

# **Specialforeningen BL&S Invest**

## **Årsrapport 2011**



## Indholdsfortegnelse

---

Foreningsoplysninger.....	2
Ledelsespåtegning.....	3
Den uafhængige revisors erklæringer.....	4
Ledelsesberetning.....	5
<i>Risikoforhold i foreningens afdelinger.....</i>	<i>10</i>
<i>Væsentlige aftaler.....</i>	<i>12</i>
<i>Generalforsamling 2012.....</i>	<i>13</i>
<i>Øvrige forhold.....</i>	<i>13</i>
<i>Forventninger til 2012.....</i>	<i>14</i>
<i>Forhold vedrørende ledelsen.....</i>	<i>15</i>
Årsregnskaber.....	16
<i>Danske Aktier.....</i>	<i>16</i>
<i>Globale Aktier.....</i>	<i>21</i>
<i>Foreningens noter.....</i>	<i>26</i>
<i>Anvendt regnskabspraksis.....</i>	<i>26</i>
<i>Hoved- og nøgletalsoversigt.....</i>	<i>29</i>
<i>Beholdningslister.....</i>	<i>30</i>

Nærværende årsrapport for 2011 for Specialforeningen BL&S Invest indeholder forventninger om fremtiden, som foreningens ledelse og rådgivere havde medio februar 2012. Erfaringerne viser, at forudsigelser vedrørende den makroøkonomiske udvikling og markedsforhold for foreningens forskellige investeringsuniverser løbende vil blive revideret og kan være behæftet med stor usikkerhed. Forventninger udtrykt i årsrapporten må således ikke opfattes som en konkret anbefaling.

# Foreningsoplysninger

---

Specialforeningen BL&S Invest blev stiftet den 7. november 2007. Ultimo 2011 omfattede foreningen 2 afdelinger: Danske Aktier og Globale Aktier.

Specialforeningen BL&S Invest  
Otto Mønstedes Plads 9  
1780 København V

Telefon: 44 55 92 00  
Fax: 44 55 91 72  
CVR nr: 31 06 17 17  
Finanstilsynets reg.nummer: 16.074  
bls-invest.dk

## Direktion

Nykredit Portefølje Administration A/S

## Bestyrelse

Poul Almlund (formand)  
Chris Bigler  
Flemming Duus  
Soulaima Gourani

## Depotselskab

Skandinaviska Enskilda Banken

## Revision

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

## Finanskalender 2012

20. februar Meddelelse vedr. årsrapport 2011  
17. april Ordinær generalforsamling 2012  
3. september Halvårsmeddelelse 2012

## Porteføljerådgiver

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S

# Ledelsespåtegning

---

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato aflagt og godkendt årsrapporten for 2011 for Specialforeningen BL&S Invest.

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

Årsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver, passiver, finansielle stilling samt resultatet for perioden 1. januar - 31. december 2011.

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

Årsrapporten indstilles til generalforsamlingens godkendelse.

København, den 20. februar 2012

## **Direktion**

### **Nykredit Portefølje Administration A/S**

Tage Fabrin-Brasted

Peter Jørn Jensen

Jim Isager Larsen

## **Bestyrelse**

Poul Almlund  
Formand

Chris Bigler

Flemming Duus

Soulaima Gourani

# Den uafhængige revisors erklæringer

---

## Til medlemmerne i Specialforeningen BL&S Invest

### Påtegning på årsregnskabet

Vi har revideret årsregnskabet for Specialforeningen BL&S Invest for regnskabsåret 1. januar - 31. december 2011, der omfatter resultatopgørelse, balance og noter, herunder anvendt regnskabspraksis for 2 afdelinger. Årsregnskabet udarbejdes efter lov om investeringsforeninger m.v.

### Ledelsens ansvar for årsregnskabet

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

### Revisors ansvar

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

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

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

Revisionen har ikke givet anledning til forbehold.

### Konklusion

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

### Udtalelse om ledelsesberetningen

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

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

København, den 20. februar 2012

Deloitte Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

John Ladekarl

Per Rolf Larssen

Statsautoriserede revisorer

## Specialforeningen BL&S Invest i 2011

Specialforeningen BL&S Invest blev stiftet den 7. november 2007.

Foreningen er en placeringsforening, som har til formål at modtage midler, som under iagttagelse af et princip om risikospredning anbringes i det i kap. 15 i lov om investeringsforeninger m.v. nævnte instrumenter.

Foreningen bestod ultimo 2011 af to afdelinger med en samlet formue på 668 mio. kr.

BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S er rådgiver for begge foreningens afdelinger.

## Udvikling i afdelingerne i 2011

### Danske Aktier

Afdelingen Danske Aktier har til formål at investere i selskaber noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S samt i selskaber, hvis aktier handles på et andet reguleret marked i Danmark.

Afdelingen har i 2011 givet et afkast på -8,69%. Afdelingens afkast har været lavere end forventet ved indgangen til 2011, på trods af at afdelingens selskaber har udviklet sig positivt med generelt stigende omsætning og indtjening.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har det danske aktiemarked udtrykt ved OMXC Capped inklusive udbytter givet et afkast på -19,90% i 2011.

Afdelingen realiserede i 2011 et regnskabsmæssigt resultat på -34,7 mio. kr. De direkte omkostninger til rådgivning, depot, administration m.v. udgjorde 4,1 mio. kr. Indtægter fra aktieudlån udgjorde 366 t. kr. Afdelingens formue udgjorde ultimo 2011 372 mio. kr.

Foreningens ledelse finder afdelingens resultat i 2011 tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til den ordinære generalforsamling den 17. april 2012, at der udloddes 15 kr. pr. andel for 2011.

### Globale Aktier

Afdelingen Globale Aktier har til formål at investere globalt i aktier handlet på regulerede markeder.

Afdelingen har i 2011 givet et afkast på 2,19%. Afdelingens afkast ligger lidt under det forventede ved indgangen til 2011, på trods af at afdelingens selskaber har udviklet sig positivt med generelt stigende omsætning og indtjening.

Afdelingen har ikke noget officielt referenceindeks, men til sammenligning har globale aktier udtrykt ved indekset MSCI All Countries inklusive nettoudbytter givet et afkast på -4,51% i 2011.

Afdelingen realiserede i perioden 2011 et regnskabsmæssigt resultat på 7,1 mio. kr. De direkte omkostninger til rådgivning, depot, administration m.v. udgjorde 3,6 mio. kr. Afdelingens formue udgjorde ultimo 2011 296 mio. kr.

Foreningens ledelse finder afdelingens resultat i 2011 tilfredsstillende.

Bestyrelsen indstiller til den ordinære generalforsamling den 17. april 2012, at der udloddes 120 kr. pr. andel for 2011.

## Årsberetning 2011

De globale aktiemarkeder oplevede faldende kurser gennem 2011. De største aktiekursfald fandt sted i Europa, Japan og i udviklingslandene, mens det amerikanske marked klarede sig bedre og sluttede året på et stort set uændret kursniveau. Samlet faldt det globale aktieindeks MSCI All Countries World inkl. udbytter med 5 pct. i 2011, mens det brede danske aktieindeks KAX Capped inkl. udbytter faldt 20 pct.

Begge foreningens afdelinger, afd. Danske Aktier og afd. Globale Aktier klarede sig væsentligt bedre end deres respektive aktiemarkeder i 2011, som det ligeledes har været tilfældet hvert år siden starten af afdelingerne i 2008. Afdeling Danske Aktier opnåede et afkast på -8,7 pct., mens afdeling Globale Aktier fik et positivt afkast på 2,2 pct.

På det danske aktiemarked havde forsikringselskaberne Topdanmark og Tryg med kursstigninger på mere end 20 pct. de højeste afkast blandt de største danske børsselskaber i C20-indekset. Båret af god resultatmæssig fremgang i 2011 oplevede også C20-

selskaberne William Demant, Coloplast, Chr. Hansen og Novo Nordisk kursstigninger på den danske fondsbørs på mellem 7 og 9 pct. De største kursfald i C20-indekset oplevede Pandora, Vestas, Danske Bank og Sydbank med fald på henholdsvis hele 85 pct., 66 pct., 49 pct. og 39 pct. Ingen af disse selskaber indgik gennem 2011 i BLS Invests porteføljer. Afdeling Danske Aktier har gennem hele året været eksponeret mod Topdanmark, William Demant, Coloplast, Novo Nordisk og UIE, som bidrog positivt til afkastudviklingen, mens FL Smidth - trods en efter foreningens vurdering stærkt accelererende ordreindgang og driftsmæssig udvikling i 2011 - opnåede afdelingens svageste kursudvikling i 2011 med et fald på 37 pct. FL Smidth har indgået i begge afdelinger gennem 2011.

I afdeling Globale Aktier har investeringerne i selskaberne McDonald's, Moody's, Autozone, Diageo og U.I.E. leveret de største positive bidrag til afdelingens afkast, mens investeringerne i Goldman Sachs, Walgreens og FL Smidth omvendt har trukket mest ned. Afdeling Globale Aktiers beholdning af forudsigelige og voksende selskaber indenfor stabilt forbrug udgør omkring 50 pct. af porteføljen, og de oplevede alle både salgs- og indtjeningsfremgang i 2011. Den stærkeste kursudvikling i 2011 oplevede sektorerne sundhed og stabilt forbrug, mens finanssektoren, råvarer- og industriselskaberne oplevede de svageste afkast i 2011.

## **Indtjeningsfremgang trods negative økonomiske nyheder**

Et ensidigt negativt fokus på makroøkonomiske nyheder i medier samt blandt investorerne medvirkede stærkt til, at aktiemarkederne faldt gennem 2011, trods salgs- og indtjeningsfremgang hos de større virksomheder. Det vil sikkert overraske de fleste, at salgsmengden blandt selskaberne i det amerikanske S&P 500-indeks udgjorde 10 pct. i 2011, og at væksten i driftsresultaterne udgjorde 15 pct. Ligeledes har de store markedsledende selskaber generelt styrket deres kapitalgrundlag væsentligt siden 2008, og de står således i dag klart anderledes velforberedte til at modstå mere udfordrende konjunkturf forhold. Med den opnåede indtjeningsfremgang og de faldende aktiekurser er aktiemarkedets værdisætning af selskaberne i forhold til deres indtjening derfor faldet væsentligt gennem 2011.

Den gennemsnitlige salgs- og indtjeningsudvikling hos foreningens porteføljeselskaber overstiger den før nævnte udvikling hos selskaberne i S&P 500-indekset. Mere end 80 pct. af selskaberne i afdeling Globale Aktier oplevede indtjeningsfremgang i 2011, og balancerne i foreningens porteføljeselskaber er særdeles vel-

postrede. Mere end en tredjedel af selskaberne i afdeling Globale Aktier er således gældsrie og ligger med betydelige disponible midler.

## **Gældskrisen og en fortsat usikker banksektor har domineret**

Bekymringerne i aktiemarkederne eskalerede hen over sommeren dels omkring en lavere økonomisk vækst i Europa og omkring euro-samarbejdets holdbarhed, dels som følge af de intense politiske diskussioner omkring det amerikanske budgetunderskud. Diskussioner som blev kraftigt forstærket af kreditvurderingsbureauet Standard & Poor's overraskende nedjustering af den amerikanske AAA-rating.

Den europæiske banksektor er stadig ikke kommet på fode igen efter finanskrisen i 2008 og 2009 i modsætning til den amerikanske banksektor. Alle større amerikanske banker blev i foråret 2009 tvangsmæssigt tilført væsentlige statslige egenkapitalindsatser for at genetablere tilliden til det amerikanske banksystem.

De europæiske regeringers kapitaltilførsler er alt overvejende sket til de mest nødlidende banker, som ikke har kunnet benytte børsmarkedet til kapitalfremskaffelse. Således er der ikke hos de europæiske banker genskabt de nødvendige og tillidsskabende kapitalpolstringer, der er nødvendige for et velfungerende interbank-marked for placering af overskudslikviditet og dermed fundamentet for et sundt banksystem. De fleste banker med overskydende likviditet valgte at placere denne hos centralbankerne ligesom de amerikanske banker gennem 2011 fjernede væsentlige likviditetsplaceringer i den europæiske banksektor. De europæiske bankers kapital- og likviditetsmæssige problemer blev i de sydeuropæiske lande yderligere intensiveret af faldende kurser på statsobligationer i de pågældende lande grundet deres store offentlige budgetunderskud og gælds niveauer samt i særdeleshed manglende tillid til Grækenlands villighed og evne til at overholde tidligere indgåede aftaler omkring offentlige besparelser.

De europæiske bankmyndigheder forsøgte i flere omgange uden succes at genskabe tilliden til de europæiske banker ved at gennemføre en række kapitalmæssige stresstests. Efter flere tilløb konkluderede de europæiske myndigheder, at egenkapitalen i de deltagende større europæiske banker burde styrkes med 110 mia. euro.

Men frem for at tvinge bankerne til at styrke deres egenkapital gennem kapitaltilførsler som i USA, har de europæiske myndigheder overladt det til de enkelte

banker selv at genetablere egenkapitalen ved udstedelse af nye aktier på markedsvilkår. Dette har ført til en særdeles behersket udlånsvillighed i Europa, som foreningen vurderer, har resulteret i en svækkelse af den samfundsøkonomiske aktivitet. Den fælles europæiske centralbank ECB forsøgte kort før julen 2011 at lempe finansmarkedernes bekymringer for banksektorens likviditet ved at udbyde en ubegrænset 3-årig lånefacilitet til den europæiske banksektor.

Afdeling Globale Aktier er ikke investeret i den europæiske finanssektor set i lyset af sektorens forestående udfordringer og uforudsigelige fremtidige indtjenings- evne. Afdelingens finansielle eksponering sker gennem kreditvurderingsbureauet Moody's, den markedsledende investeringsbank Goldman Sachs, kreditkortselskabet Mastercard og Warren Buffetts investerings- og forsikringsselskab Berkshire Hathaway. Afdeling Danske Aktier er alene investeret i finanssektoren gennem forsikringsselskabet Topdanmark og Ringkjøbing Landbo- bank. Begge selskaber har gennem en årrække demonstreret, at de er Danmarks mest omkostningseffektive og har leveret Danmarks højeste egenkapitalforretninger baseret på solide egenkapitalgrundlag.

## **Fortsat væsentlig vækst i udviklingslande**

En fortsat høj, men dog lavere økonomisk vækst i Kina og i andre udviklingslande, bidrog til bekymringerne i aktiemarkederne, omend væksten i udviklingslandene fortsat er væsentlig højere end i USA, Europa og Japan. Den kinesiske realvækst udgjorde omkring 9 pct. i 2011 mod godt 10 pct. i 2010. Bekymringer omkring holdbarheden af det kinesiske økonomiske vækstboom som følge af opbremsning i ejendomspriserne og et markant fald i antallet af ejendomshandler, samt kapitalproblemer i den kinesiske banksektor og et stort sort lånemarked udenfor det etablerede banksystem har bidraget til nervøsiteten på aktiemarkederne. Omvendt udgør det stigende kinesiske privatforbrug dog efter foreningens opfattelse et fortsat markant og voksende potentiale.

En række makroøkonomers bekymringer omkring den kinesiske vækst satte sine tydelige spor med væsentlige kursfald på børserne i Shanghai og Hong Kong. BLS Invests porteføljeselskaber eksponeret mod udviklingslandene oplevede dog fortsat en væsentlig fremgang i både omsætning, driftsindtjening, frie pengestrømme og udbytter, ligesom udsigterne for den fremtidige vækst vurderes som gunstige. Foreningens rådgiver vurderer, at mulighederne for at investere i attraktive selskaber med voksende og værdiskabende forret-

ningsmodeller eksponeret mod udviklingslande som værende særdeles gode.

Det er foreningens vurdering, at lavere økonomisk vækst i de modne markeder vil resultere i en lavere vækst i de eksportdrevne udviklingsøkonomier. En disciplineret offentlig budgetpolitik og høj opsparingskvote hos husholdningerne i udviklingslandene giver dog væsentlige muligheder for at stimulere den økonomiske vækst gennem øget indenlandske forbrug. Det samlede privatforbrug i Kina udgør fortsat under 33 pct. af det kinesiske bruttonationalprodukt svarende til halvdelen af det tilsvarende amerikanske privatforbrug, og i takt med en voksende middelklasse i Kina, vil privatforbruget vokse markant, hvilket ligeledes er tilfældet i andre udviklingsøkonomier.

## **Afdelingerne har øget eksponeringen til udviklingslande**

Foreningens afdelinger har begge en væsentlig eksponering mod vækst i udviklingslandene enten direkte eller indirekte gennem selskaber med væsentlige aktiviteter på disse markeder. I lyset af den efter foreningens vurdering attraktive prissætning og de gunstige udsigter for fortsat vækst i udviklingslandene, er afdelingernes eksponering mod udviklingslandene øget i takt med kursfaldene.

I afdeling Danske Aktier kan bl.a. fremhæves FL Smidth, U.I.E. og ØK, der alle henter mere end 80 pct. af deres indtjening fra udviklingslande. I afdeling Globale Aktier sker eksponering mod udviklingslande både direkte gennem de i Hong Kong børsnoterede kosmetikkæder Sasa og Bonjour Holdings, kasinooperatøren SJM Holdings og den sydkoreanske bank DGB Financial Group, og afdelingen er ligeledes væsentligt eksponeret indirekte gennem en række forbrugsselskaber som eksempelvis LVMH Moët Hennessy, Louis Vuitton og den globalt markedsledende spiritusproducent Diageo.

## **Fokus på stabile og forudsigelige forretningsmodeller**

Selskabsvalgene i begge afdelinger har fokus på selskaber med stabile og forudsigelige forretningsmodeller med høj grad af omkostningsmæssig fleksibilitet og stabilt høje kapitalafkast. Det er foreningens vurdering, at investeringer i forretningsmodeller med enten stor forudsigelighed i efterspørgslen eller fleksibel omkostningsbase øger indtjeningsstabiliteten og de langsigtede afkastmuligheder. I perioder med væsentlig usikkerhed omkring efterspørgselsudviklingen skaber disse forretningsmodeller et stærkt grundlag for stabilt høje kapitalafkast. Selskaberne i afdelingerne Danske Aktier og Globale Aktier har mere stabile og væsentligt højere

afkast på deres investerede kapital end generelt, hvilket er grundlaget for selskabernes kontinuerlige værdiskabelse og vækst. Den gennemsnitlige årlige egenkapitalforretning for foreningens porteføljeselskaber i begge afdelinger har over en længere årrække ligget i niveauet omkring 30 pct.

Fødevarereproducenter som Nestlé, Danone og spiritusproducenten Diageo er oplagte eksempler på selskaber, hvor efterspørgslen kan forudsiges med relativ stor sandsynlighed, og selskabernes høje kapitalafkast fastholdes gennem langsigtede investeringer i stærke mærkevarer og i udbygning af deres globale distributionsnetværk. Ligeledes kan fastfoodkæderne McDonald's og YUM! Brands fremhæves. Begge selskaber henter en væsentlig andel af indtjeningen fra royalties fra franchise-tagere, der driver selskabernes fastfood-restauranter mod betaling af omsætningsbestemt royalties i niveauet 5 pct. McDonald's har gennem en længere årrække leveret tocifret indtjeningsvækst og årligt udloddet, hvad der svarer til 5 pct. af markedsværdien til aktionærene gennem dividender og aktietilbagekøb. YUM! Brands, som ejer den i Kina voldsomt succesfulde KFC-fastfoodkæde, har siden udskillelsen fra Pepsi Co. ligeledes leveret tocifret årlig indtjeningsvækst. YUM! Brands hentede i 2011 mere end 40 pct. af selskabets samlede indtjening fra Kina, hvor salget i 2011 ligeledes voksede med mere end 30 pct.

Foreningens eksponering mod industrisektoren sker i alt overvejende grad mod selskaber med stor omkostningsmæssig fleksibilitet og selskaber med store og stabilt voksende serviceindtægter. Selskaber som ingeniørselskabet FL Smidth, speditørselskaberne DSV og schweiziske Kühne & Nagel samt den finske elevatorproducent Kone kan fremhæves. Kapitalapparatet i industriselskaberne FL Smidth og Kone er beskedne, idet selskaberne i høj grad anvender underleverandører i produktion, således at produktionsomkostningerne er fuldt fleksible og uudnyttet egen produktionskapacitet undgås. FL Smidth og Kone har begge ordrebøger på mere end 1 års produktion. Serviceringen af Kones store installerede elevatorbase er meget profitabel og forudsigelig grundet sikkerhedskrav om løbende vedligeholdelse, og serviceindtægterne udgør mere end 50 pct. af selskabets samlede omsætning og en væsentlig større andel af indtjeningen. Egenkapitalforrentningen i BLS Invests industriselskaber ligger væsentligt over industriselskaber generelt, ligesom stabiliteten og forudsigeligheden er højere end i andre industriselskaber.

## **Fokus på interessesammenfald mellem ledelse og ejere**

I kraft af foreningens fokus på langsigtet værdiskabelse i porteføljeselskaber er interessesammenfaldet mellem selskabernes ledelse og foreningen som medejer af afgørende betydning. Dette gælder særligt for ledelsens beslutninger om allokering af de ofte meget væsentlige frie pengestrømme i foreningens porteføljevirkksomheder, der er af enorm betydning for værdiskabelsen. Efter foreningens vurdering sikrer et væsentligt ledelsesmedejerskab i den enkelte porteføljevirkksomhed bedst sammenfaldende interesser mellem ledelse og dets øvrige aktionærer.

I Berkshire Hathaway ejer bestyrelsesformanden Warren Buffett omkring en tredjedel af selskabet med en samlet børsnoteret markedsværdi på 200 mia. dollars, og ejerandelen udgør mere end 99 pct. af Warren Buffetts formue. Det vækker således begejstring og styrker foreningens tillid til selskaberne, når ledelsen i både U.I.E. og William Demant mod slutningen af 2011 øgede deres ejerandele i de respektive selskaber.

Berkshire Hathaway annoncerede i efteråret, at selskabet ville købe egne aktier tilbage, såfremt disse kunne erhverves til maksimalt 110 pct. af selskabets indre værdi. Bestyrelsesformanden i Berkshire Hathaway, Warren Buffett - som har skabt sin formue på investeringer og som af foreningens rådgiver betragtes som enestående til at allokere kapital - har i tidligere årsbreve (1984) til selskabets medinvestorer tilkendegivet, at en selskabsledelse alene skal tilbagekøbe egne aktier, når disse er prisfastsat væsentligt under fundamentalværdien af de tilbagekøbte aktier til glæde og værdiskabelse for selskabets trofaste langsigtede aktionærer. Foreningens rådgiver vurderer, at Berkshire Hathaways ønske om disciplineret at tilbagekøbe egne aktier, er et klart signal om, dels at Berkshire Hathaway-aktien efter Warren Buffetts vurdering er væsentligt undervurderet i forhold til selskabets fundamentale værdi, dels at aktiemarkedet generelt er prissat væsentligt under dets fundamentale værdi. Berkshire Hathaway indgår som en væsentlig position i afdeling Globale Aktier.

## **Attraktiv samlet udlodning på 5 pct. af markedsværdierne**

BLS Invest har fokus på selskaber med langtidsholdbare, markedsledende og voksende forretningsmodeller, der genererer væsentlige overskydende pengestrømme til ejerne. De samlede aktionærudlodninger gennem udbytter og aktietilbagekøb udgør aktuelt samlet omkring 5 pct. af porteføljeværdierne for begge afdelinger og har været stigende gennem 2011 for mere end 2/3

af porteføljeselskaberne trods de faldende aktiemarkeder. De årlige aktionæruddelinger overstiger således væsentligt det løbende afkast, placeringer i fastforrentede fordringer typisk giver.

Forretningsmodellerne for selskaberne i begge afdelinger har højere egenkapitalforretning og efter rådgivers vurdering er deres vækstmuligheder mindre kapitalkrævende end for øvrige børsnoterede selskaber. Foreningen vurderer således ikke, at de høje udbytte niveauer som eksempelvis indenfor telekommunikations- eller forsyningssektorerne gør disse selskaber interessante. BLS Invest har således ikke i 2011 været eksponeret mod hverken telekommunikation eller forsynings-selskaber, da sektorerne er særdeles investeringsstunge og vurderes at have særdeles beherskede vækstperspektiver.

## **Central investorinformation**

Som en følge af den nye lov om investeringsforeninger m.v., der trådte i kraft pr. 1. juli 2011, offentliggjorde foreningen i 2012 Central Investorinformation (CI) på foreningens to afdelinger.

CI er et kort dokument, der skal fungere som en slags varedeklaration for investering i den enkelte afdeling. CI skal bl.a. kort beskrive investeringsområde og -mål, risiko/afkast samt omkostninger i en afdeling.

Som noget nyt er risikoen i CI dokumentet angivet på en syvpunktsskala, hvor 1 angiver lav risiko og 7 høj risiko. Risikokategoriseringen er baseret på historiske data. Risikokategoriseringen kan ændre sig over tid, idet historiske data ikke nødvendigvis giver et præcist billede af en afdelings fremtidige risikoprofil.

For foreningens afdelinger er risikoniveauet ultimo 2011 beregnet til 6 for begge afdelinger. Dette svarer til et højt risikoniveau.

## Risikoforhold i foreningens afdelinger

Afdelingernes risikoprofil er fastlagt i foreningens vedtægter og i afdelingernes prospekter. Herudover er der udarbejdet mere detaljerede investeringsretningslinjer for foreningens direktion og afdelingernes rådgiver.

I det følgende bringes en oversigt over de væsentligste risikoforhold i afdelingerne, samt hvorledes foreningens ledelse håndterer spørgsmålet om risici generelt.

### Risiko

Ved enhver investering er der usikkerhed om det fremtidige afkast, og der er endda en risiko for helt eller delvist tab på investeringen.

Risiko kan opfattes på mange måder, men bliver i den finansielle verden oftest beskrevet som afvigelser fra det forventede afkast. Jo større afvigelse fra det forventede afkast, man som investor kan risikere, desto større er risikoen.

Baseret på historisk erfaring kan risikoen vurderes til forskellige niveauer.

### Standardafvigelse

Et mål for risiko i investeringsforeninger og andre investeringsområder er begrebet standardafvigelse på afkastet. Standardafvigelsen på et afkast er simpelt udtrykt en afvigelse i det periodevise afkast set i forhold til gennemsnitsafkastet over en længere periode. Jo større afvigelse, desto mere usikker eller risikobetonet er investeringen. Begrænsningen i dette mål er, at beregningen afhænger af historiske afkast, der ikke nødvendigvis gentager sig i fremtiden.

I nedenstående tabel ses standardafvigelsen på de opnåede månedlige afkast siden start for begge foreningens afdelinger.

	<b>Danske aktier</b>	<b>Globale aktier</b>
Standardafvigelse	25,61%	18,01%
Maksimalt registreret 12 måneders kursfald	58,10%	27,34%
Maksimalt registreret kursfald	58,10%	27,34%
Risikovurdering	Høj	Høj

Det fremgår, at foreningens afdelinger har en standardafvigelse på afkast på ca. 18 % og derover. Dette anses for højt, men forventeligt for aktieafdelinger.

### Maksimalt registreret kursfald

Mange investorer tænker mest på risiko som risikoen for store tab på deres investeringer. Dette kan opgøres på flere måde. I foranstående tabel er opgjort det maksimale fald i indre værdi registreret over løbende 12 måneder samt det maksimalt registrerede fald i indre værdi uanset tidsperiode for hver enkelt afdeling i foreningen. Problemet med målene er, at de er afhængige af historien. Et fremtidigt større tab kan derfor ikke udelukkes.

Ser man på foreningens afdelinger, kan det konstateres, at risikoen for store kursfald kan være til stede.

### Risikovurdering

Som det fremgår af tabellen er det tilfældet for begge afdelinger, at standardafvigelser og tal for maksimalt tab er relativt høje. På denne baggrund vurderes risikoen forbundet med investering i afdelingerne som høj.

Aktivklasserne taget i betragtning er risikoniveauet imidlertid som forventet.

### Risikofaktorer og risikostyring

Risikoen for afkastudsving i foreningens afdelinger afhænger af en række risikofaktorer samt af de foranstaltninger, foreningens ledelse har foretaget for at styre risikoen. Risikofaktorerne varierer fra aktivklasse til aktivklasse og vil dermed ikke være ens for foreningens to afdelinger.

### Forskellige former for risiko

Der er flere former for risiko, herunder markedsrisiko, valutarisiko og selskabsspecifikt risiko. Risiciene kan endvidere opdeles i generelle risici relateret til den pågældende aktivklasse, og risici der er specifikke for investeringsforeningens afdelinger.

### Markedsrisiko

En vigtig del af risikoen i aktieafdelinger er markedsrisiko. Jo større investeringsunivers i en afdeling, desto større mulighed er der for en spredning på forskellige markeder og brancher, hvorved afdelingens risiko kan nedbringes. Afdelinger begrænset til et enkelt marked eller en enkelt sektor vil derfor normalt have en højere risiko end afdelinger, der investerer globalt.

# Ledelsesberetning

Sammenlignet med andre investeringsforeninger er afdelingerne i BL&S Invest karakteriseret ved en fordeling på relativt få selskaber, og færrest for afdeling Danske Aktier.

Markedsrisikoen søges ikke begrænset i foreningens aktieafdelinger, idet den nuværende investeringspolitik er, at der ikke anvendes afledte finansielle instrumenter til afdækning, ligesom kontantbeholdningen holdes på et minimum.

## Valutarisiko

Investering i udenlandske aktier indebærer en valutarisiko. Risikoen øges med stigende positioner i aktier denomineret i fx amerikanske dollar, engelske pund og schweizer franc. Det er foreningens nuværende politik, at der ikke sker en valutakursafdækning i afdeling Globale aktier.

I nedenstående tabel er angivet afdeling Globale aktiers valutaeksponering ved den procentvise fordeling af investeringer på denomineringsvaluta ultimo 2011.

## Valutaeksponering ultimo 2011. Afdeling Globale aktier

Valuta	Andel af formue
USD	48%
EUR	17%
HKD	12%
CHF	8%
DKK	7%
GBP	4%
KRW	4%

En stigning eller et fald i dollaren overfor danske kroner vil som det fremgår få en væsentlig effekt på afkastet i afdelingen.

Af tabellen ses det endvidere, at en væsentlig eksponering er til kroner eller valutaer, der kun svinger lidt overfor kroner, nemlig EUR.

I afdeling Danske aktier kan valutarisikoen siges at være mere begrænset. Afdelingen kan have aktier denomineret i fremmed valuta, lige som der er en indirekte valutaeksponering, idet en væsentlig del af selskaberne i afdelingen har betydelige indtægter denomineret i fremmed valuta.

## Selskabsspecifik risiko

Risikoen i en afdeling kan udover markeds- og valutarisiko opstå ved selskabsspecifik risiko. Jo mere spredt porteføljen i en afdeling er på selskaber, desto mindre selskabsspecifik risiko findes i afdelingen. Omvendt gør en meget spredt portefølje med mange selskaber ikke nødvendigvis porteføljen mindre risikabel, da den selskabsspecifikke risiko typisk kun kan begrænses i et vist omfang. Spredningsgevinsten er behersket ved en portefølje på over 10 selskaber.

Styring af selskabsspecifik risiko sker ved begrænsning af positioner i det enkelte selskab. I begge foreningens afdelinger anvendes den begrænsning, der gælder for specialforeninger i lov om investeringsforeninger m.v. Reglen lyder, at der maksimalt må investeres 10% i et enkelt selskab.

## Porteføljekonzentration og selskabsspecifik risiko

Afdeling	Antal selskaber	Største position	Top 5 andel
Danske aktier	14	10,15%	48,83%
Globale aktier	26	8,02%	30,54%

Investeringsuniverset bevirker, at der er forskel i spredningen af porteføljen i de to afdelinger. Afdeling Danske aktier er mest koncentreret, mens Globale aktier er lidt bredere diversificeret.

I foranstående tabel er angivet mål for spredningen af porteføljen i foreningens aktieafdelinger ultimo 2011.

Af tabellen fremgår, at begge afdelingers porteføljer er ret koncentrerede og afdelingerne er dermed afhængige af afkastudviklingen i få aktier med en eksponering på 8-10% til et enkelt selskab og omkring 30-50% på de 5 største selskaber i porteføljen. Afkastudviklingen i disse afdelinger vil i høj grad være eksponeret til selskabsspecifik risiko, og afkastet kan derfor variere en del fra markedsudviklingen.

## Væsentlige aftaler

Foreningen har indgået aftaler vedrørende bl.a. depot, administration samt rådgivning som de væsentligste områder.

### Depotselskabsaftale

Foreningen har indgået aftale med Skandinaviska Enskilda Banken om, at denne som depotselskab opbevarer værdipapirer og likvide midler for foreningens afdelinger i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., samt Finanstilsynets bestemmelser. Banken påtager sig de i lovgivningen fastlagte kontrolopgaver og forpligtelser. Skandinaviska Enskilda Banken varetager endvidere opgaven som foreningens bevisudstedende institut.

### Rådgivningsaftale

Foreningen har indgået aftaler med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S om ydelse af investeringsrådgivning. Aftalerne indebærer, at BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S yder rådgivning om transaktioner, der anses for fordelagtige som led i porteføljestyringen. Rådgivningen sker i overensstemmelse med de retningslinjer, som foreningens bestyrelse har fastlagt for de enkelte afdelinger.

### Aktieudlån

Foreningen har indgået aftale med Skandinaviska Enskilda Banken AB vedrørende afdeling Danske Aktier om adgang til udlån af afdelingens aktieportefølje.

## Administrationsaftale

Foreningen har indgået aftale med Nykredit Portefølje Administration A/S om udførelse af foreningens administrative og investeringsmæssige opgaver samt varetagelse af direktionshvervet for foreningen. Administrationen af foreningen varetages i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v., bekendtgørelse om ledelse, styring og administration af investeringsforeninger, foreningens vedtægter samt anvisninger fra foreningens bestyrelse.

Nykredit Portefølje Administration A/S fører endvidere foreningens medlemsprotokol, hvori navnenoteringen af afdelingernes andele foretages.

## Samarbejdsaftaler

For at styrke rådgivningen af medlemmerne samt markedsføringen har foreningen indgået samarbejdsaftale med BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S. Aftalen har til sigte at øge serviceringen af såvel eksisterende medlemmer som potentielle, nye investorer med henblik på at forbedre medlemstilfredsheden i foreningens afdelinger.

## Revision

Foreningens samlede omkostninger til lovpligtig revision udgjorde 48 t.kr. i 2011. Der er i regnskabsåret ikke afholdt omkostninger til revisor, der vedrører andre ydelser end lovpligtig revision.

## Generalforsamling 2012

Foreningens generalforsamling afholdes tirsdag den 17. april 2012.

### Udlodning

For 2011 indstiller bestyrelsen til generalforsamlingens godkendelse, at udlodningen for de enkelte afdelinger bliver som angivet i tabellen.

<b>Afdeling</b>	<b>Udlodning *</b>
Danske Aktier	15,00 kr.
Globale Aktier	120,00 kr.

\* Udbetales på medlemmernes konti i april 2012.

### Forslag på generalforsamlingen

På generalforsamlingen vil bestyrelsen komme med forslag om redaktionelle ændringer af foreningens vedtægter.

Herudover vil bestyrelsen stille forslag om ændring af foreningens navn til Specialforeningen BLS Invest, hvilket er i tråd med navneændringen hos foreningens investeringsrådgiver BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S.

## Øvrige forhold

### Samfundsansvar

Foreningens ledelse har i løbet af 2011 drøftet foreningens behov for en politik vedrørende samfundsansvar. På basis heraf har foreningens ledelse vurderet, at der i foreningen indtil videre ikke er et behov for en egentlig politik vedrørende samfundsansvar.

### Usikkerhed ved indregning eller måling

Det er ledelsens vurdering, at der ikke forefindes væsentlig usikkerhed ved indregning eller måling af balanceposter i foreningens afdelinger.

### Usædvanlige forhold der kan have påvirket indregningen eller målingen

Der er i foreningens afdelinger ikke konstateret usædvanlige forhold, der kan have påvirket indregningen eller målingen heraf.

### Begivenheder efter regnskabsårets udløb

Der er fra balancedagen og til dato ikke indtrådt forhold, som forrykker vurderingen af årsrapporten.

## Forventninger til 2012

Trods de økonomiske udfordringer oplevede selskaberne i BL&S Invest generelt god fremgang i deres salg og indtjening i 2011, og forretningsmodellernes robusthed og vækstpotentiale vurderes også ved en lavere samfundsøkonomisk vækst at være intakte. Den økonomiske vækst ventes at fortsætte i 2012, understøttet ikke mindst af en fortsat vækst i udviklingslandene og stigende aktivitet i USA.

### Danske Aktier

For selskaberne i afdeling Danske aktier er det rådgivers vurdering, at der fortsat er grobund for stigende indtjening i afdelingens selskaber i 2012, i takt med øget omsætning og fortsat omkostningsmæssig påpasselighed. Den fortsatte indtjeningsfremgang forventes at føre til øgede frie pengestrømme og udbyttebetalinger fra afdelingens porteføljeselskaber i 2012. På denne baggrund forventer foreningens ledelse positive afkast for afdelingen i 2012.

### Globale Aktier

For selskaberne i afdeling Globale Aktier er det ligeledes rådgivers vurdering at stigende omsætning og indtjening drevet af eksponering til udviklingslande og USA vil resultere i øgede frie pengestrømme og udbyttebetalinger til aktionærene i 2012. På denne baggrund forventer foreningens ledelse positive afkast for afdelingen i 2012.

Foreningens rådgiver vurderer, at værdiansættelsen af foreningens solide og forudsigelige selskaber med høje frie pengestrømme, fortsat er attraktive, ikke mindst set i forhold til afkastene ved alternative investeringsmuligheder.

De samlede aktionærudlodninger ved både udbytter og aktietilbagekøb forventes fortsat i 2012 at udgøre omkring 5 pct. af porteføljeværdierne, og mange gode selskaber har frie pengestrømme på mere end 6 pct. af selskabernes markedsværdi. Hertil kommer, at man som selskabsinvestor i en veldrevet virksomhed får en indbygget indtjeningsmæssig inflationsbeskyttelse, da gode selskaber kan hæve priserne i takt med stigende inputpriser.

## Forhold vedrørende ledelsen

### Direktionen

Nykredit Portefølje Administration A/S  
Otto Mønstedts Plads 9  
1780 København V

Adm. direktør: **Tage Fabrin-Brasted**

Født: 1961

Øvrige tillidshverv:  
Bestyrelsesformand i InvesteringsForeningsRådet.

Direktør: **Peter Jørn Jensen**

Født: 1964

Øvrige tillidshverv: Ingen.

Direktør: **Jim Isager Larsen**

Født: 1976

Øvrige tillidshverv: Ingen.

## Foreningens bestyrelse

Administrerende Direktør **Poul Almlund**, formand  
Syrenvej 3, Sørup, 3480 Fredensborg

Født: 1947

Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Finansdirektør **Chris Bigler**

Kildeskovsvej 69 A, 2820 Gentofte

Født: 1970

Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Øvrige tillidshverv: Direktør i IC Companys A/S samt bestyrelsesmedlem i datterselskaber.

Vicedirektør **Flemming Duus**

Østerbrogade 91, 3. tv., 2100 København Ø.

Født: 1946

Indvalgt i bestyrelsen: 2007

Øvrige tillidshverv: Direktør i DFI Invest 1 A/S.

Business Development Consultant **Soulaima Gourani**  
Nørrebrogade 180 A, 4. tv., 2200 København N.

Født: 1975

Indvalgt i bestyrelsen: 2007

### Bestyrelsens møder

Bestyrelsen har i 2011 afholdt 5 ordinære møder.

### Bestyrelsens aflønning

Som honorar til bestyrelsen for 2011 indstilles til generalforsamlingens godkendelse et samlet beløb på 195 t.kr. Heraf aflønnes formanden med 60 t.kr. og menigt bestyrelsesmedlem med 45 t.kr.

Der har i 2011 ikke været afholdt yderligere udgifter til honorering af bestyrelsesmedlemmer for udførelse af særskilte opgaver for foreningen.

# Danske Aktier

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2011</b>	<b>2010</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	370	592
	Renteudgifter	-5	-3
2	Udbytter	9.271	11.069
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>9.636</b>	<b>11.658</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	-38.922	98.366
	Valutakonti	-62	-55
4	Handelsomkostninger	-1.115	-880
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>-40.099</b>	<b>97.431</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>-30.463</b>	<b>109.089</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>4.088</b>	<b>10.803</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>-34.551</b>	<b>98.286</b>
	<b>Skat</b>	<b>125</b>	<b>142</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>-34.676</b>	<b>98.144</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	-162	723
	Udlodning overført fra sidste år	424	2.369
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>262</b>	<b>3.092</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>-34.414</b>	<b>101.236</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>5.618</b>	<b>3.749</b>
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	5.144	3.325
	Overført til udlodning næste år	474	424
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-40.032</b>	<b>97.487</b>

# Danske Aktier

---

## Balance pr. 31. december 2011 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	143	10
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>143</b>	<b>10</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	369.379	383.664
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	3.397	12.028
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>372.776</b>	<b>395.692</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	0	3.675
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>0</b>	<b>3.675</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>372.919</b>	<b>399.377</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>372.163</b>	<b>398.459</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	756	918
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>756</b>	<b>918</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>372.919</b>	<b>399.377</b>
10	<i>Finansielle instrumenter</i>		

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Nøgletal

	2011	2010	2009	2008
Årets afkast i procent	-8,69	34,60	58,73	-42,78
Indre værdi pr. andel <sup>1)</sup>	1.085,23	1.198,28	890,23	572,17
Udlodning pr. andel	15,00	10,00	0,00	625,00
Omkostningsprocent <sup>2)</sup>	1,03	3,34	0,90	0,64
Sharpe ratio	0,04	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	-34.676	98.144	85.476	-103.495
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	372.163	398.459	260.793	153.317
Andele ultimo (i 1.000 stk.) <sup>1)</sup>	343	332	293	268
Værdipapiriomsætning	701.351	523.699	418.892	744.967
- kursværdi af køb	358.710	280.223	221.274	495.387
- kursværdi af salg	342.641	243.476	197.618	249.580
Omsætningshastighed	0,71	0,73	0,89	1,19
ÅOP <sup>2)</sup>	1,73	4,04	1,68	1,64

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

1) Afdelingen har den 9. september 2009 ændret stykstørrelse fra 50.000 kr. til 1.000 kr., der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 12.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 15.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 30 under "Foreningens noter".

	2011	2010
<b>1 Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	4	4
Øvrige renteindtægter	366	588
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>370</b>	<b>592</b>
<b>2 Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	8.761	10.502
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	510	567
<b>Udbytter i alt</b>	<b>9.271</b>	<b>11.069</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	-39.885	92.104
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	963	6.262
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>-38.922</b>	<b>98.366</b>
<b>4 Handelsomkostninger</b>		
Bruttohandelsomkostninger	1.370	968
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-255	-88
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>1.115</b>	<b>880</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
<b>5 Administrationsomkostninger 2011</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	0	109	109
Revisionshonorar til revisorer	21	3	24
Markedsføringsomkostninger	805	0	805
Gebyrer til depotselskab	108	0	108
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.025	0	2.025
Øvrige omkostninger	976	41	1.017
<b>I alt administrationsomkostninger 2011</b>	<b>3.935</b>	<b>153</b>	<b>4.088</b>
<b>Administrationsomkostninger 2010</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	0	118	118
Revisionshonorar til revisorer	15	5	20
Markedsføringsomkostninger	326	0	326
Gebyrer til depotselskab	95	0	95
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	9.445	0	9.445
Øvrige omkostninger	765	34	799
<b>I alt administrationsomkostninger 2010</b>	<b>10.646</b>	<b>157</b>	<b>10.803</b>
		<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>			
Renter og udbytter		9.635	11.657
Ikke refunderbare udbytteskatter		-125	-142
Kursgevinst til udlodning		-66	-55
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		-4.088	-10.803
Udlodningsregulering		-162	723
Udlodning overført fra sidste år		424	2.369
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>		<b>5.618</b>	<b>3.749</b>
<b>7 Kapitalandele</b>		<b>%</b>	
Sektorfordeling			
Industri		39,05	
Konsumentvarer		22,18	
Sundhedspleje		21,79	
Finans		9,79	
Informationsteknologi		7,19	
		<b>100,00</b>	

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12 2011 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 30. Beholdningslisten pr. 31.12 2010 kan findes på hjemmesiden bls-invest.dk. Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	398.459	260.793
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-3.325	0
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-276	0
Emissioner i året	70.420	45.206
Indløsninger i året	-58.642	-5.851
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	203	167
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	162	-723
Udlodning overført fra sidste år	-424	-2.369
Overført til udlodning næste år	474	424
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	5.144	3.325
Overført fra resultatopgørelsen	-40.032	97.487
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>372.163</b>	<b>398.459</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	332	293
Emissioner i året	63	45
Indløsninger i året	-52	-6
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>343</b>	<b>332</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	99,76	98,85
Øvrige finansielle instrumenter	0,24	1,15
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Globale Aktier

---

<b>Resultatopgørelse i 1.000 kr.</b>		<b>2011</b>	<b>2010</b>
Note	<b>Renter og udbytter</b>		
1	Renteindtægter	21	1
	Renteudgifter	0	-7
2	Udbytter	7.582	6.251
	<b>I alt renter og udbytter</b>	<b>7.603</b>	<b>6.245</b>
	<b>Kursgevinster og -tab</b>		
3	Kapitalandele	5.063	41.097
	Afledte finansielle instrumenter	0	-15
	Valutakonti	77	-226
	Øvrige aktiver/passiver	18	25
4	Handelsomkostninger	-1.104	-390
	<b>I alt kursgevinster og -tab</b>	<b>4.054</b>	<b>40.491</b>
	<b>I alt indtægter</b>	<b>11.657</b>	<b>46.736</b>
5	<b>Administrationsomkostninger</b>	<b>3.573</b>	<b>6.130</b>
	<b>Resultat før skat</b>	<b>8.084</b>	<b>40.606</b>
	<b>Skat</b>	<b>978</b>	<b>460</b>
	<b>Årets nettoresultat</b>	<b>7.106</b>	<b>40.146</b>
	<b>Formuebevægelser</b>		
	Udlodningsregulering	482	1.401
	Udlodning overført fra sidste år	336	0
	<b>I alt formuebevægelser</b>	<b>818</b>	<b>1.401</b>
	<b>Til disposition</b>	<b>7.924</b>	<b>41.547</b>
6	<b>Til rådighed for udlodning</b>	<b>27.030</b>	<b>9.927</b>
	Foreslået udlodning til cirkulerende andele	26.707	9.591
	Overført til udlodning næste år	323	336
	<b>Overført til formuen</b>	<b>-19.106</b>	<b>31.620</b>

## Globale Aktier

---

### Balance pr. 31. december 2011 i 1.000 kr.

Note	<b>AKTIVER</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
	<b>Likvide midler</b>		
	Indestående i depotselskab	120	2.990
	<b>I alt likvide midler</b>	<b>120</b>	<b>2.990</b>
7	<b>Kapitalandele</b>		
	Noterede aktier fra danske selskaber	22.804	17.478
	Noterede aktier fra udenlandske selskaber	273.243	238.556
	<b>I alt kapitalandele</b>	<b>296.047</b>	<b>256.034</b>
	<b>Andre aktiver</b>		
	Tilgodehavende renter, udbytter m.m.	0	146
	Tilgodehavende vedrørende handelsafvikling	3.333	0
	Aktuelle skatteaktiver	385	224
	<b>I alt andre aktiver</b>	<b>3.718</b>	<b>370</b>
	<b>Aktiver i alt</b>	<b>299.885</b>	<b>259.394</b>
	 <b>PASSIVER</b>		
8,9	<b>Medlemmernes formue</b>	<b>295.786</b>	<b>258.954</b>
	<b>Anden gæld</b>		
	Skyldige omkostninger	1.088	440
	Gæld vedrørende handelsafvikling	3.011	0
	<b>I alt anden gæld</b>	<b>4.099</b>	<b>440</b>
	<b>Passiver i alt</b>	<b>299.885</b>	<b>259.394</b>
10	<i>Finansielle instrumenter</i>		

# Globale Aktier

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

### Nøgletal

	2011	2010	2009	2008
Årets afkast i procent	2,19	22,59	35,69	-18,84
Indre værdi pr. andel <sup>1)</sup>	1.329,04	1.349,97	1.101,25	811,61
Udlodning pr. andel	120,00	50,00	0,00	-
Omkostningsprocent <sup>2)</sup>	1,17	3,19	2,89	0,98
Sharpe ratio	0,55	-	-	-
Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)	7.106	40.146	24.626	-5.310
Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)	295.786	258.954	154.273	28.411
Andele ultimo (i 1.000 stk.) <sup>1)</sup>	222	191	140	35
Værdipapiriomsætning	743.012	229.651	199.789	39.389
- kursværdi af køb	389.068	144.970	150.490	36.518
- kursværdi af salg	353.944	84.681	49.299	2.871
Omsætningshastighed ÅOP <sup>2)</sup>	0,89 1,96	0,41 3,77	0,53 3,82	0,02 2,02

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

1) Afdelingen har den 9. september 2009 ændret stykstørrelse fra 50.000 kr. til 1.000 kr., der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.

### Henvisninger

Note vedrørende samlet honorar til revision findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Væsentlige aftaler" på side 12.

Note vedrørende samlet honorar til bestyrelsen findes i Ledelsesberetningen under afsnittet "Forhold vedrørende ledelsen" på side 15.

Note vedrørende anvendt regnskabspraksis findes på side 31 under "Foreningens noter".

	2011	2010
<b>1 Renteindtægter</b>		
Indestående i depotselskab	3	-1
Øvrige renteindtægter	18	2
<b>I alt renteindtægter</b>	<b>21</b>	<b>1</b>
<b>2 Udbytter</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	412	1.361
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	7.170	4.890
<b>Udbytter i alt</b>	<b>7.582</b>	<b>6.251</b>
<b>3 Kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>		
Noterede aktier fra danske selskaber	-1.880	5.603
Noterede aktier fra udenlandske selskaber	6.943	35.494
<b>I alt kursgevinster og -tab, kapitalandele</b>	<b>5.063</b>	<b>41.097</b>
<b>4 Handelsomkostninger</b>		
Bruttohandelsomkostninger	1.480	571
Direkte handelsomk. dækket af emissions- og indløsningsindtægter	-376	-181
<b>I alt handelsomkostninger</b>	<b>1.104</b>	<b>390</b>

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	Afd. direkte omk.	Andel af fællesomk.	Adm. omk. i alt
<b>5 Administrationsomkostninger 2011</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	0	86	86
Revisionshonorar til revisorer	21	3	24
Markedsføringsomkostninger	619	0	619
Gebyrer til depotselskab	124	0	124
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	2.128	0	2.128
Øvrige omkostninger	561	31	592
<b>I alt administrationsomkostninger 2011</b>	<b>3.453</b>	<b>120</b>	<b>3.573</b>
<b>Administrationsomkostninger 2010</b>			
Honorar til bestyrelse m.v.	0	77	77
Revisionshonorar til revisorer	15	5	20
Markedsføringsomkostninger	222	0	222
Gebyrer til depotselskab	76	0	76
Andre omkostninger i forbindelse med formueplejen	5.545	0	5.545
Øvrige omkostninger	169	21	190
<b>I alt administrationsomkostninger 2010</b>	<b>6.027</b>	<b>103</b>	<b>6.130</b>
		<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>6 Til rådighed for udlodning</b>			
Renter og udbytter		7.454	6.074
Ikke refunderbare udbytteskatter		-978	-460
Kursgevinst til udlodning		23.309	9.042
Administrationsomkostninger til modregning i udlodning		-3.573	-6.130
Udlodningsregulering		482	1.401
Udlodning overført fra sidste år		336	0
<b>I alt til rådighed for udlodning</b>		<b>27.030</b>	<b>9.927</b>
<b>7 Kapitalandele</b>		<b>%</b>	
Sektorfordeling			
Varige forbrugsgoder		31,86	
Konsumentvarer		23,31	
Finans		21,95	
Industri		13,64	
Informationsteknologi		7,29	
Sundhedspleje		1,95	
		<b>100,00</b>	

Specifikation af værdipapirbeholdningen pr. 31.12 2011 fremgår af afsnittet beholdningslister på side 31. Beholdningslisten pr. 31.12 2010 kan findes på hjemmesiden bls-invest.dk.

Beholdningsoversigten kan ligeledes rekvireres ved henvendelse til foreningen.

# Globale Aktier

---

## Noter til regnskabet i 1.000 kr.

	<b>2011</b>	<b>2010</b>
<b>8 Medlemmernes formue</b>		
Medlemmernes formue primo	258.954	154.273
Udlodning fra sidste år vedrørende cirkulerende beviser 31.12	-9.591	0
Udbytteregulering ved emissioner og indløsninger	-1.879	0
Emissioner i året	114.266	67.582
Indløsninger i året	-73.450	-3.140
Emissionstillæg og indløsningsfradrag	380	93
Udlodningsregulering ved emissioner og indløsninger	-482	-1.401
Udlodning overført fra sidste år	-336	0
Overført til udlodning næste år	323	336
Foreslået udlodning til cirkulerende andele	26.707	9.591
Overført fra resultatopgørelsen	-19.106	31.620
<b>I alt medlemmernes formue</b>	<b>295.786</b>	<b>258.954</b>
<b>9 Cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>		
Cirkulerende andele primo	191	140
Emissioner i året	87	54
Indløsninger i året	-56	-3
<b>I alt cirkulerende andele (1.000 stk.)</b>	<b>222</b>	<b>191</b>
<b>10 Finansielle instrumenter i procent</b>		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,39	98,54
Øvrige finansielle instrumenter	2,61	1,46
<b>I alt finansielle instrumenter i procent</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

## Anvendt regnskabspraksis

### Generelt

Årsregnskabet er udarbejdet i overensstemmelse med regnskabsbestemmelserne i lov om investeringsforeninger m.v., herunder Finanstilsynets bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v.

Den anvendte regnskabspraksis er uændret i forhold til sidste regnskabsår.

### Præsentation af regnskabstal

Alle tal i regnskabet præsenteres i hele 1.000 i afdelingens funktionelle valuta uden decimaler. Sumtotaler i regnskabet er udregnet på baggrund af de faktiske tal, hvilket er den matematisk mest korrekte metode. En efterregning af sumtotalerne vil i visse tilfælde give en afrundingsdifference, som er udtryk for, at de bagvedliggende decimaler ikke fremgår for regnskabslæseren. Tal, der i regnskabet er anført med "-", betyder, at det reelle tal for denne regnskabspost er 0,00 i afdelingens funktionelle valuta, mens anførelse af "0" betyder, at der for denne regnskabspost er et tal mellem 0,01 og 499,99 i afdelingens funktionelle valuta, der således er blevet afrundet til "0".

### Usikkerhed ved indregning og måling

Den væsentligste usikkerhed ved indregning og måling knytter sig til fastsættelse af en korrekt dagsværdi for visse instrumenter, da markedskursen i nogle tilfælde ikke anses som retvisende. Instrumenterne værdiansættes i disse tilfælde til en anden markedsbaseret kurs, såfremt denne antages at være et bedre udtryk for dagsværdien.

### Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter vederlag for aktieudlån samt kontantindestående i depotselskab. Renteudgifter omfatter øvrige renteudgifter.

Udbytter omfatter de i regnskabsåret indtjente udbytter.

Tilbageholdt udbytteskat, som ikke kan refunderes, fratrækkes i posten "Skat".

Såvel realiserede som urealiserede kursavancer og -tab indgår i resultatopgørelsen. Realiserede kursavancer og -tab er opgjort som forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo året eller anskaffelsværdien, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursavancer og -tab er opgjort som for-

skellen mellem kursværdien ultimo året og primo året eller anskaffelsværdien, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret. For udlånte aktier opgøres kursgevinster og -tab på samme vis.

De samlede direkte handelsomkostninger består af kurtage og udenlandske omkostninger, som fremgår af handelsnotaerne samt af et spread. Opgørelsen sker ved at summere kurtager og omkostninger, der sammentælles ifølge de enkelte handelsnotaer.

Den del af handelsomkostningerne, som er afholdt i forbindelse med køb og salg af finansielle instrumenter, og som er forårsaget af emission og indløsning, overføres til medlemmernes formue.

Administrationsomkostninger indregnes i takt med, at de afholdes. Disse består af afdelingsdirekte omkostninger og andel af foreningens fællesomkostninger. Fællesomkostningerne fordeles mellem afdelingerne i forhold til deres gennemsnitlige formue. Revisionshonorarer, der indgår som en del af fællesomkostningerne, fordeles efter antal afdelinger.

### Udlodning

I udloddende afdelinger udloddes de for regnskabsåret udlodningspligtige beløb efter fradrag af omkostninger i henhold til skattelovgivningen. I hovedtræk består det udlodningspligtige beløb dels af rente- og udbytteindtægter, dels af realiserede kursgevinster på værdipapirer med fradrag af administrationsomkostninger.

Udlodningsregulering hidrørende fra regnskabsårets emissioner og indløsninger indgår i de respektive afdelingers resultat til udlodning, således at udbytteprocenten er af samme størrelse før og efter emissioner/indløsninger.

### Balancen

"Finansielle instrumenter" omfatter finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Finansielle aktiver består af likvide midler, kapitalandele, tilgodehavender vedrørende handelsafvikling og tilgodehavende renter, udbytter m.v. Finansielle forpligtelser omfatter gæld vedrørende handelsafvikling samt anden gæld. Udlånte aktier indgår i balancen under kapitalandele.

Finansielle aktiver og finansielle forpligtelser måles ved første indregning til dagsværdi på handelsdagen og herefter løbende til dagsværdi. Likvide midler opgøres til den nominelle værdi.

## Foreningens noter

---

Dagsværdien for noterede kapitalandele opgøres som lukkekursen på balancedagen eller til anden markedsbaseret kurs, såfremt denne må antages at være et bedre udtryk for dagsværdien.

Posten "Tilgodehavende renter, udbytter m.m." indeholder tilgodehavende obligationsrenter, udbytter m.v. "Aktuelle skatteaktiver" indeholder tilgodehavende rente- og udbytteskatter. Posterne måles til dagsværdi.

Den foreslåede udlodning for regnskabsåret medregnes i medlemmernes formue.

Nettoemissionsindtægter består af tillæg til emissionskursen med fradrag af udgifter i forbindelse med emissionen. Nettoindløsningsindtægter består af fradrag i indløsningskursen efter modregning af udgifter i forbindelse med indløsningen. Nettoemissions- og indløsningsindtægter er overført til medlemmernes formue ultimo regnskabsåret.

### Omregning af fremmed valuta

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

Transaktioner i fremmed valuta omregnes til transaktionsdagens kurs. Værdipapirbeholdninger, likvide midler og tilgodehavender i fremmed valuta omregnes til balancedagens kurs, opgjort som 16.00 GMT valutakursen. Forskellen mellem balancedagens kurs og kursen på tidspunktet for værdipapirbeholdningens anskaffelse eller tilgodehavendets opståen indregnes i resultatopgørelsen under "Kursgevinster og -tab".

### Nøgletal

Regnskabs- og nøgletal er opgjort i henhold til bekendtgørelse om finansielle rapporter for investeringsforeninger og specialforeninger m.v. samt retningslinier fra InvesteringsForeningsRådet. I årsrapporten indgår følgende nøgletal:

#### Afkast i procent

Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo året med korrektion for evt. udlodning til medlemmerne i året.

#### Indre værdi pr. andel

Indre værdi pr. andel beregnes som medlemmernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo året.

#### Udlodning pr. andel

Foreslået udlodning i forhold til cirkulerende andele ultimo året.

#### Omkostningsprocent

Omkostningsprocenten beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsåret. Beregningen af gennemsnitsformuen er en ændring i forhold til tidligere år, hvor gennemsnitsformuen blev opgjort som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året. Ændringen i beregningsmåden er gennemført for at anvende samme metode som krævet i Central Investorinformation. Ændringen af beregningen af gennemsnitsformuen har minimal effekt på opgørelsen af omkostningsprocenten, hvorfor der ikke er sket ændring af tidligere beregnede omkostningsprocenter.

#### Sharpe ratio

Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60-måneders periode.

#### Værdipapiromsætning

I værdipapiromsætningen indgår handel i forbindelse med emissioner og indløsninger samt almindelig porteføljepleje.

#### Omsætningshastighed

Omsætningshastigheden opgøres som gennemsnittet af de i regnskabsåret foretagne køb og salg af værdipapirer justeret for emissioner, indløsninger og udbetalte udlodninger, sat i forhold til den gennemsnitlige formue. Den gennemsnitlige formue opgøres som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsåret. Beregningen af gennemsnitsformuen er en ændring i forhold til tidligere år, hvor gennemsnitsformuen blev opgjort som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året. Ændringen i beregningsmåden er gennemført for at anvende samme metode som ved de øvrige nøgletalsberegninger. Ændringen af beregningen af gennemsnitsformuen har minimal effekt på opgørelsen af om-

## Foreningens noter

---

sætningshastigheden, hvorfor der ikke er sket ændring af tidligere beregnede omkostningsprocenter.

### ÅOP

Årlige omkostninger i procent er et udtryk for summen af administrationsomkostninger i procent, direkte handelsomkostninger ved løbende drift i procent, samt (maksimalt emissionstillæg i procent plus maksimalt indløsningsfradrag i procent) delt med 7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont. Til beregningen af ÅOP anvendes en gennemsnitsformue opgjort som et gennemsnit af de daglige formueværdier i regnskabsåret. Beregningen af gennemsnitsformuen er en ændring i forhold til tidligere år, hvor gennemsnitsformuen blev opgjort som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i året. Ændringen af beregningen af gennemsnitsformuen har minimal effekt på opgørelsen af omkostningsprocenten, hvorfor der ikke er sket ændring af tidligere beregnede ÅOP.

## Foreningens noter

<b>Hoved- og nøgletaloversigt</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>Årets afkast i procent</b>				
Danske Aktier	-8,69	34,60	58,73	-42,78
Globale Aktier	2,19	22,59	35,69	-18,84
<b>Indre værdi pr. andel</b>				
Danske Aktier **)	1.085,23	1.198,28	890,23	572,17
Globale Aktier **)	1.329,04	1.349,97	1.101,25	811,61
<b>Udlodning pr. andel (i kr.)</b>				
Danske Aktier	15,00	10,00	0,00	625,00
Globale Aktier	120,00	50,00	0,00	0,00
<b>Omkostningsprocent</b>				
Danske Aktier *)	1,03	3,34	0,90	0,64
Globale Aktier *)	1,17	3,19	2,89	0,98
<b>Sharpe ratio</b>				
Danske Aktier	0,04	-	-	-
Globale Aktier	0,55	-	-	-
<b>Årets nettoresultat (i 1.000 kr.)</b>				
Danske Aktier	-34.676	98.144	85.476	-103.495
Globale Aktier	7.106	40.146	24.626	-5.310
<b>Medlemmernes formue ultimo (i 1.000 kr.)</b>				
Danske Aktier	372.163	398.459	260.793	153.317
Globale Aktier	295.786	258.954	154.273	28.411
<b>Andele ultimo (i 1.000 stk.)</b>				
Danske Aktier **)	343	332	293	268
Globale Aktier **)	222	191	140	35
<b>Værdipapiromsætning (i 1.000 kr.)</b>				
Danske Aktier	701.351	523.699	418.892	744.967
- Kursværdi af køb	358.710	280.223	221.274	495.387
- Kursværdi af salg	342.641	243.476	197.618	249.580
Globale Aktier	743.012	229.651	199.789	39.389
- Kursværdi af køb	389.068	144.970	150.490	36.518
- Kursværdi af salg	353.944	84.681	49.299	2.871
<b>Omsætningshastighed</b>				
Danske Aktier	0,71	0,73	0,89	1,19
Globale Aktier	0,89	0,41	0,53	0,02
<b>ÅOP</b>				
Danske Aktier *)	1,73	4,04	1,68	1,64
Globale Aktier *)	1,96	3,77	3,82	2,02

\*) Da afdelingen benytter resultatafhængig aflønning, forventes omkostningsprocent og ÅOP at variere fra år til år.

\*\*) Afdelingen har den 9. september 2009 ændret stykstørrelse fra 50.000 kr. til 1.000 kr., der er foretaget tilpasning af sammenligningstal.

## Foreningens noter

---

### Specialforeningen BL&S Invest - Afdeling Danske Aktier

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2011

Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi t.kr.	Procent
Carlsberg	DKK	405,0	20.550	8.323	2,2%
Coloplast	DKK	826,0	38.300	31.636	8,5%
DSV	DKK	103,0	337.800	34.793	9,3%
FL Smidth	DKK	337,5	111.870	37.756	10,1%
Københavns Lufthavne	DKK	1.755,0	20.870	36.627	9,8%
NKT Holding	DKK	190,8	190.700	36.386	9,8%
Novo Nordisk	DKK	660,0	26.300	17.358	4,7%
Ringkjøbing Landbobank	DKK	579,0	33.886	19.620	5,3%
SimCorp	DKK	877,0	30.556	26.798	7,2%
Topdanmark	DKK	895,0	18.850	16.871	4,5%
United International Enterprises	DKK	710,0	49.476	35.128	9,4%
United Plantations Berhad	MYR	19,0	98.987	3.397	0,9%
William Demant Holding	DKK	477,6	67.500	32.238	8,6%
Østasiatiske Kompagni	DKK	118,5	302.500	35.846	9,6%
Aktier i alt				372.776	100,0%
Beholdning i alt				372.776	100,0%

Valutakurser per 31. december 2011 – MYR: 180,61

## Foreningens noter

### Specialforeningen BL&S Invest - Afdeling Globale Aktier

Beholdningsoversigt i DKK per 31. december 2011

Sektor	Papirnavn	Valuta	Kurs	Stk.	Markedsværdi t.kr.	Procent
Daglige forbrugsgoder	Danone	EUR	48,6	32.200	11.624	3,9%
	Diageo	GBP	14,1	91.340	11.431	3,9%
	Nestlé	CHF	54,0	29.750	9.836	3,3%
	Walgreen	USD	33,1	34.900	6.606	2,2%
Diskretionære forbrugsgoder	AutoZone	USD	325,0	7.450	13.861	4,7%
	Bed Bath & Beyond	USD	58,0	33.600	11.152	3,8%
	Bonjour Holdings	HKD	1,2	8.820.000	7.737	2,6%
	Christian Dior	EUR	91,6	14.000	9.532	3,2%
	L'Oréal	EUR	80,7	18.950	11.366	3,8%
	LVMH	EUR	109,4	4.000	3.252	1,1%
	McDonald`s	USD	100,3	11.350	6.520	2,2%
	SA SA International	HKD	4,30	5.788.000	18.347	6,2%
	SJM Holding	HKD	12,7	970.000	9.067	3,1%
	Wal-Mart Stores	USD	59,8	19.300	6.603	2,2%
	Yum! Brands	USD	59,0	44.000	14.866	5,0%
Finans	Berkshire Hathaway	USD	76,3	54.300	23.721	8,0%
	DGB Financial Group	KRW	12.900	170.400	10.925	3,7%
	Goldman Sachs	USD	90,4	34.200	17.707	6,0%
	Moody's	USD	33,7	65.500	12.630	4,3%
Industri & service	FLSmidth	DKK	337,5	33.400	11.273	3,8%
	Kone	EUR	40,1	52.700	15.707	5,3%
	Kuehne & Nagel	CHF	105,5	20.775	13.420	4,5%
Råvarer	U.I.E.	DKK	710,0	16.242	11.532	3,9%
Sundhed	Johnson & Johnson	USD	65,6	15.350	5.763	1,9%
Teknologi	Paychex	USD	30,1	67.800	11.688	3,9%
	Mastercard	USD	372,8	4.630	9.883	3,3%
Aktier i alt					296.048	100,0%
Beholdning i alt					296.048	100,0%

Valutakurser per 31. december 2011: CHF: 612,27, DKK:100, EUR:743,23, GBP:889,78, HKD:73,72, KRW:0,497 og USD:572,54.

