



Afdeling Small Cap gav et afkast på -4,56% i første kvartal, hvilket var lavere end benchmarkafkastet på -2,34%.

Det var endnu et dårligt kvartal for aktierne på de udviklede markeder, idet investorerne fortsat var nervøse for det finansielle systems tilstand og den kraftigt forværrede makroøkonomiske situation. Efter et brat fald i januar og februar steg de store udviklede markedsindeks voldsomt mod slutningen af kvartalet, hvilket gav et positivt momentum. Small cap aktier klarede sig væsentligt bedre end large cap aktier i 1. kvartal efter at have klaret sig dårligere i det meste af 2008. MSCI Europe Small Caps (NR) indekset faldt med 2,4%, mens MSCI Europe (NR) indekset faldt med 10,6% - begge ligger stadig mere end 50% under det højeste niveau i 2007.

Stigningen i midten af marts skyldtes udmeldinger fra flere amerikanske banker om, at handelsforholdene var blevet bedre i januar og februar. De yderligere tiltag, som blev præsenteret af myndighederne i USA og Storbritannien for at stabilisere banksystemet så også ud til at bidrage til de positive toner på markedet i marts, især det private-offentlige investeringsprogram, som den amerikanske finansminister Timothy Geithner præsenterede.

I løbet af kvartalet sænkede Bank of England renten til 0,5%, mens ECB sænkede sin rente til 1,5%. Den amerikanske centralbank lod renterne være mellem 0-0,25%. Både Bank of England og Fed tog for alvor fat på de kvantitative lettelser, som øger pengemængden i økonomien ved at trykke penge til at købe gældspapirer for.

Hvad angår sektorer, gik small cap Forbrugsgoder (+2,3%), Energi (+17,7%) og Teknologi (7,9%) frem i løbet af kvartalet, mens alle andre sektorer gik tilbage. Small cap Sundhedspleje (-8,4) og Materialer (-8,7%) klarede sig dårligst.

Porteføljeaktivitet

Vi fortsatte processen med at øge antallet af aktier i porteføljen, idet vi forventer, at markedsforholdene fortsat vil være volatile. Vi lægger vægt på virksomheder af høj kvalitet, som vi tror vil være vinderne under de nuværende meget vanskelige økonomiske forhold. Vores største bevægelser var at øge vægtningen i Forbrugerservices og Kapitalgoder og sænke vægtningen i Forsyning og Medicinal & Bioteknologi.

Vi købte en andel i discountfødevarerækeden Jeronimo Martins, som har omfattende aktiviteter i Portugal og Polen og bør være godt positioneret til at levere kraftig indtjeningsvækst på længere sigt. Vi åbnede to væsentlige positioner i finanssektoren i løbet af kvartalet: Vi købte aktier i Brit Insurance, en af de billigste aktier i Lloyds' forsikringssektor, og Corio, det hollandske ejendomsselskab. Derudover investerede vi i det norske selskab, TGS Nopec Geophysical, som udbyder konsulentytelser og entrepriser til eftersøgnings- og produktionsselskaber. Endelig foretog vi en stor investering i ingeniørgruppen, Charter International. For at finansiere handlerne solgte vi ud af flere af de beholdninger, vi tror mindre på, herunder VZ Holding, Ipsen, Sperian Protection, Verwaltungs og Barry Callebaut. Ultimo kvartalet indeholdt porteføljen 86 aktier og var spredt bredt ud over sektorerne. Vores største overvægt var inden for Telekommunikation og Forsyning, mens vores største undervægt var i Industri og Forbrugsgoder.

I relative termer var aktieudvælgelsen kraftigst i Ejendomme og Software & Services. Den var svagest i Finans og Kommercielle & Professionelle Services. På individuel basis tilførte det finske medicinalselskab, Oriola-Kd Corp. (+30,8%), den græske legetøjsdistributør Jumbo, SA (+31,3%), og Software AG (+34,1%), mest værdi. Alle tre aktier havde stærke kvartaler, og investorerne reagerede positivt på deres resultater for 2008, som blev offentliggjort i januar. Dem, der tilførte mindst, var det græske shippingselskab Attica Holdings (-45,5%), den Liechtenstein-baserede private bank, VP Bank (-53,3%), og Sperian Protection (-50,3%), producent af beskyttelsesudstyr. Vi solgte vores andele i både VP Bank og Sperian Protection i marts.

Fremtidsudsigter

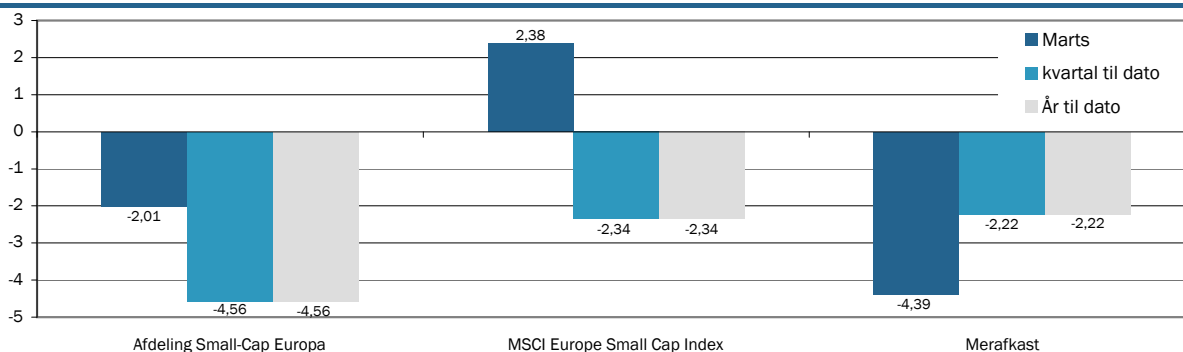
Som vi bemærkede i sidste kvartal, mener vi, at markedet fortsat vil være volatilt på grund af udviklingen i makroøkonomien og fordi investorerne reagerer på de meget lavere indtjeninger i virksomhederne. Kreditten vil stadig være stram på trods af tiltag fra centralbankerne rundt omkring i verden, hvilket indikerer, at marginale virksomheder fortsat må kæmpe, mens økonomien er svag. I denne situation mener vi, at det er bedst at lægge vægten på højkvalitetsvirksomheder (lav gearing, stærk balance og gennemsigtig indtjening), som på længere sigt vil være vinderne. Vi fortsætter processen med at øge antallet af positioner i vores portefølje for at reducere porteføljerisikoen under de volatile markedsforhold. Ultimo kvartalet indeholdt porteføljen 86 aktier.

Afdeling Small-Cap Europa

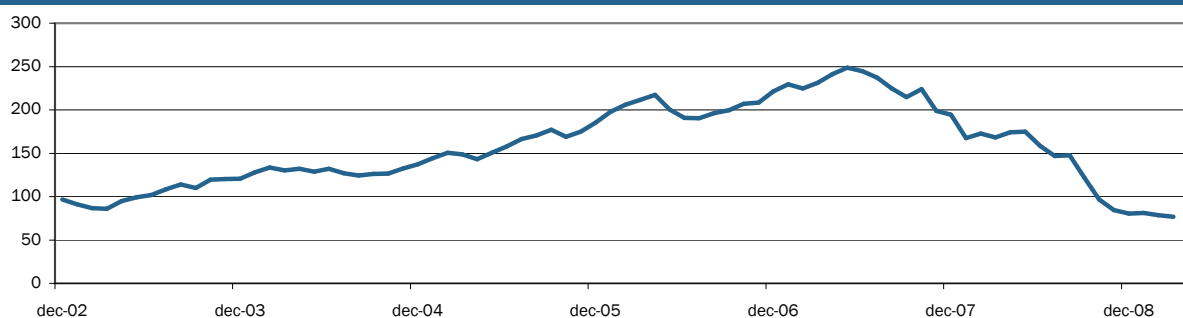
MARTS 2009

Afkast afdeling Small-Cap Europa 2008

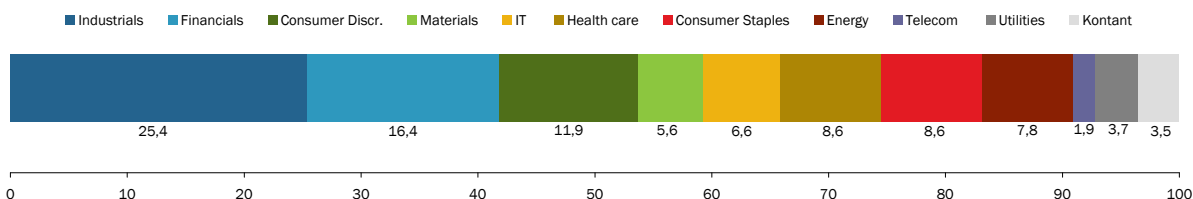
Afdelingens afkast er opgjort til indre værdi



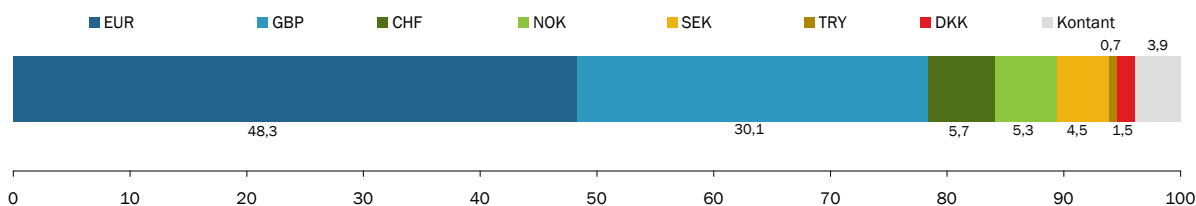
Afkast afdeling Small-Cap Europa siden start



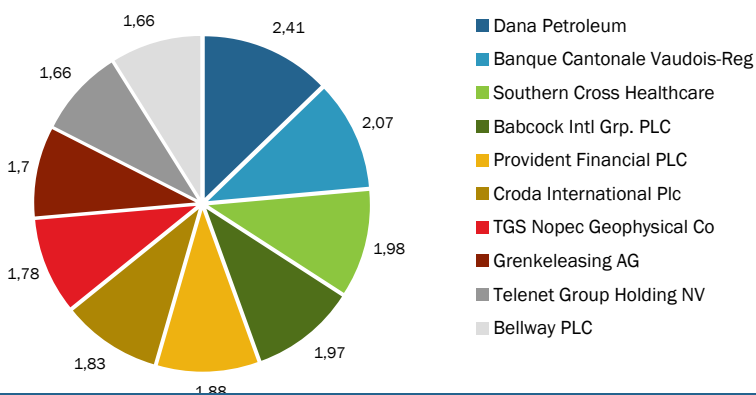
Sektorfordeling



Valutafordeling



10 største beholdninger



Den, der anvender dele af informationen heri, bør særligt være opmærksom på, at informationen tilgodeser situationen på tidspunktet for tilblivelsen og hurtigt kan blive uaktuel. Opsparing gennem fonde indebærer altid en risiko. Vær opmærksom på, at tallene er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast, ligesom gevinsterne kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakurser. Alfred Berg frasiger sig ethvert ansvar for direkte eller indirekte tab eller skade, uanset dennes art, som opstår på grund af kunders anvendelse af dette til forskellige investeringsbeslutninger