikke skullet udloddes.

I afdelinger, som anvender valutakonti, indgår urealiserede kursgevinster på valutakonti i beregningen af udbytteprocenten som frivillig udlodning for at sikre, at udlodningen overstiger minimumsudlodningen.

Da tidligere års realiserede tab på aktier kan modregnes i og overstiger regnskabsårets realiserede gevinster på aktier, er det udlodningspligtige beløb af beskeden større. Der skal derfor ikke foretages udbetaling af udbytte efter skattereglerne for 2010.

### Begivenheder efter regnskabsårets afslutning

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

### Forventninger til 2011

Som beskrevet i tidligere rapporter var foreningen meget tidligt opmærksom på risikoen for, at de store offentlige underskud i

visse vestlige lande løb løbsk og konsekvenserne heraf. Emerging markets har i høj grad ageret vækstmotor for den globale økonomi i 2010, men væksten i emerging markets forventes at aftage i 2011, eksempelvis har frygt for overophedning af økonomien nyligt afledt pengepolitiske stramninger i Kina. Flere forhold indikerer således, at verdensøkonomien kommer ind i en periode med forholdsvis lav vækst, hvor banker, borgere og stater specielt i OECD skal reducere gældsbyrden og samtidig undgå økonomisk tilbagegang. Et sådant scenarie har først og fremmest negative implikationer for højt gældsatte selskaber, hvorfor foreningen er tryk ved og fastholder sin konservative investeringsstil med fokus på finansielt solide selskaber med førende markedspositioner.

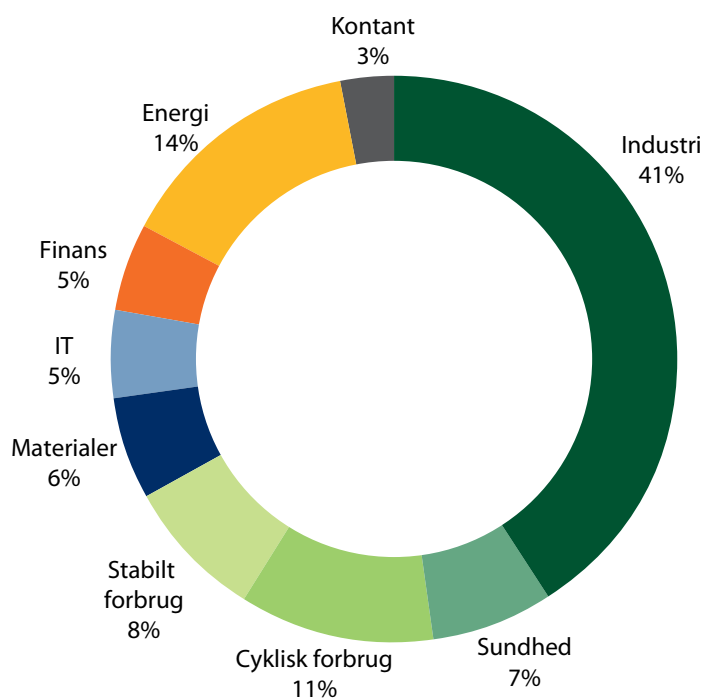
Afslutningsvis er det vigtigt at understrege, at foreningen investerer i fundamentalt undervurderede selskaber med udgangspunkt i specifikke selskabsanalyser og ikke med udgangspunkt i den generelle økonomiske situation. Investeringerne foretages kun i selskaber, der handler med en rabat på mindst 40 procent i forhold til den beregnede fair value. Det er foreningens opfattelse, at foreningen med denne investeringspolitik vil levere et konkurrencedygtigt afkast i 2011 i niveauet 10-15 procent. Årets resultat vil dog også være afhængig af udviklingen på de finansielle markeder, herunder specielt de europæiske aktiemarkeder.

Foreningen har indgået en rådgivningsaftale med Atrium Fondsmæglerselskab A/S. Dette selskab er med virkning fra den 1. marts 2011 overtaget af Sparinvest Holding A/S. Som følge heraf fremsættes der forslag om, at foreningen ændrer navn til Investeringsforeningen Sparinvest Value Europe Small Cap på foreningens ordinære generalforsamling. Herudover fremsættes ligeledes forslag om gennemførelse af ledelsesændringer.

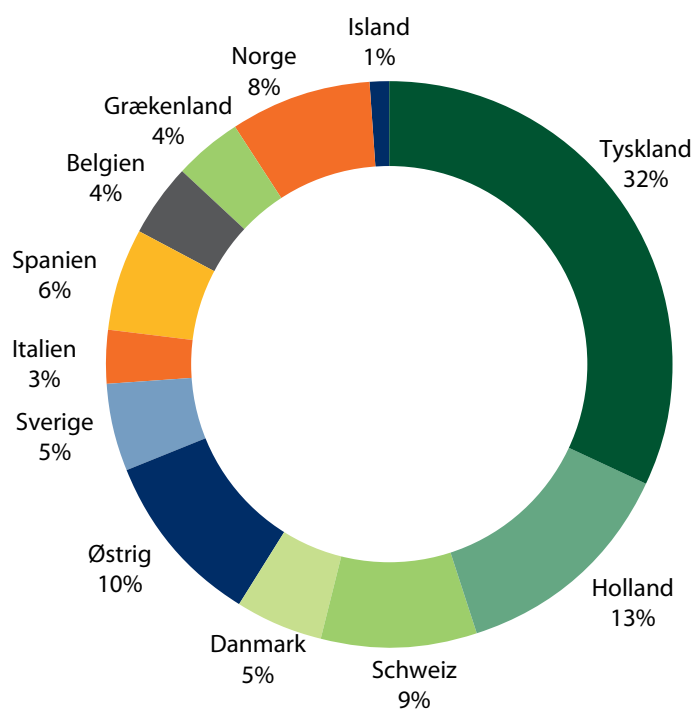


## LEDELSESBERETNING, fortsat

Sektorer:



Lande:



# LEDELSESBERETNING, fortsat

---

## BESTYRELSE OG DIREKTION

Om bestyrelsesmedlemmer samt direktion i investeringsforeningen er følgende ledelseshverv oplyst:

### Bestyrelse:

#### Henrik Ottosen, formand

Direktør & partner i DAHL Viborg Partnerselskab  
samt bestyrelsesmedlem i Advokataktieselskabet DAHL A/S

#### Formand for bestyrelsen for:

Airmaster A/S  
A. Andersens Enke A/S  
Royal Danish Seafood Group A/S  
Royal Danish Seafood A/S  
Samson Agro A/S  
Samson Group A/S  
J.P. Group, Viborg A/S  
World Wide Wind A/S  
Wind 1 A/S  
Wind 1 Invest 2 A/S  
Wind 1 Invest 3 A/S  
Wind 1 Invest 4 A/S  
Wind 1 Invest 5 A/S  
Wind 1 Invest 6 A/S  
Nordisk Vindkraft A/S  
Unik-Funkis A/S  
Selta Viborg A/S  
Norhaven Holding A/S  
Holdingselskabet af 21.12.2009 A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

Mezzanin Kapital A/S – hedder nu MK 2010 A/S  
Danionics A/S  
Topo Holding A/S  
WWW Ejendomme A/S  
Unik-Funkis Ejendomme A/S  
Danglas A/S  
Viborg Rørteknik A/S  
SEC Scandinavia A/S  
Bjerringbro Fornikling A/S  
BF Ejendomsselskab ApS  
H.R. Nielsen Holding ApS  
Glerup A/S

#### Robert Spliid, næstformand

#### Formand for bestyrelsen for:

Dansk Generationsskifte A/S

#### Medlem af bestyrelsen for:

ATRIUM Value Partner SICAV  
Difko A/S  
Global Evolution Fondsmæglerselskab A/S  
Dansk Investeringsfond  
DG Vibro Invest A/S

#### Peter Wendt

#### Formand for bestyrelsen for:

Scandium Absolute Return Fund (FoHF)

#### Medlem af bestyrelsen for:

Dansk Aktionærforening  
Selskabet for Historie og Samfundsøkonomi  
Klima Invest A/S

### Direktion:

#### BI Management A/S

#### Christina Larsen, direktør

#### Bestyrelsesformand for:

BI SICAV

#### Næstformand for:

BISA S.A

#### Medlem af bestyrelsen for:

InvesteringsForeningsRådet

#### Direktør for:

BI Management A/S

# LEDELSESPÅTEGNING

---

Foreningens bestyrelse og direktionen har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2010 for Investeringsforeningen ATRI-UM Value Partner – Europa Small Cap.

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

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

Foreningens ledelsesberetning indeholder 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 7. marts 2011

## Bestyrelse

Henrik Ottosen  
Formand

---

Robert Spliid  
Næstformand

---

Peter Wendt  
Bestyrelsesmedlem

---

## Direktion

BI Management A/S

---

Christina Larsen  
Direktør

---

# DEN UAFHÆNGIGE REVISORS PÅTEGNING

---

## Til medlemmerne i Investeringsforeningen ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap

Vi har revideret årsregnskabet for Investeringsforeningen ATRIUM Value Partner - Europa Small Cap for regnskabsåret sluttende 31. december 2010, omfattende anvendt regnskabspraksis, resultatopgørelse, balance og noter. Årsregnskabet aflægges efter lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

Vi har i tilknytning til revisionen gennemlæst foreningens ledelsesberetning og afgivet udtalelse herom.

### Ledelsens ansvar for årsrapporten

Ledelsen har ansvaret for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. Dette ansvar omfatter udformning, implementering og opretholdelse af interne kontroller, der er relevante for at udarbejde og aflægge et årsregnskab, der giver et retvisende billede uden væsentlig fejlinformation, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl, samt valg og anvendelse af en hensigtsmæssig regnskabspraksis og udøvelse af regnskabsmæssige skøn, som er rimelige efter omstændighederne. Ledelsen har endvidere ansvaret for at udarbejde en ledelsesberetning, der indeholder en retvisende redegørelse i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

### 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 danske revisionsstandarder. Disse standarder kræver, at vi lever op til etiske krav samt planlægger og udfører revisionen med henblik på at opnå høj grad af sikkerhed for, at årsregnskabet ikke indeholder væsentlig fejlinformation.

En revision omfatter handlinger for at opnå revisionsbevis for de beløb og oplysninger, der er anført i årsregnskabet. De valgte handlinger afhænger af revisors vurdering, herunder vurderingen af risikoen for væsentlig fejlinformation i årsregnskabet, uanset om fejlinformationen skyldes besvigelser eller fejl. Ved risikovurderingen overvejer revisor interne kontroller, der er relevante for foreningens udarbejdelse og aflæggelse af et årsregnskab, der giver et retvisende billede, med henblik på at udforme revisionshandling, der er passende efter omstændighederne, men ikke med det formål at udtrykke en konklusion om effektiviteten af foreningens interne kontrol. En revision omfatter endvidere stillingtagen til, om de af ledelsen udøvede regnskabsmæssige skøn er rimelige samt en vurdering af 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 2010 samt af resultatet af foreningens aktiviteter for regnskabsåret sluttende 31. december 2010 i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v.

### Udtalelse om ledelsesberetningen

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

København, den 7. marts 2011

KPMG Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

Torben Bender  
Statsautoriseret revisor

Ole Karstensen  
Statsautoriseret revisor

# ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS

Årsrapporten for Investeringsforeningen ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap er udarbejdet i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og bekendtgørelse om finansielle årsrapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til årsrapporten for 2009.

## Rapporteringsvaluta

Rapporteringsvaluta er danske kroner.

## Generelt om indregning og måling

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

Forpligtelser indregnes i balancen, når forening som følge af en tidligere begivenhed har en retlig eller faktisk forpligtelse, og det er sandsynligt, at fremtidige økonomiske fordele vil fraga for foreningen, og forpligtelsens værdi kan måles pålideligt.

Ved første indregning måles aktiver og forpligtelser til dagsværdi.

Finansielle instrumenter indregnes på handelsdagen

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.

## Resultatopgørelse

### Renter og udbytter

Renteindtægter består af årets indtjente renter af 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 værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster og -tab opgøres som forskellen mellem dagsværdien ultimo året og dagsværdien primo året eller dagsværdien på anskaffelsestidspunktet, såfremt værdipapiret er anskaffet i regnskabsåret.

## Handelsomkostninger

Handelsomkostninger opgøres som alle direkte omkostninger m.v. 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. Andel af fælles omkostninger består af foreningens andel af de af BI Management A/S afholdte omkostninger. Fordelingen foretages i overensstemmelse med managementaftale med BI Management A/S beregnet som en procentdel af den månedligt opgjorte formue.

## Skat

Skat består af tilbageholdt udbytteskat, som ikke kan refunderes.

## Udlodning

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

Foreningen 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 på valutakonti
- Realiserede nettokursgevinster på aktier ejet i mindre end tre år
- Afholdte administrationsomkostninger

## ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS, fortsat

Udlodningsprocenten beregnes som den opgjorte udlodning (rådighedsbeløb) i procent af foreningens 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 foreningens 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 udlodningsbeløb tillægges/fradrages foreningens formue.

### Balancen

#### Likvide midler

Likvide midler i fremmed valuta måles til officielt noterede valutakurser på balancedagen.

#### Kapitalandele

Kapitalandele måles til dagsværdi. På noterede aktier fastsættes dagsværdien som lukkekursen på balancedagen eller en anden officiel kurs, der må antages at svare her til. 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.

Kapitalandele i fremmed valuta måles til officielt noterede valutakurser på balancedagen.

I værdipapirspecifikationen er den faktiske dagsværdi af de enkelte beholdninger angivet. Børskurser og valutakurser er alene oplyst med 2 decimaler.

#### 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 samt udbytter deklareret før balancedagen med afregning efter balancedagen.

#### 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.

#### Omregning af fremmed valuta

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til rapporteringsvaluta efter transaktionsdagens officielt noterede valutakurser.

Balancen omregnes til statusdagens valutakurs.

#### Hoved- og nøgletal

Årsrapporten indeholder en række nøgletal. 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 foreningens gennemsnitlige månedlige opgjorte formuer.

#### Årets afkast i procent

Beregnes som:

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

Hvor geninvesteret udlodning opgøres således: Udlodning 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.

## ANVENDT REGNSKABSPRAKSIS, fortsat

---

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 administrationsomkostninger 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.

# ÅRSREGNSKAB

## RESULTATOPGØRELSE

	2010 (t.kr.)	2009 (t.kr.)
<b>Renter og udbytter</b>		
1 Renteindtægter	37	361
2 Udbytter	7.695	11.270
<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.732</b>	11.631
<b>Kursgevinster og -tab</b>		
Kapitalandele	122.390	117.810
Valutakonti	294	-471
Øvrige aktiver/passiver	23	7
3 Handelsomkostninger	513	650
<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>122.194</b>	116.696
<b>I alt indtægter</b>	<b>129.926</b>	128.327
4 Administrationsomkostninger	6.885	8.166
<b>Resultat før skat</b>	<b>123.041</b>	120.261
5 Skat	714	1.117
<b>Årets nettoresultat</b>	<b>122.327</b>	119.044

## BALANCE PR. 31. DECEMBER

	2010 (t.kr.)	2009 (t.kr.)
<b>Aktiver</b>		
<b>Likvide midler</b>		
Indestående i depotselskab	8.784	9.290
Indestående i andre pengeinstitutter	110	110
<b>6 I alt likvide midler</b>	<b>8.894</b>	9.400
<b>Kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	17.635	21.776
Noterede aktier fra udenlandske selsk.	317.195	478.826
<b>6 I alt kapitalandele</b>	<b>334.830</b>	500.602
<b>Andre aktiver</b>		
Andre tilgodehavender	1.251	798
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	578
<b>I alt andre aktiver</b>	<b>1.251</b>	1.376
<b>I alt aktiver</b>	<b>344.975</b>	511.378
<b>Passiver</b>		
7 Medlemmernes formue	344.933	511.349
<b>Anden gæld</b>		
Skyldige omkostninger	42	29
<b>I alt anden gæld</b>	<b>42</b>	29
<b>I alt passiver</b>	<b>344.975</b>	511.378

8 Til rådighed for udlodning

9 Femårsovesigt



# ÅRSREGNSKAB

## NOTER

	2010	2009		
	(t.kr.)	(t.kr.)		
<b>1 Renteindtægter</b>				
Indestående i pengeinstitutter	37	361		
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>37</b>	<b>361</b>		
<b>2 Udbytter</b>				
Noterede aktier fra danske selskaber	210	270		
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.485	10.774		
Unoterede aktier	0	226		
<b>I alt udbytter</b>	<b>7.695</b>	<b>11.270</b>		
<b>3 Handelsomkostninger</b>				
Bruttohandelsomkostninger	1.692	810		
Dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-1.179	-160		
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>513</b>	<b>650</b>		
<b>4 Administrationsomkostninger</b>				
	<b>Direkte</b>	<b>2010</b>	<b>Direkte</b>	<b>2009</b>
		<b>I alt</b>		<b>I alt</b>
Honorar til bestyrelse m.v.	140	140	140	140
Revisionshonorar	49	49	32	32
Gebyrer til depotselskab	763	763	842	842
Andre omk. i forb. med formueplejen	5.449	5.449	6.515	6.515
Øvrige omkostninger	144	144	196	196
Fast administrationshonorar	370	370	441	441
<b>I alt administrationsomkostninger</b>	<b>6.885</b>	<b>6.885</b>	<b>8.166</b>	<b>8.166</b>
(Foreningen har indgået investeringsrådgivningsaftale med Atrium Fondsmæglerselskab A/S. Denne aftale har særlige opsigelsesvarsler)				
<b>5 Skat</b>				
Ikke refunderbar skat			714	1.117
<b>I alt skat</b>			<b>714</b>	<b>1.117</b>
<b>6 Finansielle Instrumenter</b>				
Børsnoterede finansielle instrumenter			97,41%	98,16%
Øvrige finansielle instrumenter			2,59%	1,84%

Specifikation af afdelingens børsnoterede værdipapirer kan rekvireres ved eller ved at rette henvendelse til BI Management A/S.  
Geografiskfordeling og sektorfordeling er angivet på side 9 i forbindelse med afdelingens ledelsesberetning.

# ÅRSREGNSKAB

## NOTER, fortsat

	2010		2009	
	Cirk. Beviser	Formue (t.kr.)	Cirk. Beviser	Formue (t.kr.)
<b>7 Medlemmernes formue</b>				
Formue primo	512.460	511.349	526.360	407.837
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser		0		5.264
Ændring i udbetalt udlodning p.g.a. emission/indløsning		0		175
Emissioner i året	800	899	29.700	23.859
Indløsninger i året	261.796	291.116	43.600	34.722
Nettoemissionstillæg og netto indløsningsfradrag		1.474		420
Udlodningsregulering		1.271		99
Overført udlodning fra sidste år		-3.501		-818
Overført udlodning til næste år		2.273		3.501
Overført fra resultatopgørelsen		122.284		116.262
<b>Formue ultimo</b>	<b>251.464</b>	<b>344.933</b>	512.460	511.349

	2010	2009
	(t.kr.)	(t.kr.)
<b>8 Til rådighed for udlodning</b>		
Renter og udbytter	7.732	11.631
Ikke refunderbar skat	1.127	1.117
Kursgevinster til udlodning	324	434
Administrationsomkostninger	6.886	8.166
Udlodningsregulering ved emission/indløsning	-1.271	-99
Udlodning overført fra sidste år (+/-)	3.501	818
<b>Til rådighed for udlodning, brutto</b>	<b>2.273</b>	3.501
<b>I alt rådighed for udlodning</b>	<b>2.273</b>	3.501
Heraf foreslået overført til udlodning næste år	2.273	3.501

## 9 Femårsoversigt

	2010	2009	2008	2007	2006
Årets nettoresultat (t.kr.)	122.327	119.044	-303.733	19.789	99.177
Medlemmernes formue ultimo (t.kr.)	344.933	511.349	407.837	814.212	713.884
Cirkulerende andele (t.kr.)	2.515	5.125	5.264	5.261	4.603
Indre værdi	137,17	99,78	77,48	154,78	155,09
Udlodning (%)	0,00	0,00	1,00	19,75	7,00
Omkostningsprocent	1,85	1,85	1,85	1,85	1,85
Årets afkast (%)	37,47	30,58	-41,98	3,80	19,56
Kursværdi af køb af værdipapirer (t.kr.)	64.880	234.572	141.200	298.206	414.785
Kursværdi af salg af værdipapirer (t.kr.)	351.373	223.826	220.873	215.173	233.559
Værdipapiromsætning, brutto (t.kr.)	416.254	458.398	362.073	513.379	648.344
Værdipapiromsætning, netto (t.kr.)	126.099	368.213	189.647	334.333	426.736
Omsætningshastighed	0,17	0,42	0,16	0,20	0,34
ÅOP	2,45	2,44	2,31	2,36	-
Sharpe Ratio	0,10	-	-	-	-

## SUPPLERENDE INFORMATION

---

### Fondsbørsmeddelelser

Nedenstående er en liste over de børsmeddelelser, der blev sendt af ATRIUM Value Partner – Europa Small Cap i 2010, samt finanskalender for 2011.

### For regnskabsåret 2010

07.01.2010	Forventet udbytte
08.01.2010	Korrigeret forventet udbytte
11.03.2010	Årsrapport 2009
18.03.2010	Indkaldelse til ordinær generalforsamling
14.04.2010	Forløb af ordinær generalforsamling
19.04.2010	Prospektopdatering
04.05.2010	Priser kan ikke stilles
04.05.2010	Priser kan igen stilles
05.05.2010	Indkaldelse til ekstraordinær generalforsamling
31.05.2010	Forløb af ekstraordinær generalforsamling
05.08.2010	Problemer med at stille priser
16.08.2010	Halvårsrapport 2010
18.08.2010	Prospektopdatering
18.11.2010	Finanskalender 2011

### For regnskabsåret 2011

07.03.2011	Årsrapport 2010
28.03.2011	Generalforsamling
15.08.2011	Halvårsrapport 2011

