

6

Lagspill

Antall porteføljeforvaltere øker, men fortsatt sitter alle rundt samme bord.

10

Risikojustert avkastning

Et mye brukt begrep av fondseksperter, men hva betyr det egentlig?

16

Asiatene kommer

SKAGEN har i lengre tid varslet et økonomisk skille mellom industri-landene og de fremvoksende markedene. Nå skjer det!

18

Bakvendt beskyttelse

Proteksjonisme kan redusere veksten i verdensøkonomien, likevel kan flere land la seg friste, skriver porteføljeforvalter Torgeir Høyen.

Kunsten å bruke sunn fornuft

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. Utsnitt. P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.



Verdiene vant

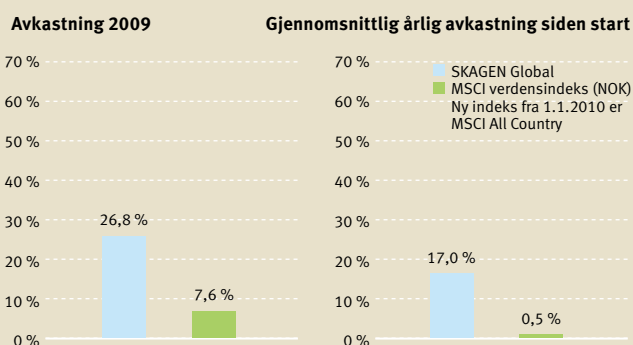
2009 var et godt eksempel på at aktiv forvaltning, i kombinasjon med vår solide, verdibaserte investeringsfilosofi lønner seg i lengden. Les porteføljeforvalternes beretning.

Et godt år

Etter et dramatisk 2008 har 2009 vist seg som et godt år for SKAGENs andelseiere. Aksjefondene våre har hentet inn det meste av kursfallet fra 2008. To av aksjefondene slo sine respektive indekser med god margin, mens SKAGEN Vekst ble slått av energitunge Oslo Børs. Både SKAGEN Global og SKAGEN Vekst har fått nye referanseindekser fra 2010 som bedre reflekterer fondenes investeringsmandat. Samtlige av våre rentefond slo sine referanseindekser i 2009.

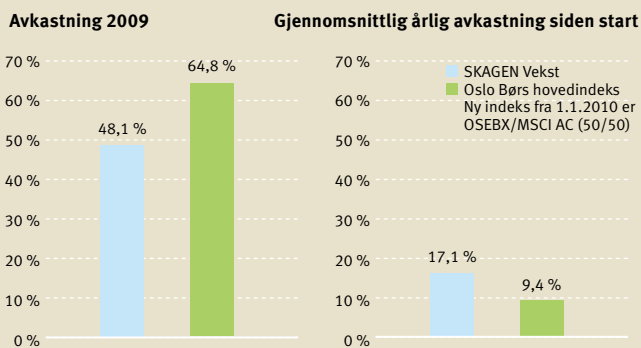
SKAGEN GLOBAL

Forvalter: Filip Weintraub Oppstart: 7. august 1997



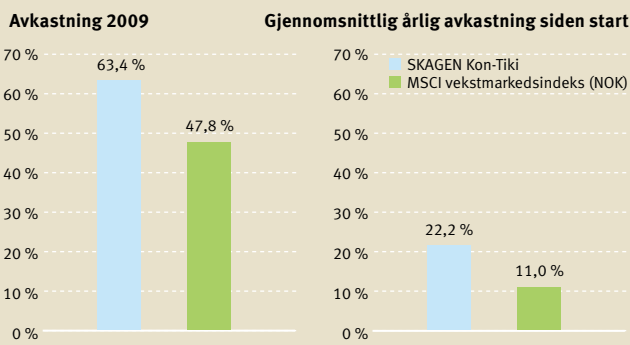
SKAGEN VEKST

Forvalter: Kristian Falnes Oppstart: 1. desember 1993



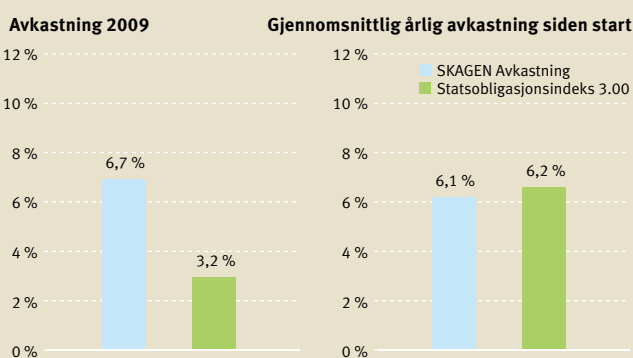
SKAGEN KON-TIKI

Forvalter: Kristoffer C. Stensrud Oppstart: 5. april 2002



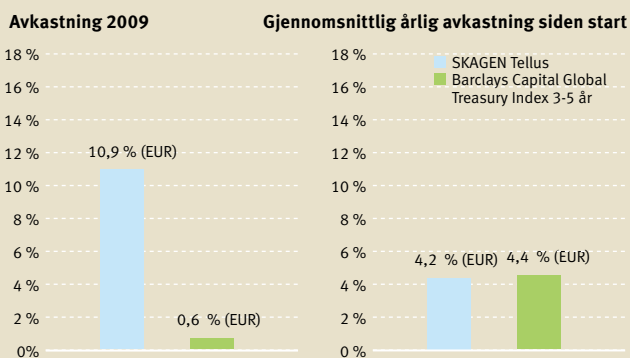
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Torgeir Høyen Oppstart: 16. september 1994



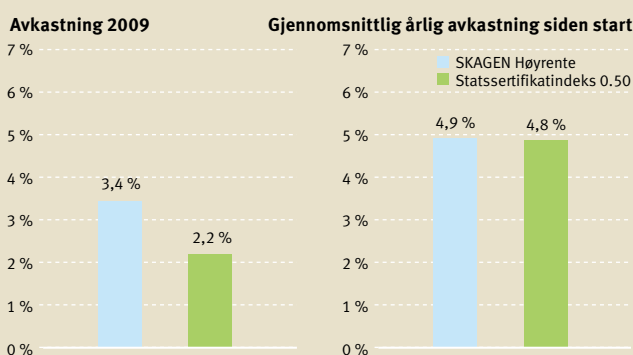
SKAGEN TELLUS

Forvalter: Torgeir Høyen Oppstart: 29. september 2006



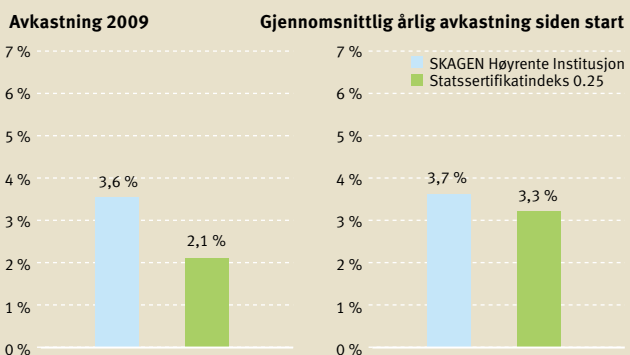
SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Ola Sjöstrand Oppstart: 18. september 1998



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Ola Sjöstrand Oppstart: 14. mars 2003



SKAGEN FONDENES ÅRSRAPPORT 2009

SKAGEN Fondene investerer i Undervurderte, Underanalyserte og Uppopulære selskaper over hele verden. SKAGEN AS ble opprettet i Stavanger i 1993, og er en av landets ledende fondsforvaltere.

Postadresse:

SKAGEN AS
Postboks 160
4001 Stavanger
Organisasjonsnr:
867462732
www.skagenfondene.no

Telefonnr.: 04001

Redaksjon:

Margrethe Vika, redaktør
Tore Bang, fagredaktør
Ole-Christian Tronstad, redaktør
Trygve Meyer, journalist
Christian Jessen, journalist
Michael Metzler, journalist
Parisa Kate Lemaire, journalist
Jonas A. Eriksson, journalist

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og uttalelser. Uttalelsene reflekterer porteføljeforvalternes syn på ett bestemt tidspunkt, og dette synet kan endres uten varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller en anbefaling om kjøp eller salg av finansielle instrumenter. SKAGEN påtar seg intet ansvar for direkte eller indirekte tap eller utgifter som skyldes bruk eller forståelse av rapporten.

SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundefrådgiver på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no

Innkalling til valgmøte for verdipapirfondene forvaltet av SKAGEN

Vi ønsker andelseiere i SKAGEN Fondene velkommen til valgmøte i Stavanger Konserthus 17. februar kl. 18.00 – 21.00.

Valgmøtet vil bli direkte overført på www.skagenfondene.no slik at flest mulig kan følge med.

Til behandling på valgmøtet foreligger:

1. Valg av møteleder og to andelseiere til å undertegne protokollen
2. Styrets årsberetning
3. Revisors beretning
4. Valg av ett styremedlem og ett varamedlem til styret i SKAGEN AS. (Valgkomiteen innstiller at nåværende varamedlem Lars-Erik Forsgårdh velges som andelseiervalgt styremedlem og Yuhong Jin Hermansen velges som andelseiervalgt varamedlem med varighet til 2012)
5. Innsendte spørsmål fra andelseierne

På valgmøtet gir hver andel én stemme. Andelseiere kan stemme ved fullmektig. Ingen møtedeltaker kan avgi stemme for mer enn 1/3 av samtlige stemmer representert på møtet. Godkjent fullmaktskjema er tilgjengelig på www.skagenfondene.no eller ved å ta kontakt med Kundeservice på telefon 04001. Husk å ta med legitimasjon og eventuell firmaattest.

En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som meldes skriftlig til styret i forvaltningsselskapet innen én uke før valgmøtet

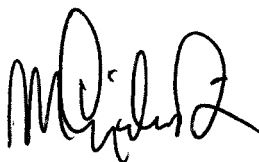
holdes. Med unntak av valgene kan valgmøtene ikke treffe vedtak som binder fondene eller forvaltningsselskapet.

Fondssamtale med Øystein Thøgersen

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over vil investeringsdirektør Kristian Falnes fortelle om utsiktene fremover. Deretter blir det fondssamtale med porteføljeforvalterne og administrerende direktør Harald Espedal. Andelseierne får da mulighet til å stille spørsmål både via sms eller direkte fra salen. Fondssamtalen blir ledet av Øystein Thøgersen som er professor ved Institutt for samfunnsøkonomi ved NHH i Bergen.

Nærmere informasjon og påmeldingskjema finner du på www.skagenfondene.no eller ta kontakt med Kundeservice på 04001. Påmeldingsfrist er 15. februar. Det blir servering av god mat og drikke. Møtet er åpent for alle. Ta gjerne med venner og familie som vil høre mer om SKAGEN.

Med vennlig hilsen
styret i SKAGEN AS



Martin Gjelsvik
Styrets leder

INNHOLDSFORTEGNELSE

2	Hovedtrekk fond	22	Porteføljeforvalternes beretning om fondene
3	Innkalling til valgmøte	41	Priser og utmerkelse
4	Leder	42	Avkastnings- og risikomålinger
6	Forvalterteam i SKAGEN	43	Fondsranjering
8	Selskapsstyring	44	Eierstruktur
10	Risikojustert avkastning; hva er det?	45	Styrets beretning – godt år for andelseierne
12	Investeringsfilosofi – Kjøp når ingen vil ha varene	48	Årsregnskap
14	Den todeltte verden – nå er det alvor	50	Generelle noter
16	Asiatiske konsumenter åpner lommeboken	65	Revisjonsberetning
18	Proteksjonistene kommer	66	Bidrag med engasjement
20	Tanker om tankeprosessen	67	Spør oss – gode råd for alle



Harald Espedal, administrerende direktør i SKAGEN Fondene

Kontrastenes år

2009 er et godt eksempel på at finansmarkedene snur hurtig. 2008 ble ikke det året vi håpet på - til gjengjeld har 2009 overgått våre, og de aller fleste andre sine, forventninger. Fra bunnen i mars 2009 har aksjemarkedene snudd raskere enn de modigste våget å spå høsten 2008. Denne oppturen har gitt andelseiere i SKAGENS fond et meget godt år.

Etter det verste året i finansmarkedenes historie var det flere som mente det ville ta lang tid å hente tilbake tapt avkastning. Utgangen av 2009 viser at aksjemarkedene har hentet seg inn i løpet av kort tid, og den fryktede langvarige nedgangen uteble.

Et meget godt år

SKAGENS investeringsfilosofi har vist seg å være robust i oppgangs- og nedgangsmarkeder. Fasiten for 2009 viser at både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki slo sine referanseindeks. Fondene leverer henholdsvis 27 og 63 prosent avkastning, mot verdensindeksens 8 prosent og vekstmarkedsindeksens 48 prosent. SKAGEN Vekst investerer rundt halvparten av sine midler globalt, og en samlet avkastning på 48 prosent er sterkt, tatt i betraktning at verdensindeksen kun steg 8 prosent. Energitunge Oslo Børs steg 65 prosent.

Disse prestasjonene plasserer SKAGEN i toppsjiktet på verdensbasis. I følge tall fra ratingbyrået Standard & Poor's (S&P) er SKAGEN Global nr. 144 av 3312 globale aksjefond på verdensbasis. S&P klassifiserer også SKAGEN Vekst som et globalt aksjefond og fondet var nr. 13 av 3312 globale aksjefond. SKAGEN Kon-Tiki er nr. 36 av 851 globale vekstmarkedsfond. SKAGENS aksjefond er altså i begge kategorier blant de fire prosent beste av fondene på verdensbasis for 2009.

Det er vanskelig og krevende å være blant de beste i verden et enkelt år. Enda mer krevende er det å være blant de beste i verden over tid. SKAGEN Global og SKAGEN Vekst er henholdsvis nr. 15 og nr. 5 av 1893 globale aksjefond målt på fem års avkastning, mens SKAGEN Kon-Tiki er nr. 2 av 444 globale vekstmarkedsfond i samme periode.

Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning steg 6,7 prosent, mot 3,2 prosent i fondets referanseindeks i 2009. Det globale obligasjonsfondet SKAGEN Tellus la på 10,9 prosent, mot referanseindeksens 0,6 prosent, målt i euro (-5,9 prosent i norske kroner, mot referanseindeksens -14,7 prosent).

De norske pengemarkedsfondene SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon leverte henholdsvis 3,4 prosent og 3,6 prosent avkastning i året som har gått. Det svenske pengemarkedsfondet SKAGEN Krona hadde en avkastning på 1,4 prosent, målt i svenske kroner.

Porteføljeforvalternes beretning (side 22) og styrets beretning (side 45) utdyper hvordan fondene har prestert i 2009.

Gamle verdier til heder og verdighet

Krisetider som de vi opplevde i 2008 fører til at gamle verdier kommer til heder og verdighet igjen. Interessen for aksjefond har vært stor i 2009, og nettotegningen i SKAGENS aksjefond var rekordhøye 18,1 milliarder kroner. Vi mener fremgangen for verdipapirfond kommer av at mange har blitt minnet på betydningen av verdipapirfonds styrker:

- daglig likviditet
- daglig prising
- mulighet til å innløse på virkelig verdi, uten rabatt
- transparenens
- verifiserbar avkastningshistorikk
- et regulert produkt

Kloke sparevalg

I 2009 økte forvaltningskapitalen fra 57,3 milliarder norske kroner til 94,7 milliarder norske kroner, som utgjør en økning på mer enn 65 prosent.

Tallene viser at fondssparere har endret adferd i denne nedgangsperioden, sammenliknet med forrige store nedgang i 2001-2003, og viser nå kloke sparetakter. I første kvartal, mens aksjemarkedene fortsatt var i nedgang, nettotegnet personkunder for i underkant av 1 milliard kroner i SKAGEN Fondene. Kunder har tegnet fondsandeler mens prisene var lave, og har dermed fått med seg oppgangen i det globale aksjemarkedet siden bunnen i mars 2009. Dette endrede sparemønsteret viser at folk flest har langsiktige sparemål og forstår risikoen ved å investere i aksjemarkedet.

Kundevekst i alle markeder

Kundeveksten har vært god i alle fond. Nettotegningen på 15,9 milliarder kroner var ved utgangen av desember fordelt med 18,1 milliarder kroner i aksjefond og minus 2,2 milliarder i rentefond. De største bidragene kom fra det svenske markedet, slik de også gjorde i 2008. Utenlandske kunder, blant annet fra Storbritannia, Nederland, Danmark og Luxembourg, har også vært gode bidragsyttere. Danmark er fra 2010 et av SKAGENS hjemmemarkeder, og målet vårt er at danske kunder skal oppleve oss som en nasjonal leverandør.

For første gang i SKAGENS historie har utenlandske kunder mer kapital i våre aksjefond enn våre norske kunder. 2009 er også kjennetegnet av en svært lav innløsningsprosent. SKAGENS markedsandel for aksjefond var 37,5 prosent i 2009, inkludert utenlandske kunder. Det gjør SKAGEN til Norges største fondsforvalter med en markedsandel på 22,8 prosent av total markedet.

Tilstrømming av nye kunder i SKAGEN Kon-Tiki de siste årene gjorde at det faste honoraret ble satt ned fra 2,5 prosent til 2,0 prosent (fra 1. juli 2009), fordi stordriftsfordelene gjør det billigere å forvalte et stort fond enn et lite fond.

P. S. Krøyers første atelier i Skagen.
Av Thorvald Niss, en av Skagemalerne.
 Bildet tilhører Skagens Museum.



Etter finanskrisen viser 2009 at aksjemarkedene har innhentet seg på kort tid, og at den fryktede langvarige nedgangen uteble, skriver administrerende direktør Harald Espedal.

Selskapets forretningsstrategi er at kundene skal betale for god forvaltning og ikke for kjøp og salg av fondsandeler. SKAGEN har gått foran andre i bransjen og fjernet tegningsgebyret allerede i 2008.

Aksjefondene har ulike honorarmodeller, og det variable honoraret beregnes daglig og avregnes årlig. I 2009 presterte alle aksjefondene bra i forhold til sine referansepunkter. De variable modellene medførte at SKAGEN Global hadde et totalt forvaltningshonorar på 2,75 prosent. SKAGEN Vekst hadde et totalt forvaltningshonorar på 4,50 prosent og i SKAGEN Kon-Tiki var honoraret 3,26 prosent.

Verdsetter spørsmål og kommentarer

I 2010 vil SKAGEN lansere nye nettsider, som er den kommunikasjonskanalen de fleste kunder bruker for å vite mer om fondene. Målsettingen er å tilrettelegge for enda bedre informasjon og dialog med kundene.

Kontrastene i året som er bak oss viser at informasjon til kundene er viktig for å gi kommentarer til det som skjer og dele våre analyser av hendelsene. Nye nettsider vil tilrettelegge for at vi i enda større grad kan dele denne informasjonen skriftlig og via interaktive nettmøter, nett-TV og nettpat.

”Årets fondsforvalter”

Tegningstallene viser at SKAGEN Fondene har fått bred internasjonal aksept for sine produkter. Ekstra gledelig er det at SKAGEN Fondene er blitt utnevnt til Årets fondsforvalter av Jyllands-Posten i Danmark samt Dagens Indus-

tri/Morningstar og Privata Affärer i Sverige. I Nederland mottok SKAGEN den Gylne Okse, eller De Gouden Stier, en pris for beste forvaltningsselskap.

Det amerikanske ratingbyrået Standard & Poor's (S&P) bekreftet i høst at alle tre aksjefondene beholdt den høyeste anerkjennelsen, AAA-rating.

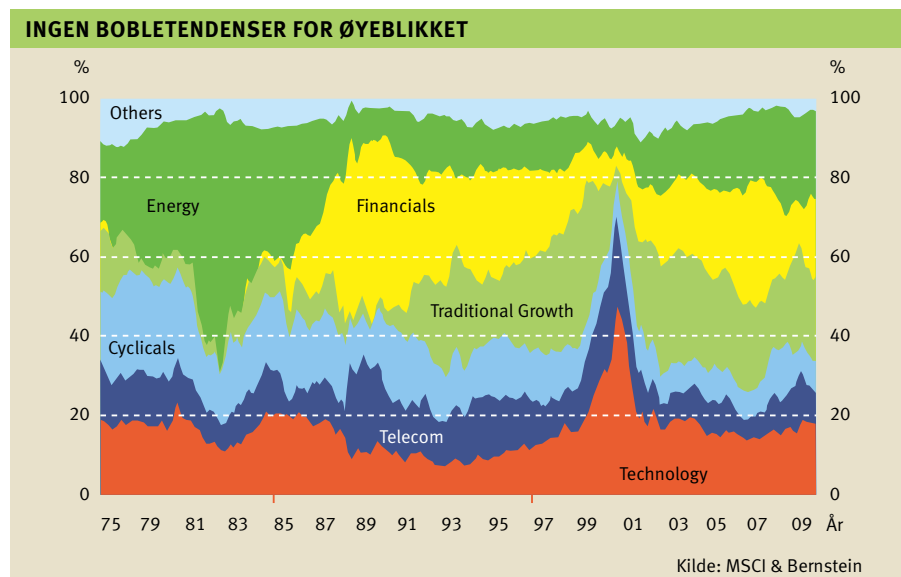
Markedsutsikter 2010

SKAGEN mener investeringsutsiktene er gode for våre fond. Selskaper i porteføljene er lavt priset i forhold til forventet inntjening og egen-

kapital. Rentenivået vil være lavt i store deler av verden og vi forventer at realøkonomien har god veksttakt globalt fremover.

Ved inngangen til 2010 ser det ut til å være god balanse mellom de ulike sektorene. Det er vanskelig å se bobletendenser innen bestemte sektorer i dagens bilde, men historien har demonstrert at det alltid vil dannes nye bobler.

SKAGEN fastholder investeringsfilosofien som har tjent oss godt siden starten, og som viste seg å være et bra verktøy til å navigere også gjennom den siste tids store svingninger.



Det er vanskelig å se bobletendenser innen bestemte sektorer i dag. Historien har likevel vist at det alltid vil dannes nye bobler, for eksempel innen olje- og energi på 70-tallet og IT under dot.com boblens topp rundt tusenårskiftet.

Flere team – ett lag

Antallet porteføljevaltere har økt de siste årene, men fortsatt sitter de rundt samme bord. Til tross for mer spesifiserte forvalterteam, jobber de fortsatt som ett lag.

Bemanningen i SKAGENs porteføljeavdeling har mer enn doblet seg siden 2006. Grunnen til veksten har blant annet vært mer penger under forvaltning og vår internasjonale ekspansjon. Som et naturlig resultat av veksten har det blitt dannet mer spesialiserte team innad i avdelingen for å ivareta forvaltningen av våre fond.

På grunn av porteføljeavdelingens gradvise og organiske fremvekst av mer spesialiserte team for hvert av fondene, er det nyttig å gi litt mer innsikt i arbeidet som foregår og oppbygging av avdelingen.

I samme rom

Helt siden den spede begynnelse i 1993 har våre porteføljevaltere sittet i samme rom og ved samme bord, bokstavelig talt. Dette viste seg å være en nyttig organisering av

SKAGEN Global-teamet har vokst fra to til fire medlemmer, og derfor sitter disse sammen. Det er også blitt flere i teamet til SKAGEN Kon-Tiki. Det er kun SKAGEN Vekst-teamet som har vært uforandret siden 2006.

Organisering rundt bordet

I toppetasjen i SKAGENs hovedkontor i Stavanger sentrum dominerer forvalterbordet. De til sammen 20 pultene er dekket av papirer, årsrapporter og dokumenter. Årsaken til organiseringen er ønsket om å beholde den gode flyten av ideer og innspill i avdelingen. På grunn av den fysiske plasseringen kan forvalterne lettere diskutere viktige tema på løpende basis.

- Organiseringen rundt bordet og innenfor avdelingen, er og vil fortsette å være, svært viktig for oss, sier investeringsdirektør og

som kjenner SKAGEN godt at porteføljeavdelingen alltid har vært forbundet med fri flyt av ideer og påfølgende debatter.

Én filosofi for alle

SKAGEN har alltid hatt en teamfokuset tilnærming til hvordan selskapsanalyser og investeringsideer har blitt delt i porteføljeavdelingen. Alt analysearbeidet blir utført av våre porteføljevaltere, og SKAGEN har ingen egen analyseavdeling. Dermed får porteføljevalterne et aktivt forhold til sine investeringer, som de finner basert på vår investeringsfilosofi og felles analyseplattform.

I samsvar med SKAGENs investeringsfilosofi, som også omtales i denne årsrapporten, fokuserer porteføljevalterne på å finne underanalyserte, upopulære og undervurderte selskaper. Hovedvekten av arbeidet er rettet mot grundige gjennomganger av balanseregnskaper og tilhørende verdilvurderingsberegninger, slik som pris/bok, kapitalstruktur og egenkapitalavkastning. Som omtalt i denne rapporten, er også god selskapsstyring og etikk viktig.

SKAGEN legger stor vekt på selskapsstyring og etikk for å sikre andelseiernes interesser best mulig. Porteføljevalterne kan derfor gå i direkte dialog med selskaper når dette er ansett som nødvendig for å redusere risiko og øke avkastningsmulighetene på vegne av investorene i fondene. Porteføljeavdelingen har i tillegg to personer med ansvar for dypere oppfølging av disse områdene. Kort og godt ser vi etter høykvalitetsselskaper med en lav prislapp.

En kontinuerlig prosess

Selv om hver av SKAGENs porteføljevaltere har et individuelt ansvar for sine inves-

«Vi er fokusert på å beholde den åpne og stimulerende atmosfæren vi alltid har hatt i SKAGEN.»

avdelingen, og er derfor grunnen til at alle i avdelingen, inkludert støttefunksjoner, fortsatt sitter i samme rom i Stavanger. Med andre ord er suksessformelen beholdt, bare forstørret i format.

Plasseringen har forandret seg noe de senere år. I tråd med avdelingens vekst har sitteplassene i porteføljeavdelingen blitt mer og mer knyttet til de ulike fondene. Dette er en naturlig progresjon, siden antallet personer som passer på hvert fond har økt.

leder av avdelingen Kristian Falnes.

- Vi er fokusert på å beholde den åpne og stimulerende atmosfæren vi alltid har hatt i SKAGEN.

Det arbeidet som legges ned i å beholde god informasjonsflyt manifesterer seg også på andre måter. Blant annet måles forvalterne på om de evner å dele sine investeringsideer med de andre i avdelingen.

Det er nok ingen stor overraskelse for dem



Investeringsdirektør
Kristian Falnes

Porteføljeforvalter
Beate Bredeesen

SKAGEN Vekst-teamet



Porteføljeforvalter
Filip Weintraub

Porteføljeforvalter
Omid Gholamifar

Porteføljeforvalter
Torkell Eide

Trader
**Chris-Tommy
Simonsen**

SKAGEN Global-teamet



Porteføljeforvalter
Kristoffer Stensrud

Porteføljeforvalter
Knut Harald Nilsson

Porteføljeforvalter
Cathrine Gether

SKAGEN Kon-Tiki-teamet



Porteføljeforvalter
Torgeir Høien
SKAGEN Tellus
SKAGEN Avkastning

Porteføljeforvalter
Ola Sjøstrand
SKAGEN Høyrente
SKAGEN Høyrente Inst.
SKAGEN Krona

Porteføljeforvalter
Elisabeth A. Gausel
Medforvalter

Rentefond-teamet

teringsideer, er analysearbeid og overvåking av nåværende og potensielle investeringer en kontinuerlig prosess i hvert av teamene. Men, kunnskapen og oppfølgingen er lite verd om informasjonen ikke også deles og testes mot den erfaring og intuisjon som er tilgjengelig i resten av avdelingen. Hovedforvalterne Kristian Falnes, Filip Weintraub, Kristoffer Stensrud, Ola Sjøstrand og Torgeir Høien har i denne prosessen en viktig veilednings- og overvåkningsrolle for de samlede porteføljene.

Det meste av den daglige kommunikasjonen i avdelingen skjer i uformelle sammenhenger. I tillegg holdes det møter, både for hele avdelingen og i de respektive teamene for å passe på at informasjonen flyter som den skal.

- Skjæringspunktet mellom det å dele ideer i en større gruppe, og behovet for fokus på detaljer i de respektive teamene er noe som det jobbes med kontinuerlig, ifølge Falnes.
- Det er en viktig del av å beholde det som har gjort oss til SKAGEN.

SKAGENs mål er å gi kundene best mulig risikojustert avkastning ved å følge en verdibasert investeringsfilosofi. Filosofien har ikke endret seg siden oppstarten i 1993. Alt dette står fortsatt fast, selv om SKAGENs porteføljeevdeling har utviklet seg til å bli ett lag, med flere team.



Ross Porter
Analytiker

Holder styr på selskapene

Dårlig selskapsstyring kan være ødeleggende for en bedrift over tid. SKAGEN følger nøye med på porteføljeselskapenes corporate governance for å sikre andelseierens interesser best mulig.

God selskapsstyring, eller corporate governance, handler om at selskaper må følge vedtatte lover og spilleregler, og i det store og hele opptrer slik at eiere, samfunnet og ansatte er fornøyde. Beslutninger knyttet til corporate governance er av spesiell betydning fordi vår målsetning er å gi kundene best mulig avkastning for den risiko en påtar seg. Hovedfokus for oss er derfor at alle aksjonærer skal behandles likt og at selskapets ledelse arbeider for aksjonærene.

Egne ressurser

SKAGEN har forsterket sitt arbeid med selskapsstyring i året som har gått. Aksjefondsteamene har blitt større, med bedre analysekapasitet og dedikerte ressurser som skal arbeide med problemstillinger i porteføljeselskapene som knytter seg til selskapsstyring. Dette gjelder praktiske problemstillinger som å ta stilling til og stemme for eller imot vedtak på generalforsamlinger, men også analyse knyttet til selskapsstyringen i enkelt-selskaper. Som medlem av EFAMA (den europeiske fondsforvalterforeningen) har vi også ambisjoner om å være med på å utvikle praksis innen dette området slik at selskapsstyringen kan bli mest mulig virkningsfull. Aksjeeierskap har i mange land blitt stadig mer institusjonalisert, det er viktig å sikre at dette ikke gir ledelsene for mye spillerom til å mele sin egen eller majoritetseierens kake.

Bruker stemmeretten

SKAGEN stemmer generelt sett ved alle generalforsamlinger. Forvaltningsselskapet søker å fungere som en aktiv og ansvarlig aksjonær på vegne av andelseierne, og dette inkluderer blant annet bruken av stemmerett. I de tilfeller hvor det er kontroversielle saker, vil særlig oppmerksomhet

bli gitt til disse.

Åpen prosess

Problemstillinger som har dukket opp, og avstemninger der vi har stemt mot styrets forslag, er løpende dokumentert i markedsrapporter, statusrapporter og på hjemmesiden vår. Det er viktig å være åpne om også denne delen av porteføljeprosessen slik at andelseierne ikke skal betvile at vi jobber for dem også på dette området.

Med buksene nede

I 2009 kom de foreløpige resultatene av finanskrisen opp i dagen. Det økonomiske jordskjelvet aktualiserte selskapsstyringen til mange vestlige banker, men siden SKAGEN hadde lite innehav av disse medførte disse skandalene ingen direkte påvirkning på våre aksjeforfølger. Noe overraskende var det kanskje at ledelsen i et indisk IT selskap hadde forfalsket regnskapene i flere år, og at to konsumselskaper på Balkan hadde drevet med ulovlige lån og aksjehandel i 2009. Det var noe av den nakne sannhet for våre porteføljer i 2009.

Oppdiktet regnskap

Året startet på surrealistisk vis: Den 7. januar gikk styrelederen Ramalinga Raju i IT konsultentselskapet Satyam Computers av etter at han hadde innrømmet at regnskapet som var blitt levert de siste tre årene var fullstendig feil. Det var ikke bare dårlig bokføring det handlet om, men mer en total oppdiktning av kunder, ordreserver, kontantbeholdning og gjeldsposisjon. Eksempelvis var kontantbeholdningen på ca 1 milliard dollar ikke eksisterende. SKAGEN Kon-Tiki hadde en posisjon på 0,9 prosent i dette selskapet dagen før nyhetene ble kjent. Status er at posten er beholdt som følge av at den underliggende driften fort-

satt hadde verdier, og at SKAGEN er involvert i et søksmål i USA for å se om vi kan bli tilkjent erstatning. Kursutviklingen har vært positiv og siden bunnen i januar 2009 er den opp omlag 380 prosent.

Balkan brenner

Selskapsstyring i selskaper på Balkan har et dårlig rykte. Pivovarna Lasko en bryggerigruppe i Lasko, Slovenia, hadde en historie som et selskap med god selskapsstyring da vi investerte i det i 2004. Høsten 2007 skulle dette endre seg når finansmannen Bosko Srot gjennom selskapet Infond kjøpte seg til kontroll av selskapet og innsatte seg selv som styreleder. Selskapet lånte 140 millioner Euro til sin hovedeier Infond, noe som var ulovlig og som ikke ble rapportert. Dette ble avslørt i mai ettersom Infond kom i betalingsvansker og senere gikk konkurs. Hele beløpet ser dessverre ut til å være tapt for Pivovarna Lasko.

SKAGEN har vært involvert i en ekstraordinær generalforsamling der vi ønsket at to nye uavhengige representanter skulle inn i styret samt at selskapet skulle granskes. Dette ble det flertall for, men selskapet erklærte denne generalforsamlingen for ugyldig fordi aksjene eid av Infond ikke fikk være med å stemme.

Etter dagens verdsetting er selskapet blant de lavest prisede bryggerier i verden. Med gode marginer i hjemmemarkedet på grunn av en nær monopolsituasjon, og gode muligheter for ekspansjon i Sør-Øst Europa bør dette tross alt være en lovende investering i årene framover. SKAGEN Kon-Tiki eier 5,8 prosent av Pivovarna Lasko som igjen utgjør 0,33 prosent av fondet ved årsskiftet.



Streng kontroll inn til hovedkontoret til indiske Satyam Computer etter at det ble kjent at grunnleggeren av selskapet hadde forfalsket regnskapet. Foto: Bloomberg News

På hjemmebane

SKAGEN Vekst har en lang tradisjon for å involvere seg for andelseierne i selskapsstyringssaker i Norge. Den mest profilerte selskapsstyringssaken som SKAGEN var involvert i på Oslo Børs var gjennom eierskapet i noen obligasjoner i Crew Gold. Disse var kjøpt i troen på at selskapets aktiva var verd mer enn selskapets gjeld og obligasjonspostene var kjøpt til "konkursprising". I forbindelse med et obligasjonsforfall i oktober foreslo styret at obligasjonseierne skulle konvertere deler av obligasjonsgjelden på kurs rundt 4,5 kroner per aksje for deretter å bli vannet kraftig ut av en aksjeemisjon. SKAGEN vurderte dette tilbudet som lite gunstig for obligasjonseierne (SKAGEN Vekst) og kom med et motforslag der obligasjonsgjelden skulle konverteres til aksjer på kurs 0,64 kroner per aksje. Da hovedeier ikke kom med flere motforslag og trakk seg som styreleder gikk dette forslaget igjennom, og obligasjonseierne overtok 95 prosent av eierskapet i gullselskapet. Dersom gullprisen holder seg høy og selskapet beholder sin gullproduksjonslisens i Gu-

inea kan nye restrukturerte Crew Gold, som SKAGEN Vekst nå eier 6 prosent av, være en attraktiv investering framover.

Etikk i fondene

God selskapsstyring dreier seg i bunn og grunn om sunn fornuft. Investingsfilosofien og -prosessen ligger til grunn for hvordan SKAGEN plukker investeringer. Våre etiske retningslinjer blir derfor en aktiv del av fondsforvaltningen.

I tråd med vår investeringsfilosofi og aktive forvaltning investerer vi i selskaper som vi har funnet frem til gjennom grundige vurderinger og egne analyser.

Våre etiske normer og retningslinjer for forvaltning av andelseiernes penger er integrert i hvordan vi sorterer informasjon, analyserer selskaper, velger aksjer og forvalter verdier på vegne av andelseierne.

Vi investerer ikke i selskaper som bevisst bryter grunnleggende menneskerettigheter eller skader;

- den lokale befolkningen

- miljøet
- det valgte styresett i de land selskapet holder til

Vi tar ikke unødig økonomisk risiko ved å investere i selskaper som gjennom sin virksomhet kan pådra seg betydelige forpliktelser eller tap ved:

- påføring av helseskader
- bevisst regelbrudd
- miljøovergrep

Disse punktene blir tatt med i den grundige analysen som foretas før vi investerer i et nytt selskap. Ved vurdering av selskaper i slike sammenhenger, skal deres intensjoner og planer telle mer enn selskapenes historie. Dersom vi oppdager at fondene investerer i selskaper som tross intensjoner bryter med etiske retningslinjer, skal fondenes aksjeinnehav selges, forutsatt at det kan gjøres på en slik måte at salget ikke forspiller verdier for andelseierne.



Harald Haukås
Analytiker

Risikojustert avkastning; hva er det?

Gjennom å bruke vår investeringsfilosofi skal SKAGEN Fondene oppnå best mulig risikojustert avkastning til våre andelseiere. Denne kan oppnås både ved at fondet taper mindre penger i et fallende marked, eller tjener mer når det generelle kursnivået er for oppadgående.

Begrepet risikojustert avkastning brukes om avkastningen som oppnås i forhold til den risikoen som tas. For å være helt korrekt er dette egentlig feil bruk av ord, fordi all avkastning egentlig er risikojustert, i den forstand at den totale avkastningen oppnådd inneholder både perioder med tap og gevinst. SKAGEN Fondene bruker likevel dette begrepet om forholdet mellom avkastning og risiko, fordi det er allment akseptert.

Når man bruker et tallmateriale til å undersøke om den risikojusterte avkastningen er god, kommer ikke nødvendigvis risikoen til syne i tallene. Det kan sammenliknes med å være passasjer med en råkjører. Du sover under hele kjøreturen, og kommer raskt og uthvilt frem. Du ble utsatt for stor fare, men var heldig!

En erfaring fra finanskrisen var at svært mange trodde de kunne stole på at tallene fortalte sannheten om risikoen.

Høy risiko kan gi store tap

Til tross for svakhetene ved å tolke tall, gir

tallene likevel informasjon. Hvis vi tar veldig høy risiko, vil dette før eller senere medføre store tap. All forvaltning som innebærer mulighet for høyere avkastning enn risikofri rente innebærer fare for at man i kortere perioder får lavere avkastning enn det risikofrie alternativet.

Forhåpentligvis overgår de kortsiktige gevinstene de kortsiktige tapene, slik at hele investeringsperioden sett under ett gir høyere avkastning enn risikofrie alternativer. Problemet med å være investert i aksjemarkedet er at både tap og gevinst kommer plutselig, i form av den såkalte ketchup-effekten. I grafen er det vist hvilke år som rammes av ketchup-effekten de siste ti årene for både kortsiktige gevinster og tap.

Vi skal ikke gå i detalj hva gjelder tolkingen av tallene som fremkommer i tabellen, men bare fastslå at hvis gevinstene er større enn tapene er avkastningen høyere enn risikofri rente. Summen av gevinst og tap, i absolute termer, er et mål for de totale svingningene i markedet.

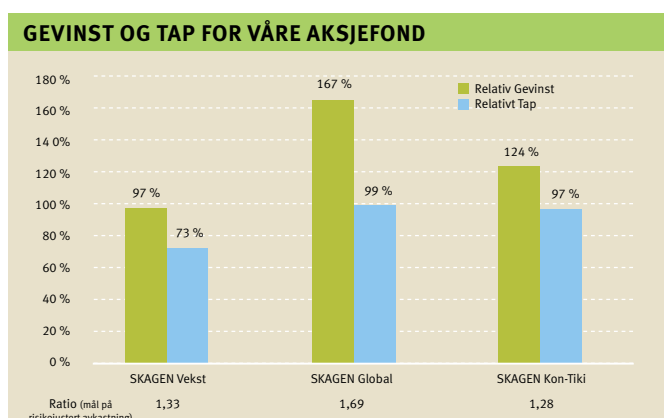
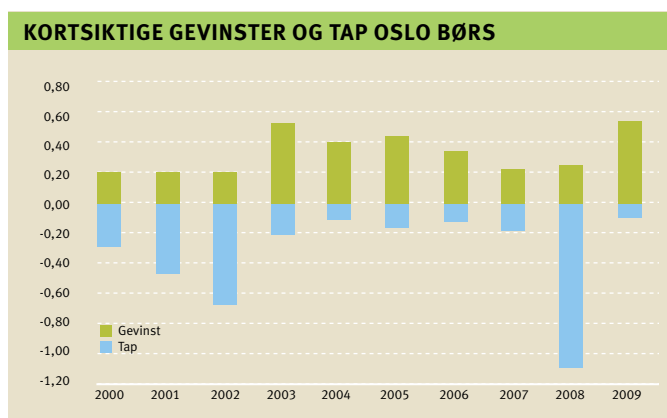
I grafen, kortsiktige gevinster og tap ved

Oslo Børs, kan man lese at ketchup-effekten for tap var ekstremt stor i 2002 og 2008, og for gevinst i det påfølgende året. De kortsiktige tapene var i 2008 fire ganger større enn "normalt", og de desidert største vi har sett i dette tiåret. Tilsvarende var 2009 det året da gevinstene var høyest, og tapene lavest. Dette viser at ketchup-effekten, for både gevinst og tap, var ekstreme i disse to "finanskriseårene".

Høy risikojustert avkastning

Når vi skal avgjøre om vår risikojusterte avkastning er god, ser vi først og fremst på om de kortsiktige gevinstene til fondene er høyere, og om tapene er lavere, enn referanseindeksenes gevinster og tap i samme periode. Forholdstallene mellom fondenes og referanseindeksenes gevinst og tap kalles relativ gevinst og relativ tap. Grafen viser relativt tap og relativ gevinst siden fondenes oppstart.

Tall over 100 prosent betyr at akkumulerte tap/gevinster har vært større for fondet enn markedet (referanseindeks), og vise versa for tall under 100 prosent. Man ser



her at i forhold til den høye risikoen som er på Oslo Børs (betydelig høyere enn for verdensindeksen) har SKAGEN Vekst redusert tapene betydelig i perioden. All meravkastning fondet har skapt er i form av å begrense tapet i tider da kursene på Oslo Børs faller. Samtidig har SKAGEN Vekst over tid klart å holde sånn noenlunde følge med Oslo Børs i oppgangstider.

SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki har derimot gitt større gevinster enn sine referanseindekser under oppgangstider, mens fondene i fallende markeder har opplevd tap på linje med indeksene. Det betyr med andre ord at de historisk sett har skapt sin meravkastning i tider med stigende aksjekurser på verdens børser.

For alle tre aksjefondene ser vi at forholdet mellom gevinst og tap er betydelig bedre enn de respektive referanseindeksene, som igjen betyr at den risikjusterte avkastningen også er betydelig bedre. Fondene har også gitt en solid meravkastning siden oppstart, her i tabellen målt som årlig gjennomsnittlig avkastning.

Vinner på investeringsfilosofien

Den viktigste årsaken til SKAGEN Fondenes gode risikjusterte resultater er vår investeringsfilosofi. Vi investerer i selskaper som har en betydelig mulighet for økt markedsverdi, samtidig som den verdijusterte balansen og likviditeten skal være så solid at selskapet også klarer seg (relativt) godt igjennom nedgangstider. Forutsetningen for en investering er at selskapet tilfredsstillende en eller flere av våre tre U'er, Upopulær, Undervurdert eller Underanalysert. Vi kan imidlertid, også investere i selskaper som har svakere balanser, men som har blitt så billige basert på fundamentale forhold at det

er vel verdt å ta risikoen.

Et eksempel på dette er RCCL, verdens nest største cruiserederi, som SKAGEN Vekst begynte å kjøpe seg inn i våren 2009. Den gang var RCCL priset til bare 0,2 ganger bokført egenkapital, som for dette kvalitetsselskapet var en historisk lav prislapp. Du fikk med andre ord kjøpt en flåte med moderne cruiseskip til 20 prosent av hva de var bokført til – du betalte rett og slett 20 øre for en krone. Som sagt var den finansielle risikoen høy, men kontantstrømmen fra driften av skipene var god nok til å dekke de finansielle forpliktelsene, selv i de verste finanskrise-tidene.

RCCL-kursen har siden bunnen i mars 2008 steget 300 hundre prosent, og var en av de absolutt beste bidragsyterne til SKAGEN Veksts resultater i 2009.

Så selv om et selskap har relativt svak balanse, men en god nok kontantstrøm til å overleve kraftige nedture i økonomien, kan det også inngå i porteføljen til våre aksjefond. Men grunnmuren i porteføljene er, og vil alltid være, selskaper med solide balanser.

Lavere risiko som aktive forvaltere

Et annet viktig prinsipp for å redusere risikoen er å ikke fokusere på referanseindeksene. Det betyr at vi ikke kjøper selskaper som inngår i indeksene, fordi de inngår i indeksene, slik indeksforvaltere må gjøre. Vi kjøper selskaper fordi vi anser at det er gode investeringer. Ved å investere i indekser tar man i perioder unødvendig risiko fordi bransjebalansen blir ødelagt av spekulasjonsbølger.

Tradisjonell porteføljet teori påstår at man ved å investere i indekser (markedet) unngår å påta seg såkalt usystematisk risiko (risiko som kan diversifiseres bort). Dette er en teoretisk antakelse, som ikke er tilstrekkelig til å modellere den faktiske virkelighet. SKAGEN Fondene er derfor ikke redd for å ta såkalt usystematisk risiko, men vi er redde for å ta risiko vi ikke får betalt for.

Vi påtar oss derfor aldri unødvendig risiko, som medfører at risikospredningen i porteføljene blir for dårlig og våre tap kan bli så store at de er vanskelig gjenvinnbare, også på lang sikt.

ÅRLIG GJENNOMSNIITTLIG AVKASTNING SIDEN OPPSTART

	AKSJEFOND	REFERANSEINDEKS
SKAGEN Vekst	17.1 %	9.4 %
SKAGEN Global	17.0 %	0.5 %
SKAGEN Kon Tiki	22.2 %	11.0 %



Knut Harald Nilsson
Porteføljevalter SKAGEN Kon-Tiki

Kjøp når ingen vil ha varene

Det er ganske enkelt å beskrive SKAGENS investeringsfilosofi, men den er vanskelig å utføre med suksess. Det er blant annet derfor så få fondsforvaltere lykkes med å skape konsistent meravkastning over tid.

Enestående muligheter

De første månedene i 2009 ga, sett i bakspeilet, enestående muligheter til å investere i billige selskaper. Og siden andelseierne i våre fond var lojale og utholdende og valgte å holde fast ved sine fondsandeler, så fikk vi mulighet til å investere i billige selskaper.

En ideell investering i våre aksjefond er ofte både Upopulær i markedet, Underanalyisert og derfor ofte regelrett Undervurdert. Vi kaller det de tre U'ene. Når selskaper er Upopulære i markedet er verdifastsettelsen av selskapet ofte lav. Ganske ofte har aktørene i markedet sine gode grunner til ikke å bry seg om et selskap, men vi finner også gode eksempler på at flertallet kan ta fullstendig feil.

For oss er det viktig å finne de gode grunnene til at selskapet skal bli vesentlig mer verdt. Ellers risikerer vi å havne i den såkalte verdifellen, hvor det billige selskapet fortsetter å være særdeles billig, med eller uten synlig grunn. For at en oppvurdering skal skje må man ofte ha endringer i nyhetsbildet, med andre ord, utløsning av katalysatorer. Det er derfor viktig at man identifiserer realistiske og kursdrivende katalysatorer for å unngå verdifellene.

Erstatningssaker skjuler verdier

Grupo Mexico er blant verdens største gruveselskaper. Selskapet er blant verdens største innen utvinning av molybden, sølv og kobber, og har en solid størrelse innen gull.

I 1999 kjøpte Grupo Mexico den hundre år gamle kobberprodusenten Asarco (American Smelting and Refining Company), et oppkjøp som i stor grad var gjeldsfinansiert,

og lot siden Asarco fortsette driften uavhengig av Grupo Mexico.

Senere, i 2005, gikk Asarco frivillig med på betalingsstopp for å kunne forhandle om en endelig løsning på enorme erstatningskrav mot selskapet. Kravene dreide seg både om miljøbelastninger i 80 gruver over hele USA og for følgene av asbestbruk i produksjonen. I denne prosessen mistet Grupo Mexico kontrollen over Asarco til kreditorene, mens erstatningskravene på flere milliarder dollar trykket verdien av selskapet helt i bunn, og lå som en uavklart svart sky over selskapet.

Hvorfor investerte SKAGEN i selskapet, og med stadig voksende styrke gjennom 2009? Fordi vår analyse viste at selskapet var en god investering selv med de verst tenkelige utfall av erstatningssakene mot selskapet.

Grupo Mexico var i sannhet et ekstremt upopulært selskap i aksjemarkedet. Vi fant derimot en konsolidert virksomhet med en særdeles lav prisfastsettelse, muligheter for å selge ut selskaper utenfor kjernevirksomheten og en god eksponering mot stigende råvarepriser. I tillegg vurderte vi Grupo Mexicos muligheter for avklaring av sine forpliktelser som gode.

Og slik endte det: Selskapet fikk kjøpt Asarco ut av betalingsstansen i desember 2009 for 2,2 milliarder dollar, blant annet ved å betale amerikanske myndigheter 1,79 milliarder dollar til opprydding av gamle gruvefasiliteter over store deler av USA. Det er et stort beløp, men da det så som svar-test ut for Grupo Mexico hadde aksjekursen falt mye mer enn det verste utfallet av de økonomiske kravene skulle tilsi. Som investor kan du følge utviklingen i

Grupo Mexico-investeringer gjennom våre Markedsrapporter i 2009. "Rabatten på underliggende verdi er omkring 30 prosent. Sannsynligheten er stor for at det kommer en løsning på Asarco-problemet i løpet av sommeren, deretter kan rabatten forsvinne", skriver for eksempel porteføljevalter Filip Weintraub i utgave nummer tre.

Vi har ved årsslutt 2009 redusert investeringen markant, siden Grupo Mexico ikke lenger handles med rabatt etter at den steg 214 prosent i NOK.

Russiske mobiloperatører på bunn

I begynnelsen av 2009 var både Russland og russiske selskaper særdeles upopulære. Finanskrisen slo hardere her enn nærmest noe annet sted, og russiske selskaper med inntekter i rubler merket negativ effekt av å betjene store lån i stigende euro og amerikanske dollar.

Russiske aksjer falt mer enn 80 prosent fra toppen i juni 2008 til bunnen i januar 2009, oljeprisen falt i samme periode fra 150 USD pr. fat til 40 USD, den russiske rubel kollapset og Russland ble dermed svært upopulært og oppfattet som "farlig".

Vi var på "facts finding mission" i Moskva i januar i fjor, akkurat før markedet bunnet ut. Pessimismen var påtagelig både blant investorer, analytikere, selskaper og spesielt aksjemeglere. "Ingen vil eie Russland" uttalte en megler. Men lå i grunnen ikke alt dette negative i aksjekursene? Det russiske aksjemarkedet ble da handlet til en rabatt på 50 prosent i forhold til bokført egenkapital sammenliknet med 2,2 ganger bare syv måneder tidligere. For eksempel ble mobiloperatøren MTS handlet på under 2 ganger operativ kontantstrøm. Statsfinans-



Den russiske mobiloperatøren MTS er en av flere svært lønnsomme SKAGEN-investeringer i Russland. Her et reklameskilt fra Moskva. Foto: Bloomberg News

SKAGENS INVESTERINGSFILOSOFI

SKAGEN har som målsetting å gi kundene best mulig avkastning for den risikoen de tar. For å lykkes med dette anvendes en verdibasert og aktiv investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi som bygger på sunn fornuft.

SKAGENS filosofi går i korthet ut på at vi investerer i selskaper som er Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære. Selskaper der vi har identifisert mulige hendelser som kan synliggjøre skjulte verdier, og dermed skape meravkastning for våre andelseiere.

Verdibasert forvaltning

Verdivurderingen av selskapsaksjer skjer gjennom egne analyser og forståelse av hvordan verdier skapes og blir tatt vare på. Vi liker best velprøvde forretningsmodeller som genererer gode kontantstrømmer, og mener upopulære og underanalyserte eller feilanalyserte selskaper ofte er attraktive.

Aktiv forvaltning

Aktiv forvaltning innebærer at porteføljeforvalterne investerer i selskaper basert på deres egne meritter – ikke som følge av at selskapet for eksempel er representert i en indeks. Med sunn fornuft og langsiktighet søker vi å unngå bobler som oppstår når populære aksjer og bransjer får en høy pris sammenlignet med selskapets fundamentale verdi og inntjening.

Brede mandater

SKAGEN har globale investeringer som sin spesialitet. Hvor selskapet har sine aktiviteter er mer interessant enn hvor det er børsnotert. Gjennom å fritt kunne investere i bransjer og land i hele verden kan porteføljeforvalterne redusere risikoen mer enn om investeringene var begrenset til ett bestemt land eller en spesifikk bransje.

Tidshorisont

SKAGEN søker å være tålmodige i sine investeringer, slik at filosofien får tid til å gi resultater for andelseierne. Overdreven utskifting av porteføljen kan være en avkastningsdreper. I gjennomsnitt har våre fond holdt på sine selskapsinvesteringer i 3-5 år. Resultatene i selskapene skapes over tid, og det gjør også fondenes avkastning.

Slik skaper vi resultater

Investeringsfilosofien med vårt fokus på verdier har, kombinert med sunn fornuft, hardt arbeid og en godt utviklet intuisjon, historisk sett gitt god avkastning. Grunnprinsippene i SKAGENS investeringsfilosofi har vært uendret siden starten.

ene i Russland var sterke og konsumentene hadde lite gjeld.

Vi valgte i begynnelsen av året å investere ytterligere i russiske mobiloperatører, som hver for seg levde opp til våre investeringskriterier. De var siden blant de absolutt beste bidragsyterne i aksjefondene våre. Dette til tross for at telekomsektoren var vært den svakeste sektoren i de globale vekstmarkeder i 2009. SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Vekst har vært eksponert gjennom direkteinvesteringer både i Vimpelcom og MTS, samt en investering i MTS-morselskapet Sistema og indirekte eksponering i det russiske mobilmarkedet via Telenor.

Indonesisk skuffelse

For å vise at det verken er lett eller en ren pengemaskin for en investor å anvende vår investeringsfilosofi, kan vi fremheve Indosat. I 2009 var dette en skuffende aksje, og dessuten en skuffende sektor. Indosat er Indonesias nest største mobiloperatør. Etter at Qatar Telecom (eier 65%) kjøpte to tredjedeler av våre aksjer på en god kurs, har kursutviklingen vært skuffende støttet av svake resultater. Delvis på grunn av en tøff konkurransesituasjon men også, tror vi, på grunn av de grep den nye ledelsen har satt i verk for å legge forholdene til rette for en sterkere langsiktig kapitalavkastning. Ulønnsomme og ikke aktive kunder er sendt på døren for å frigjøre kapasitet for gode kunder, kostnader er kuttet og prisstrategien er endret. Selv etter en 20 prosent reduksjon i antall kunder er verdsettelsen på 170 USD pr abonnent noe av den laveste i sektoren. Dette sammen med en prising på 5 ganger kontantstrøm i et år med betydelig restrukturering, gjør at vi tror Indosat kan overraske positivt i inneværende år. Forventningene er da heller ikke høye med 15 negative eller nøytrale anbefalinger av totalt 23 analytikeranbefalinger.

Det er viktig å se på hvor potensialet for best mulig risikjustert avkastning finnes. Etter vår oppfatning er det ofte blant de upopulære selskapene hvor en positiv nyhet fort kan gi 20 prosent kursoppgang. Er man inne tidlig i disse selskapene kan man ta del i hele, og ikke bare deler av oppgangen.



Kristoffer Stensrud
Porteføljeforvalter i SKAGEN Kon-Tiki

Den todelte verden – nå er det alvor

SKAGEN har opptil flere ganger snakket om en todelt verden. I 2009 så vi tidlig et avvikende forløp som signaliserte at en dekkning mellom den utviklede verden og vekstmarkedene nå er i ferd med å bli en realitet.

Allerede i første kvartal pekte forventningsindikatorene i vekstmarkedene oppover. Aksjemarkedene holdt seg på betryggende avstand fra bunnen vi så i slutten av oktober 2008, og endte 2009 med en oppgang på hele 48 prosent, målt i råsterke norske kroner. Det var på linje med de tidligere toppårene 2003 og 2005.

Også måltall for risiko i vekstmarkedene, både absolutt og relativt til den utviklede verden, falt betydelig. Renteforskjellen mellom tiårige statsobligasjoner falt med totredjedeler, til 2,7 prosentpoeng. Det laveste nivået noensinne. Og prisen på "volatilitetsforsikring" ble mer enn halvert i vekstmarkedene.

Realøkonomien fulgte etter. I andre kvartal så vi vekst i etterspørselen, bedre industriproduksjon og stabilisering av utenrikshandelen. Svært oppmuntrende var det at dette bare til dels skyldtes stimulansepakkene fra myndighetene. Vel så mye av æren skal den generelle ikke stimulerte økningen i privat forbruk i sentrale vekstmarkedsland som India og Kina ha.

Det sterke fallet i valutakursene da investorene høsten 2008 flyktet til "sikkerhet", i form av dollar og yen, førte også til at mange vekstmarkedsland ble svært konkurransedyktige.

Historiske inflasjons- og rentefall

De lave råvareprisene ga et løft i privat kjøpekraft, og land som Brasil og Tyrkia opplevde historiske inflasjons- og rentefall. Dette har stort sett gitt en mer harmonisk økonomisk utvikling enn vi har sett i det foregående tiåret, da statshushold og konkurransedyktighet var nøkkelfaktorer.

I sum er mange av de store ubalanser i verdensøkonomien delvis korrigerert. Den økte fremtidsoptimismen er derfor berettiget. I et slikt klima er det ikke veldig merkelig at vekstmarkedene leverte ett av de beste årene noensinne, og i store trekk har gjenfunnet nivået fra sommeren 2007 og 2008. Mens de industrialiserte markedene fortsatt ligger 30 prosent under toppen.

Frykt og engstelse

Enhver kontrær investor, meg inkludert, betrakter utviklingen i 2009 med en porsjon frykt og engstelse. Nytegningen i vekstmarkedsfond er rekordhøy, og de børshandlede fondene eser ut. Økt andel av porteføljene i vekstmarkedene har vært et mantra blant investorene.

Stimulansepakker og global nullrente synes å ha skapt sine egne ubalanser, som igjen fører til nye friksjonsområder for utviklingen i kommende år. Den kraftige kursstigningen for en rekke vekstmarkedsvalutaer er et konfliktområde. Kinesiske renminbi er fortsatt kunstig bundet til svake dollar. Brasil har innført skatt på valutaveksling. Flere andre land vurderer tilsvarende tiltak, noe som gir økt statlig innblanding, økt ineffektivitet i økonomiene og risiko for økt proteksjonisme.

Naturlig nok spør de fleste seg om hva som kommer til å skje når det blir rasjonering på amfetaminen som har blitt sprøytet inn i verdensøkonomien. Noen av effektene er allerede synlige. Det kinesiske aksjemarkedet har i takt med at effektene av stimulansepakkene avtar og børsinntroduksjonene har blitt stadig flere, utviklet seg relativt svakt gjennom de siste månedene.

Land som Brasil, Korea og India har også

forsiktig begynt å stramme inn pengepolitikken. Det samme gjelder også industrialiserte land som Norge og Australia.

Må drives av egen styrke

Den nye verdensorden er selvfølgelig at de fremvoksende økonomiene skal drives av egen styrke, som konkurransedyktige produsenter og ansvarlige forbrukere. Likeledes må vestlige land fortsatt stole på sin egen produktivitet, og ikke kunstige stimulansepakker som gjør husholdningene i større og større grad til gjeldsjunkies.

Veien frem i 2010 synes derfor strødd med mer risiko enn ved forrige årsskifte. For oss som liker lavt vurderte selskaper er det sterke momentumet i vekstmarkedene mer en trussel enn en mulighet. Det er derfor nærliggende å se om verdsettelsene har blitt for høye.

Målt etter historisk inntjening er prisingen av selskapene så avgjort på den høye siden. Dette motvirkes delvis av god kapitalavkastning og en sterkt stigende veksttakt for inntjeningen, samt lav gjeld og dermed lavere risiko. Ser vi på vurderingen mot mer stabile nøkkeltall som pris i forhold til salg, er vi fortsatt litt i den høye enden av normalen, men ikke høyere enn hva tilfellet var tilbake til sommeren 2006.

For investorene som henger seg på det sterke momentet som nå er i vekstmarkedene må det påpekes at den voldsomme oppgraderingen av inntjeningsestimaterne vi så i sommer og i tredje kvartal har roet seg betraktelig. Dette skyldes i første rekke at stigende lokal valutakurs vil presse inntjeningen hos eksportørene. Men kanskje også fordi det kan settes spørsmålsteget ved om stimulansepakkene har stimulert



Asiatiske konsumenter bruker mer penger. Her er en potensiell kunde innom en Hyundai-forhandler i Seoul. SKAGEN Kon-Tiki er investert i den sør-koreanske bilprodusenten. Foto: Bloomberg News

produktivitet i like stor grad som produksjon.

Suksess kan bli trussel

Paradoksalt nok kan suksess bli den største trusselen i 2010, i form av at den anglosaksiske økonomien restituerer seg hurtigere enn konsensus forventer i dag. Ved inngangen til januar 2010 kan dette godt være tilfellet. Spesielt i USA ser det ut til at prisene på private eiendommer har stabilisert seg, samtidig som arbeidsledigheten synes å flate ut. Det kan gi økte inflasjonsforventninger, stigende råvarepriser og mulige destabiliserende valutabevegelser. Som i sin tur fører til økt usikkerhet og økt risikoversjon.

I motsetning til hva tilfellet var ved forrige årsskifte har vi ikke lave selskapsvurderinger som airbag hvis farten skulle bli for høy.

Vedvarende strøm av "gratis penger" fra Vesten kan nå bevege vekstmarkedene mot bobletendenser, som i en periode fremover fortsatt gir investorene i disse markedene en god meravkastning. Konsensus er fortsatt at tilbudet av gratis penger kommer til å vare lenger enn "alle" tror.

Motsatt vil effekten av global innstramning av likviditet kanskje få større effekter i vekstmarkedene enn i Vesten, fordi fallhøyden er større. Vesentlig større enn for et år siden.

Ulempe at alle går i samme takt

En ulempe med siste års globalisering og frie kapitalbevegelser er at alle aktivklasser beveger seg i samme takt, men med forskjellige utslag. Brorparten av investeringsstrømmene synes styrt av å trykke på de knappene som øker eksponeringen når det

går opp, og redusere den når det går ned. Det fører til økte svingninger i det korte løp.

Et slikt irrasjonelt og lite verdistyrte forløp skaper også muligheter for oss – som kan plukke opp alle barna som blir skylt ut med badevannet.



Cathrine Gether
Porteføljeforvalter i SKAGEN Kon-Tiki

Asiatiske konsumenter åpner lommeboken

Det måtte en finanskrisen til for at myndighetene i Østen, med Kina i spissen, reduserte fokus på eksport og satte kreftene inn på eget konsum. Et bedre sosialt sikkerhetsnett kan være det som får høytsparende asiatiske konsumenter til å åpne lommeboken.

I årsrapporten for 2008 skrev vi om forventningen om at de asiatiske konsumentene skulle opprettholde en høy sparerate en god stund fremover. Årsaken var et svakt sosialt sikkerhetsnett i de fleste landene, og myndighetenes ensidige fokus på eksport.

Ett år senere sitter vi med fasiten i hånden. Finanskrisen, som førte med seg en betydelig reduksjon i etterspørselen fra de forgjeldede konsumentene i Vesten, fikk myndighetene i Østen til å handle. Betydelige stimulanser ble rettet mot innenlandsk forbruk. Resultatet ble faktisk at asiaterne økte sitt konsum gjennom finanskrisen. Et eksempel er det kinesiske bilmarkedet som målt i antall solgte enheter passerte USA i fjor, og er nå verdens største.

Med de første "tiltaksprogrammene" fra myndighetenes side rettet mot bedre offentlige helse- og pensjonsrettigheter, samt fagre løfter for fremtiden, ser vi nå for oss en helt annen verden.

Vi kan være på vei inn i et paradigmeskifte,

som kan få store konsekvenser – også for omverdenen.

Kineserne i førersetet

Etter Asia-krisen på slutten av 1990-tallet var det robuste amerikanske konsumenter som hjalp asiaterne ut av en dypere krise. Ironisk nok ser det nå ut til at det motsatte skjer.

USA og Europa kjemper for å komme seg ut av sine finansielle vanskeligheter, mens økt konsum blant asiatiske forbrukere er i ferd med virkelig å ta av. I førersetet sitter kineserne.

Frem til nå har det vært mye kritikk fra politikere og økonomer, spesielt mot kinesiske myndigheter, fordi Asia – tilsynelatende – har vært for mye fokusert på eksport. Det vises til at privat konsum i Kina er redusert fra over 45 prosent av brutto nasjonalprodukt i 2000 til nærmere 35 prosent i 2008.

Tatt i betraktning den enorme stresstesten kineserne ble utsatt for da etterspørselen i

den vestlige verden kollapset mot slutten av 2008, har Kina og de andre store fremvoksende landene i Asia demonstrert en imponerende økonomisk styrke i 2009.

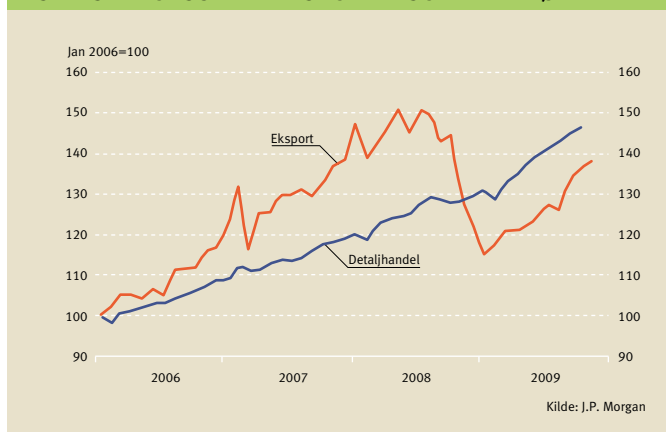
Mye av forklaringen for den raske opphellingen skyldes, ja – nettopp, økt innenlands konsum.

Selger flest biler i verden

I fjor var bilsalget i Kina opp med hele 53 prosent, basert på volum. I siste kvartal var veksten formidabel 87 prosent. Kina passerte med det storebror og bilenes hjemland, USA, hva gjelder antall solgte biler.

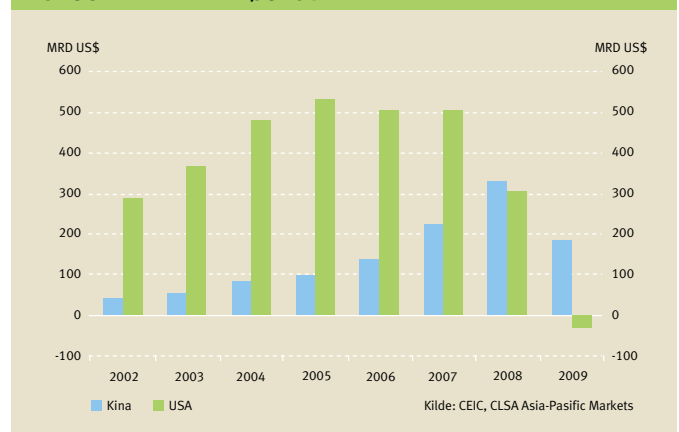
Ved å se på bilsalget målt i amerikanske dollar er salget i USA fortsatt mye høyere enn i Kina. Mens den "gjennomsnittlige bilen" i USA koster 30.000 dollar, er prisen bare litt over halvparten i Kina, 17.000 dollar. Dette skyldes (selvfølgelig) ikke bare et generelt høyere kostnadsnivå i USA, men også det faktum at amerikanerne fortsatt har en forkjærlighet for større og mer luksuriøse biler.

ASIATISKE KONSUMENTER SHOPPER SOM ALDRI FØR



Eksporten stupte: Mens eksporten fra Asia stupte i 2008 har konsumentene fortsatt å bruke penger gjennom hele finanskrisen.

KONSUMET TREKKER ØSTOVER



Fall i USA: Mens veksten i forbruket blant kinesiske husholdninger var sterk også i 2009, her målt i dollar, reduserte amerikanerne sitt forbruk.



Kaotiske tilstander da klesprodusenten Abercrombie & Fitch åpnet sin første forretning i Tokyo. Kjøpekraften i Asia er betydelig styrket de siste årene. Foto: Bloomberg News

Andre forbruksartikler, som stasjonære pc'er, kjøleskap, komfyrer og vaskemaskiner, viser tilsvarende trend. De kinesiske forbrukerne konsumerer som aldri før.

Nå skal imidlertid ikke kinesernes rolle overdrives. Kina står fortsatt for en relativt liten andel av verdens totale private konsum – men en stor del av veksten.

Til tross for at 50 prosent av verdens befolkning er asiater, representerte Asias samlede forbruk, utenom Japan, kun 30 prosent av det amerikanske forbruket i 2005. Fire år og en "Vestlig" finanskrisen senere er andelen kommet opp i nesten 40 prosent, og den øker raskt.

Trenden er med andre ord klar: Kineserne fortsetter å forbruke stadig mer, mens amerikanerne endelig har begynt å spare.

Rebalanserer økonomien

Den kinesiske krisepakken lansert i november 2008, pluss andre tiltak både før og etter, viser at Kina nå har begynt å rebalansere økonomisk vekst fra sterkt eksportrettet til mer konsumorientert. Dette bidrar også til en utjevning av den globale ubalansen, hvor Kinas eksportandel har vært for høy. En lignende utvikling ser vi også i andre asiatiske land.

Flere insentiver i de kinesiske tiltakspakene rettet mot konsumentene, har imidlertid vært relativt kortsiktige, for eksempel subsidier og rabatter på elektriske artikler og mindre biler. Dette har selvfølgelig vært med på å løfte de sterke konsumtallene i Asia det siste året. Skeptikerne mener at når

tiltakene trekkes tilbake kommer det til å gå hardt utover konsumet.

SKAGEN tror mange overser signalene som ligger i myndighetenes tiltak. Rammebetingelsene blir nok lagt til rette for at en stadig større andel av fremtidig økonomisk vekst kommer fra de kinesiske konsumentene. Og spareraten, som i 2008 lå på 32 prosent av disponibel inntekt, vil sakte men sikkert falle.

Bedre sikkerhetsnett

En del av forklaringen på kinesernes nøkternhet og høye sparerate er at det offentlige sosiale sikkerhetsnettet ikke er bra nok med tanke på helse- og pensjonsrettigheter. Her ser det nå ut til å skje en fundamental forandring, som mange hittil har oversett.

I april i år ble det blant annet bevilget 850 milliarder renminbi, tilsvarende 125 milliarder dollar, over en treårsperiode til en ny helsereform i Kina. Dette er første steg mot målet om at alle kinesere i 2020 skal ha tilgang på nødvendige helsetjenester. Innen 2011 skal 90 prosent av befolkningen være lykkelige eiere av en helseforsikring. I tillegg jobbes det med et nødvendig og troverdigg pensjonssystem.

Hvis kineserne begynner å tro på at disse tiltakene kommer til å fungere, kan sparingen reduseres og konsumet øke.

Lån, hva er det?

Hvis forbrukerne i tillegg begynner å finansiere sine forbruksrelaterte kjøp og investeringer med mer lån, kan det bli virkelig morsomt. Andelen bilsalg i Kina finansiert

med lån er i løpet av 2009 doblet, til nærmere 25 prosent. Kredittkortbruket økte i løpet av fjorårets tre første kvartaler med 40 prosent.

Men, fortsatt har kun én av åtte kinesere kredittkort, mot gjennomsnittet i USA på to kort pr innbygger.

Lommeboken full

Mange gode år med kraftig eksportvekst har resultert i lavere arbeidsledighet og høyere lønninger blant asiater generelt, og en sterk oppbygging av kjøpekraften.

Kombinasjonen av befolkningsvekst og en raskt voksende middelklasse i Kina, kan over tid kompensere for mye av den svakere etterspørselen fra konsumentene i resten av verden.

Forbrukere i Vesten tar det for gitt at «alle» har vaskemaskin, TV, mobiltelefon og alle mulige elektroniske dupeditter. I Asia er ikke disse forbruksvarene allemannseie – og det gjør tilbøyeligheten til å kjøpe høy.

Prosessen med å redusere spareraten og øke forbruket av både varer og tjenester blant asiater skjer gradvis, men det får effekt på hele verdensøkonomien. Etter hvert som forbrukernes motvilje til å ta opp lån avtar, er det fullt mulig å se konturene av et paradigmeskifte – om ikke alt for lenge.

Konsumet beveger seg fra Vesten mot Østen, med stadig større styrke.



Torgeir Høien, Porteføljeforvalter i SKAGEN Avkastning og SKAGEN Tellus

Proteksjonistene kommer

Siden tidenes morgen har økonomer visst at frihandel er bra, og proteksjonisme uheldig. Likevel kan vi nå, i en periode med svake konjunkturer, risikere at flere land innfører proteksjonistiske tiltak som bremser verdensøkonomien.

Selvsagt er proteksjonisme bra for aksjonærer og arbeidere som blir beskyttet, det benekter ingen. Poenget er at tapene til de som ikke får handle fritt er større enn gevinsten til særinteressene som blir beskyttet.

At det ofte fremstilles motsatt, viser bare hvor mye viktigere og enklere det er for særinteressene å nå frem med sine argumenter. Tomatprodusenter har lettere for å organisere seg enn tomatkonsumenter.

Dårlige tider avler proteksjonisme

Økonomer vet også at det i dårlige tider alltid kommer krav om proteksjonisme. Når bedriftene ikke tjener penger på økt verdiskapning, prøver de med politiske midler å tilrane til seg en større andel av en krympende kake. Slik er situasjonen i disse tider.

Resesjonen har utløst massive krav om proteksjonisme. Mange av kravene har allerede blitt hørt og akseptert av politikerne, i nesten alle land. Siden proteksjonisme ikke er bra for verdensøkonomien, kan en slik utvikling i verste fall medføre at de dårlige tidene forverres. I beste fall tar det lenger tid enn nødvendig å komme seg ut av lavkonjunkturen.

Det er spesielt ille når ellers eminente økonomer som Princeton-professor, New York Times-spaltist og Nobelprisvinner Paul Krugman begynner å løpe proteksjonistenes ærend. Slik han gjorde i New York Times i desember 2009, ved å argumentere for amerikansk vernetoll mot kinesiske varer hvis ikke kineserne snart skrev opp verdien på valutaen sin. Jeg kommer tilbake til Kina og valutaen deres, om litt.

Logisk brist

Hovedargumentet til proteksjonister, når de prøver å høres ut som de bryr seg om sam-

funnsøkonomien, er at det er viktig å holde jobbene innenlands. Det høres jo forlokkende ut. Når det er ledig arbeidskraft i hjemlandet må det være unødvendig å gå utenfor landets grenser for å få produsert varer og tjenester til bedriftene og husholdningene. Men om det er besnærende – er det likevel riv ruskende galt. Poenget er at når vi kjøper noe i utlandet betaler vi egentlig ikke med penger. Vi betaler med varer og tjenester produsert av oss, som utlendinger kjøper av oss. Så hver gang vi kjøper noe i utlandet, etterspør vi indirekte den innenlandske arbeidskraften som produserer hva utlendingene ønsker å kjøpe.

Vi skaper altså like mange innenlandske jobber enten vi bruker pengene utenlands eller innenlands. Men med frihet til å handle hvor vi vil, får vi i tillegg brukt arbeidskraften mest effektivt.

Olje blir til biler

Her er en liten historie som forklarer hva som egentlig skjer når varer handles over landegrensene: Du har spinket og spart og skal endelig kjøpe deg en ny bil. Bilen produseres i utlandet. Penger ut av landet, sier proteksjonisten. Men hva om produksjonen av biler skjedde på følgende måte: Først pumper Statoil olje opp av Nordsjøen. Så fraktes oljen i en norsk tankbåt rundt jorden. Under seilasen over stillehavet forvandles oljetankeren, ad omveier, til en lastebåt full av splitter nye biler. Nå skipet returnerer til en norsk havn, kan du etter noen dager gå ned til bilforhandleren og hente gliset. Nå kan ikke proteksjonisten protestere. Din utgift blir Statoil og det norske rederiets inntekt. Så du har altså brukt pengene innenlands, og skapt et grunnlag for verdifulle norske arbeidsplasser (ok, glem filippinerne, du skjønner tegningen).

Effekten blir selvsagt akkurat den samme

om "reisen over Stillehavet" blir erstattet med fysiske havner og bilfabrikker i Japan eller Sør-Korea. Poenget er at internasjonal handel kun er en smart form for omveisproduksjon. Vi er mer effektive i å produsere energi og mye annet som verden setter pris på, enn til å produsere biler. På samme måte har andre land sine spesialiteter. Så ved å bytte varer til priser som begge parter føler seg tjent med, løftes både vår og deres inntekt, i forhold til om vi ikke delte varer med hverandre.

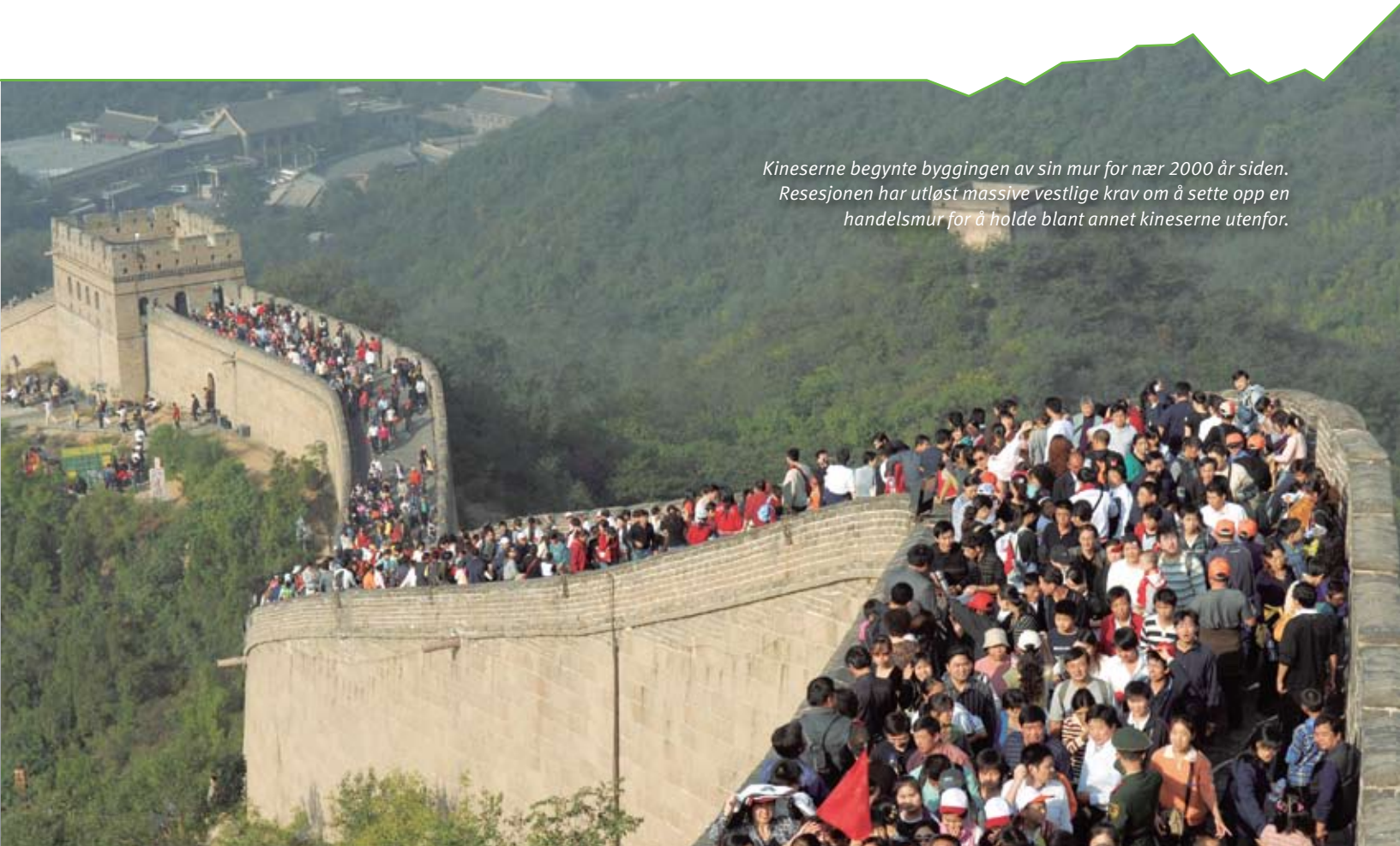
Keynes hadde noen poeng

Noen påstår at de økonomiske lover trer ut av kraft når økonomiene er i dyp resesjon. Man kommer da drassende med de mest vulgære, proteksjonistiske implikasjonene av John Maynard Keynes (1883-1946) sin lære fra 1930-tallet.

Jeg tror at Keynes hadde noen poeng. Det er aspekter ved krisen vi nå har vært gjennom som best forstås om man trekker inn elementer av Keynes' teorier. Det blir imidlertid for enkelt når den eneste form for makroøkonomisk analyse består av å summere opp privat forbruk, privat investering, offentlig etterspørsel og netto etterspørsel fra utlandet, og med det tro at man har hele forklaringen på hva som beveger verden. Netto etterspørsel fra utlandet er eksporten minus importen. I en slik overforenklet analyse vil et kutt i importen, alt annet like, bety økt netto etterspørsel fra utlandet. Med en høyere samlet etterspørsel blir det dermed økt innenlandsk produksjon og sysselsetting.

Tapetserer ikke stuen med norske sedler

Feilslutningen her er egentlig den samme som ovenfor. Man glemmer at utlendingene ikke tapetserer sine stuer med norske sedler. Om de selv ikke bruker pengene hos oss, vil de



Kineserne begynte byggingen av sin mur for nær 2000 år siden. Resesjonen har utløst massive vestlige krav om å sette opp en handelsmur for å holde blant annet kineserne utenfor.

veksle dem med noen som har tenkt å bruke dem til å kjøpe noe fra oss. Om disse ikke bruker dem til å kjøpe varer og tjenester, så benyttes pengene til å kjøpe aksjer, obligasjoner eller eiendom. Det betyr bare at vi i en periode kan disponere over flere goder innenlands, slik at vi for eksempel kan få bygget opp bedriftenes produksjonskapital, og dermed stå bedre rustet for fremtiden.

Men hvis eksporten reduseres, og det skal bygges mer produksjonskapital, må det omstillinger til, kan man hevde. Med et utgangspunkt hvor det er ledige ressurser, hadde det vel vært bedre om man kunne slippe slike omstillinger og heller produsere som før.

Omstillinger kan være bra

Det er to motargumenter her: For det første er det meget dumt å late som om omstillinger er en uting. Da drepes produktivitetsveksten, og både lønninger og profitt stagnerer. For det andre, om man som følge av for lav etterspørsel har en situasjon med ledig kapasitet i økonomien, bør man heller bruke pengepolitikken til å få opp den generelle etterspørselen.

Hvis pengepolitikken er brukt for alt den er verdt, med styringsrenter på null, og det ikke er liv i inflasjonen – da kan det spes på med ekspansiv finanspolitikk. Poenget er at slike generelle virkemidler hjelper økonomien på kort sikt, uten å stikke kjepper i produktivtetsmaskineriet.

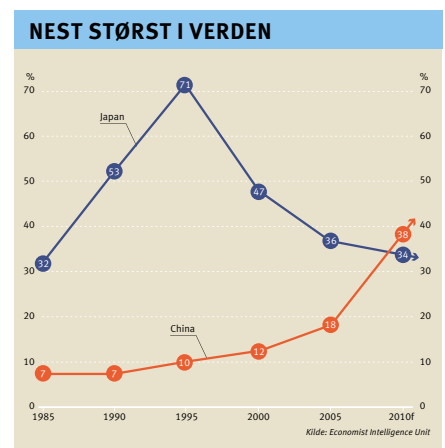
Krugman tar feil

Tilbake til den kinesiske stat. Paul Krugman og andre som hevder at Kina har en grovt undervurdert valuta tar, slik jeg ser det, helt feil. Om en valuta virkelig er for billig, så vil det innenlandske prisnivået begynne å stige. Tenk hva som hadde skjedd med prisene i Norge om kronkursen ble halvert. Prisene hadde skutt i været før du rakk frem til kjøpesenteret. Har de så høy inflasjon i Kina? Nei, slett ikke. Siste måling, i desember 2009, viste at konsumprisene var 1,9 prosentpoeng høyere enn for ett år siden. Kjerneinflasjonen var kun 0,2 prosent. Utviklingen i konsumprisene tilsier ikke at renminbien har vært kraftig undervurdert. Fremover kan det godt være at inflasjonen tiltar, og det er en av flere faktorer som trolig vil medføre at kineserne lar renminbien appresiere igjen, sannsynligvis fra midten av 2010.

Verden tjente på svakere kinesisk valuta Faktisk kan man snu på flisa. Jeg tror kineserne, ved å la sin valuta være bundet til en dollar som svekket seg gjennom 2009, har Kina vært med på å stimulere etterspørselen på keynesiansk vis. Ikke bare i hjemlandet, men også i resten av verden. Mens USA og de andre utviklede økonomiene nådde nullpunktet med sin styringsrente, slik at pengepolitikken ikke lenger kunne brukes til å stimulere økonomien, var dette aldri noe problem i Kina. Her fikk de dermed full effekt av lavere renter og en svekket valuta. Som kjent sank aldri kinesisk BNP. Veksttakten falt

bare noe tilbake, fra meget høye (tosifrede) nivåer. Nå er det imidlertid fullt fersk igjen i kinesisk økonomi. At hjulene ruller fort i kinesisk økonomi drar også andre lands økonomier oppover.

Som overalt ellers i verden falt Kinas utenriks-handel kraftig høsten 2008, men i motsetning til hva vi ser i de fleste andre land, har Kinas handel med utlandet hentet seg kraftig inn igjen. I desember var importen til Kina rekordhøy.



Passert Japan: Kina har nå passert Japan og er verdens nest største økonomi basert på BNP, bare USA er nå større.



Omid Gholamifar,
porteføljeforvalter SKAGEN Global.

Tanker om tankeprosessen

Mange liker bokstavelig talt å spekulere, snarere enn å investere, og tillater dermed at uvesentligheter påvirker deres beslutningsprosess.

Det er forbløffende hvor mange investorer som ikke skiller mellom fundamentale og markedets forventninger når de investerer. I stedet faller de for en god historie, fortrinnsvis med flere anekdoter, eller en god dose konspirasjonsteori som involverer "de andre", en gruppe uidentifiserte personer som angivelig har "rigget" investeringsspillet.

En del investorer tror at det å investere er å vite noe som markedet ikke vet, og på den måten oppnå et informasjonsovertak. De bruker tid og ressurser på å snakke med kilder angivelig tett på selskapet, og forsøker å være først ute til å reagere på informasjon som de mener ikke reflekteres i aksjeprisen enda.

Dette kan være såpass lukrativt at det faktisk er ulovlig og kjent som innsidehandling. Og i de tilfellene det ikke er ulovlig, er informasjonen allerede delt med omverden på en betimelig og riktig måte, og derfor er det usannsynlig at markedet ikke vet om opplysningene.

Flokkmentalitet blant investorer

Generelt leser og lytter investorer til de samme kildene, for eksempel Financial Times, Bloomberg og CNBC. Potensialet for et informasjonsovertak kommer derfor ikke fra ulike kilder, men fra den analytiske prosessen som vektlegger informasjon ulikt og mer korrekt enn markedet. I all enkelhet bør man konkurrere der konkurransen er begrenset. Med tanke på den enorme mengden kortsiktig data tilgjengelig, bør man fokusere på den langsiktige utviklingen for selskapene som analyseres. Den britiske økonomen John Maynard Keynes kalte dette for "de langsiktige forventningers tilstand" (The State of Long Term Expectations).

Mange investorer forstår ikke behovet for et langsiktig perspektiv ettersom de mener fremtiden er mer usikker enn utviklingen på kort sikt. Hva er sannsynligheten for at Fiat går konkurs i morgen? Ikke stor. Hva er sannsynligheten for at det skjer innen fem år? Det er ikke *like* usannsynlig. Usikkerheten øker i takt med at tidshorisonten utvider seg. Det er den kortsiktige sikkerheten som paradoksalt nok gjør det vanskelig å tjene på den, fordi det kortsiktige allerede er priset inn i aksjekursen.

For å illustrere dette: Fem sekunder før et maratonløp er slutt, er det ganske klart hvem som kommer til å vinne løpet. Dette er åpenbart for de aller fleste andre også – så lykke til med å finne motparter på dette tidspunkt som har vilje til å vedde mot den opplagte vinneren.

"Billig" er ikke alltid billig

La oss anta at en investor tar hensyn til skillet mellom det fundamentale og forventninger. Hvordan avgjør investoren om noe er dyrt eller billig? Ofte stoler de på P/E-målet, som er prisen på aksjen mot forventet fremtidig inntjening. Dette målets fortreffelighet, som effektivt verktøy for å vurdere prisen på et selskap er avhengig av lav belåningsgrad, ingen immaterielle verdier, ingen minoritetseiere og ingen poster utenfor balanseregnskapet, moderat tilvekst, jevn avskrivningstakt og ikke være utsatt for inflasjon og så videre. Med andre ord, dette målet er effektivt for den som eksempelvis skal prise visse typer energi- og kraftselskaper i noen få land, men ikke så mye annet.

Mer "sofistikerte" investorer bruker EV/Salg eller EV/EBITDA, eller lignende nøkkeltall, for å inkludere flere hensyn, men disse sliter med faktorer som kapitalintensitet, teknolo-

giske fremskritt, skattesatser, omprising, og gjenkjenning av inntekter etc.

Ettersom effekten av nøkkeltall er mer eller mindre tilfeldig er det kanskje ikke overraskende at det snakkes om verdifeller eller "value traps" innen verdibasert investeringsfilosofi. Det vil si aksjer som ser billige ut, men etter nærmere undersøkelse viser det seg at de ikke er det. Noen investorer bruker alle tilgjengelig nøkkeltall som finnes for å skape et klart bilde av aksjenes verdi. Dette er helt klart ikke nødvendig ettersom alle forsøker å oppnå samme ting, nemlig å fortelle hvor mye et selskap er verdt, og skulle derfor gitt samme svaret. Syv ulike, misvisende svar gir ikke et rett svar!

Dette illustrerer noe av den grumsete tenkingen som gjøres av investorer. Flere investorer er kjent med svakhetene, men fortsetter å gjenta samme feilen fordi de ikke vet om andre (og enklere) alternativer. Dette fenomenet kalles tilgjengelighetens forutinntattethet eller "availability bias" innen finansiell atferdsvitenskap, og er i seg selv interessant fordi det illustrerer at visse investorer foretrekker å bruke et verktøy som er galt, enn ingen i det hele tatt. Som Albert Einstein sa: "Galskap er å gjøre samme sak gang på gang og forvente ulikt resultat". I all enkelhet, nettopp fordi P/E-tall og liknende nøkkeltall er så lett tilgjengelige, kan de ikke være effektive verktøy for å prise et selskap, siden de er lett tilgjengelige for alle andre også.

"Smart" er ikke alltid rasjonelt

I motsetning til allmenn oppfatning, viser studier at klar og rasjonell tenkning ikke er assosiert med det folk flest forbinder med "intelligens" og det å være "smart". En av hovedårsakene til dette er feilaktige overbevisninger, som selvsagt vanskeliggjør klar



Mange tillater at uvesentligheter påvirker beslutningsprosessen, skriver porteføljevalter Omid Gholamifar. Skulpturen «Tenkeren» av Auguste Rodin er utstilt i Royal Academy i London.

tenkning.

Faktisk bruker noen investorer nesten all sin tid på å samle informasjon (og strever for å oppnå et informasjonsovertak) hvilket gjør at de fremstår som flittige overfor overordnede og unektelig føles som fremgang ("Han har feil mesteparten av tiden, men han jobber jammen meg hardt!").

Denne frenetiske aktiviteten etterlater svært liten tid, hvis noen, til å tenke skikkelig gjennom problemene – og anledning til å finne ut hva som er viktig. Dermed fører ikke denne metoden til bedre resultat. Eksempelvis kategoriserer de fleste investorer sine investeringer etter bransjer, det vil si hva selskapet gjør, heller en selskapets forretningsmodell, som er *hvordan* selskapet tjener penger. På denne måten analyseres Dell feilaktig som en tradisjonell pc-produsent, Amazon som en detaljhandel og et islamsk finansselskap som en bank.

Den såkalt "flittige" investoren kommer trolig til å bruke mer tid på å sammenlikne et islamsk finansselskap med verddivurderinger innen banksektoren, snarere enn den mer korrekte sammenlikningen av hvordan og hvor godt forretningsmodellen virker. Islamske finansselskap er fundamentalt annerledes enn banksektoren, ettersom Islam forbyr å ta imot eller betale renter.

For å oppnå langsiktig fremgang, er det nødvendig for investorer å bruke mer tid på tankeprosessen, det vil si opprinnelsen, årsaken og troverdigheten til sine overbevisninger. I denne bestrebelsen støter de kanskje på William K. Cliffords tese om at det "alltid er feil, overalt og for alle, å tro noe som helst ut i fra utilstrekkelig bevis" (fra *The Ethics of Belief*). Den pragmatiske filosofen William James hadde i *The Will to Believe* innvendinger mot tesen og argumenterte for at det i noen tilfeller var rettferdig å tro på noe lenge i forkant av det majoriteten betrakter som tilstrekkelig med bevis, et ekko av Blaise Pas-

cal og hans veddemål om guds eksistens.

Under *hvilke* omstendigheter bør investorer ha tro på noe i forveien, utifra utilstrekkelig bevis? Om markedet allerede har priset inn at Fiat kommer å gå konkurs om noen år, kan investoren rasjonelt sett kjøpe aksjer i selskapet på *tross* av utilstrekkelig bevis på at selskapet kommer til å overleve. Kun en investor som forstår forskjellen mellom fundamentale verdier og forventninger kommer sannsynligvis til å gjøre denne typen investeringer. Hovedpoenget i denne artikkelen er at vellykkede langsiktige investeringer er vitenskap i langt større grad enn det man allment vedkjenner. Analytiske begrensinger og investorenes egne fordommer (systematiske feil som gjøres ved tolkning av data) er i mange tilfeller årsaken til en mislykket investering, snarere enn tilfældigheter knyttet til investeringen i seg selv. Avslutningsvis et sitat fra Albert Einstein: "Alt bør være så enkelt som mulig, men ikke enklere enn som så".



Kristian Falnes
Porteføljevalter SKAGEN Vekst

Normalisering ga kraftig opptur

Resultatet for 2009 ble det fjerde beste for SKAGEN Vekst siden oppstarten, selv om Oslo Børs presterte enda bedre. Dette står i sterk kontrast til 2008 som var det verste i fondets historie. Ser vi de to finanskrisearene under ett, er SKAGEN Vekst vinneren og slo Oslo Børs med 7,7 prosentpoeng.

Etter det dramatiske året 2008 for verdens kapitalmarkeder kom både kreditt-, obligasjons- og aksjemarkedene tilbake til mer "normale" nivåer i 2009. Inngangen til året var imidlertid fremdeles preget av at kredittmarkedene ikke fungerte, risikopåslagene i obligasjonsmarkedene var rekordhøye, og prisingen av aksjer i forhold til selskapenes bokførte egenkapital og løpende inntjening var rekordlav.

Normaliseringsprosessen som fant sted fra senvinteren førte til at avkastningen for både aksjer og kredittobligasjoner, stort sett, ble formidabel. De aksjemarkedene og sektorene som falt mest høsten 2008, ble vinnere i 2009. I førstnevnte kategori finner vi Oslo Børs.

Kursoppgangen for SKAGEN Vekst ble på årsbasis 48,1 prosent. Til sammenligning var Oslo Børs Hovedindeks opp 64,8 prosent, mens Morgan Stanleys verdensindeks steg 7,6 prosent - målt i norske kroner.

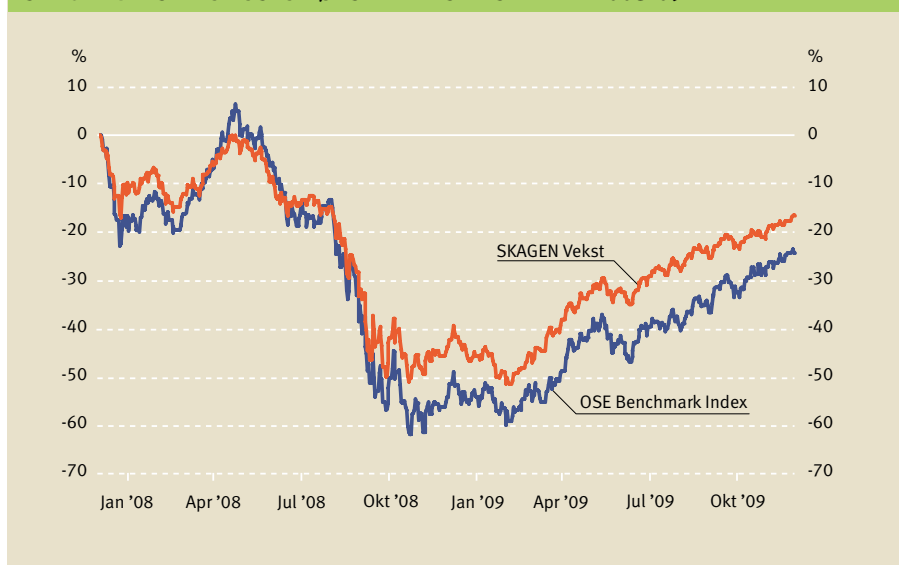
Å se de to "unormale" årene 2008 og 2009 under ett kan gi et godt bilde av hvordan SKAGEN Vekst har taklet finanskrisen. I denne toårsperioden har fondet slått Oslo Børs med 7,7 prosentpoeng.

Fondets risiko, målt ved standardavviket (kurssvingningene), var også i 2009 lavere enn for Oslo Børs, 18,7 prosent mot 19,6 prosent. SKAGEN Vekst har i alle 16 år siden oppstarten i 1993 hatt lavere kurssvingninger enn Oslo Børs, og den årlige gjennomsnittlige avkastningen for fondet var ved årsskiftet 17,1 prosent, mot 9,4 prosent for Oslo Børs.

Oslo Børs ikke representativ

SKAGEN Vekst har som mandat å ha minimum 50 prosent av midlene investert i selskaper

SKAGEN VEKST MOT OSLO BØRS I FINANSKRISEÅRENE 2008-09



notert eller omsatt på norsk marked eller selskaper hjemmehørende i Norge. Resten fordeles på de globale aksjemarkedene. Ved utgangen av året var andelen av fondet investert i Norge på 55,7 prosent.

Avkastningen for den norske delen av SKAGEN Vekst var i 2009 7,2 prosentpoeng dårligere enn Oslo Børs Hovedindeks, mens fondets utenlandske aksjer gjorde det hele 43,0 prosent bedre enn verdensindeksen.

At fondets globale aksjer gjorde det så bra i fjor sammenlignet med verdensindeksen, og vise versa i 2008, er en konsekvens av at vi har investert i globale selskaper innen konjunkturtsatte "norske" næringer. Selskaper som vi vurderer å være mer attraktivt priset enn de norske konkurrentene.

For på en bedre måte å reflektere fondets

mandat og sammensetning av norske- og internasjonale aksjer, skiftet SKAGEN Vekst fra 1. januar 2010 referanseindeks fra Oslo Børs hovedindeks til en indeks bestående av 50 prosent Oslo Børs hovedindeks og 50 prosent Morgan Stanleys All Country indeks.

Telenor og tre russere

Med en avkastning på rundt 120 prosent var telekommunikasjon den sektoren som ga best bidrag til resultatet i 2009. Telenor, og tre russiske selskaper som ble kjøpt tidlig på året, skal ha det meste av æren for det. Etter de store kursfallene høsten 2008 for vekstmarkedene generelt, og Russland spesielt, var prislappen på de tre russerne rekordlav. Selv etter en kursdobling siden vi kjøpte oss inn vurderer vi fremdeles prisingen som moderat basert på selskapenes løpende inntjening.

Selv om vi har vært aksjonær i de to kursra-



Telenors risikofylte satsing på det store, men meget hardt konkurranseutsatte indiske mobilmarkedet (her fra Pakistan) var en av årsakene til at Telenor ble en meget upopulær aksje utover vinteren 2009. Fra bunnen og frem til årsskiftet steg aksjen nesten 150 prosent.

kettene Photocure og Clavis Pharma ble medisiner, med en avkastning på ca. 26 prosent, den dårligste sektoren i 2009. "Æren" for dette skal vår hovedinvestering innen denne sektoren, Pfizer, ha. Som følge av en svekket dollar måtte vi registrere et verdifall på denne investeringen, målt i norske kroner.

Med et ensifret forholdstall mellom pris og inntjening (P/E) synes vi fortsatt Pfizer er lavt vurdert. Lav pris i forhold til løpende inntjening kombinert med liten tiltro blant investorene til at Pfizer skal utvikle nye lønnsomme legemidler, kan være et godt utgangspunkt for en omvurdering og høyere prising av selskapet i 2010.

Energi størst, men langt under Oslo Børs

Med en andel av porteføljen på 28 prosent er energi fortsatt den største sektoren i SKAGEN Vekst, men andelen ligger godt under de drøye 50 prosentene energiaksjer utgjør av verdiene til selskapene som er notert på Oslo Børs. Statoil alene står for rundt 30 prosent. Sektorfordelingen i SKAGEN Vekst er dermed mer balansert enn på Oslo Børs, som også er en del av forklaringen på hvorfor risikoen til fondet har vært lavere.

Som følge av det store innslaget av norske aksjer, sammenlignet med de fleste globale aksjefond, er SKAGEN Veksts vektning innen energisektoren relativt høy.

Nye selskaper innen energi som ble kjøpt i løpet av året var oljeserviceselskapene Sevan Marine, Siem Offshore og Superior Energy Services, samt oljeselskapet Norwegian Energy. I forbindelse med at Roxar ble kjøpt opp av amerikanske Emerson ble våre aksjer og obligasjoner solgt ut av porteføljen. Som følge av en forventet overkapasitet av seismikkskip det kommende året ble også alle aksjene våre i seismikkselskapet CGG Veritas solgt.

Oljeprisen videre opp

Etter et kraftig fall for oljeprisen fra toppnivået på nesten 150 dollar fatet våren 2008 til 37 dollar fatet på bunnen ved inngangen til 2009, doblet oljeprisen seg gjennom året. Med økt etterspørsel fra landene i vekstmarkedene, med Kina og India i spissen, blir nok oljemarkedet relativt stramt det kommende året.

Selv om oljeselskaperens investeringsbudsjet-

ter de siste årene har økt betydelig, kommer ny kapasitet neppe til å dekke bortfallet av olje fra mange modne oljefelt. Vi forventer dermed at OPECs ledige kapasitet om ett år ligger på et lavere nivå enn i dag, og at det vil være med på å holde oljeprisen høy.

Andre råvarer slo også kraftig tilbake

I takt med en meget god prisutvikling også for de fleste andre råvarer opplevde våre råvareaksjer en betydelig kursøkning i 2009. Et unntak var imidlertid Norske Skog, som i et fortsatt meget dårlig marked for trykkipapir opplevde nok et dårlig år. Vår største investering i sektoren er fremdeles gjødselsprodusenten Yara, hvor vi forventer at økt etterspørsel fra vekstmarkedene fører til stigende gjødselpriser og betydelig lønnsomhetsforbedring for selskapet i 2010. Våre obligasjoner i gullprodusenten Crew Gold ble ved slutten av året delvis konvertert til aksjer i selskapet. Forutsatt at driften stabiliseres, bør selskapet med dagens produksjonskapasitet og gullpris fremvise god lønnsomhet i 2010.

Fløy høyt med Norwegian

Innen kapitalvarer, service og transport ble flyselskapet Norwegian Air Shuttle den beste

bidragsyteren. Det sørafrikanske bygg- og anleggsselskapet Aveng og den norske bilprodusenten Kongsberg Automotive kom inn som nye porteføljeselskaper. I sistnevnte deltok vi fondet i en emisjon som ble foretatt da selskapet hadde behov for å styrke balansen sin.

Kongsberg Gruppen er fortsatt den største investeringen i sektoren. Selskapet har oppnådd kommersiell suksess for flere av sine forsvarsprodukter, og har bygget opp en formidabel ordresreserve. Dette mener vi mer enn oppveier for et fallende salg innen selskapets maritime virksomhet, som rammes av et betydelig dårligere marked for nykontraheringer av offshorefartøyer.

Innen inntekststøtten forbruksvarer ble cruisereferiet RCCL og Hurtigruten de beste bidragsyterne.

I begynnelsen av året deltok SKAGEN Vekst i en kapitalutvidelse i Hurtigruten, samtidig som fondet konverterte deler av sine konvertible obligasjoner til aksjer. Kostnadskutt og effektiviseringstiltak har bedret lønnsomheten i selskapet, men det er fremdeles mer å gå på. Sammen med bedre rammebetingelser etter inngåelse av en ny transportavtale med Staten bør dette borge for at Hurtigruten i 2010 kan nærme seg en akseptabel avkastning på kapitalen.

IRCL har vi også økt vår investering i 2009. Selv etter en pen kursoppgang for aksjen anser vi selskapet fortsatt til å være undervurdert, basert både på nettoverdien av flåten og forventet inntjening fremover.

Godt klima for bananer og laks

Innen konsumvarer aksepterte vi et oppkjøpstilbud på våre aksjer i Synnøve Finden. Hovedinvesteringene innen denne sektoren er fortsatt banan- og salatprodusenten Chiquita Brands og lakseoppdrettsselskapet Cermaq. Som vi skrev i fjorårets årsrapport er selskapenes markedsutsikter i stadig bedring.

I markedet for bananer er den 16 år gamle "banankrigen" mellom EU og de latinamerikanske produsentene endelig over. Særtollen på bananer fra Latin Amerika er fjernet, og vi forventer at mer likebehandling av produsentene gir en positiv effekt for Chiquita.

Fortsatt biologiske problemer for chilenske produsenter og god etterspørsel i markedet tilsier at vi har tro på at lakseprisene holder seg på et høyt nivå fremover.

Mer eiendom og bank

Gjennom å være med på kapitalutvidelsene i Norwegian Property og Sparebanken Øst

økte fondets eierandeler i disse selskapene betydelig. Emisjonskursene var på nivåer ansett å være meget attraktive i forhold til selskapenes fundamentale verdier. Disse investeringene førte også til at den relative andelen til bank og finans i porteføljen økte.

Selv om fondet kjøpte seg opp i Sparebanken Øst er vi fortsatt forsiktige med å investere i banksektoren. Vi vet av erfaring at tapsutviklingen kommer sent i konjunktursyklusen, og etterdønningene etter finanskrisen kan føre til økte banktap i 2010. I tillegg er det et generelt krav om økt soliditet i bankvesenet, både her hjemme og ute, som kan legge en demper på egenkapitalavkastningen fremover. Vi tror det kan bli lenge til vi ser den "luftige" prisingen av bankaksjer som tilfellet var i 2007, da de fleste bankene ble verdsatt til over det dobbelte av bokført egenkapital.

Ingen kriseprising lenger

Prisingen av hovedpostene til SKAGEN

Vekst er etter den pene kursoppgangen i 2009 naturlig nok ikke like attraktive som de "kriseprisene" vi så for ett år siden. Likevel synes vi at en pris i forhold til forventet inntjening (P/E) på under 10 og 1,1 ganger bokført egenkapital er et bra utgangspunkt for god avkastning for våre andelseiere også i 2010.

Forventningen til avkastningen for 2010 bør være lavere enn for 2009, da normaliseringsprosessen i kjølvannet av finanskrisen er unnagjort. Svingninger i aksjemarkedet må alltid påregnes. Betydelige kurskorreksjoner er også et "fenomen" som inntreffer med ujevne mellomrom i aksjemarkedene, som aksjeinvestorene alltid må leve med.

Bedre konjunkturer, drevet av vekstmarkedsland som Kina, India, Russland og Brasil, er et godt bra utgangspunkt for positive inntjeningsoverraskelser, god verdiskaping og forhåpentlig stigende kurser for fondets porteføljeselskaper også i 2010.

Gikk som en kule på kjøp av selskapenes gjeld

Finanskrisetider og investorer som ble tvunget til å selge førte i vinter til at markedet for kredittobligasjoner og konvertible obligasjoner lå nede med brukket rygg. Fondet benyttet anledningen til å kjøpe opp gjeld i flere selskaper, til priser vi neppe kommer til å se igjen med det første. Riktignok var risikoen stor, men avkastningsmulighetene forsvarte denne risikoen – med stor margin. Til sammen ble det investert rundt fire prosent av fondets midler i slike obligasjoner. Fondets mandat tilsier at inntil ti prosent av fondet kan investeres i noterte aksjer, obligasjoner eller konvertible obligasjoner.

I takt med at markedet for kredittobligasjoner også normaliserte seg utover i 2009, skjedde det formidable verdistigninger i fondets investeringer i gjeld. Eksempelvis falt renten investorene krevde for å eie obligasjoner i et femårig lån utstedt av cruisereferiet RCCL fra 28 til 9,6 prosent, og kursen på obligasjonen steg fra 45 til 87 kroner. Med andre ord nesten en kursdobling på investeringen.

Etter at kredittpåslagene kom ned på mer "fornuftige" nivåer, valgte fondet å selge ut mesteparten av obligasjonsbeholdningen. Obligasjonene i Crew Gold er delvis blitt konvertert til aksjer, mens fondet fremdeles eier obligasjonene i Aker Exploration, Seabird Exploration og EMGS. Her ser vi fortsatt et potensial for god verdistigning fremover.

OBLIGASJONSHANDLER I SKAGEN VEKST I 2009:

SELSKAP	PÅLYDENDE	KJØPSKURS	SALGSKURS (VERDI PR. ÅRSSKIFTET FOR DE SOM IKKE ER SOLGT)
Aker Exploration	NOK 10 mill.	50	90
Aker Exploration	NOK 18 mill.	84	90
Crew Gold konvert.	NOK 42 mill.	17	60
Hexagon Composites	NOK 14 mill.	61	89
Marine Harvest	NOK 3 mill.	55	80
Norwegian Property	NOK 40 mill.	84	99
Roxar	NOK 10 mill.	68	100
Seabird Exploration	NOK 43 mill.	27	70
Royal Caribbean Cruises	EUR 8 mill.	45	87
EMGS konvertibel	USD 4 mill.	100	110
Golden Ocean konvertibel	USD 10 mill.	26	84
I. M. Skaugen	USD 4 mill.	69	95
Northern Offshore	USD 5 mill.	40	97

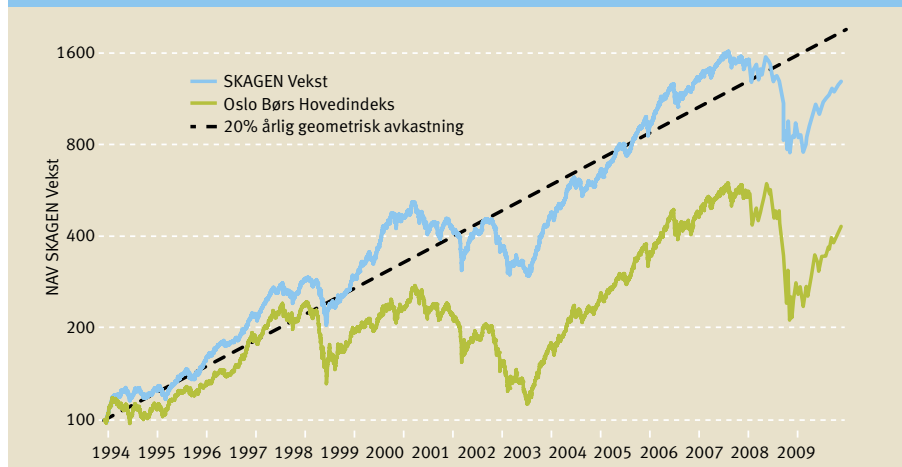
SKAGEN Vekst er et aksjefond som investerer i norske og utenlandske selskaper. Minimum 50 prosent av fondets midler skal være investert i Norge, resten skal være plassert i det globale aksjemarkedet. Denne kombinasjonen gjør at fondet kan ta del i verdiskapingen i sektorer som ikke er tilgjengelige på det norske markedet. Målet for fondet er å oppnå best mulig risikostyrt avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje av norske og internasjonale aksjer.

SKAGEN Vekst passer for investorer som ønsker et aksjefond med god balanse mellom norske og globale selskaper. Fondet har et bredt mandat som gir stor frihet til å investere i en rekke selskaper, bransjer og regioner. Ved å investere i både norske og internasjonale selskaper, får du bedre spredning enn i et rent norsk aksjefond.

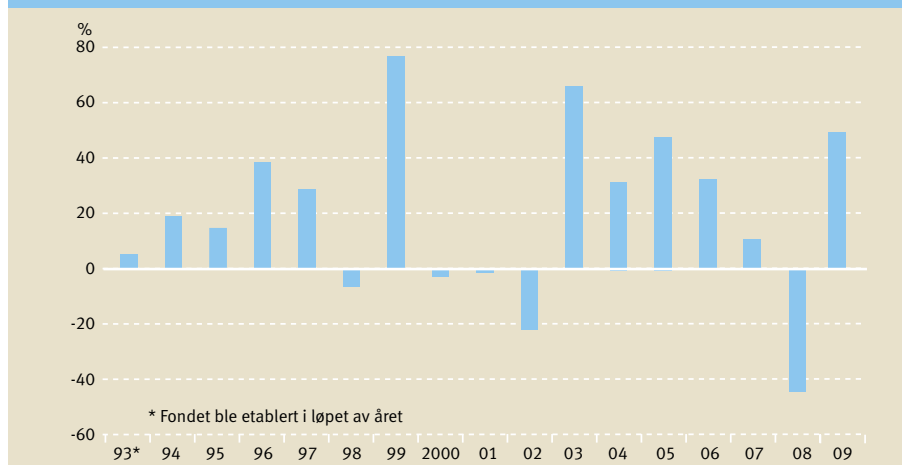
Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere	Total kostnad %
2009	48,06 %	64,78 %	10 372	93 807	4,50 %
2008	-43,65 %	-54,06 %	6 153	88 349	1,00 %
2007	9,85 %	11,46 %	11 551	87 559	1,26 %
2006	32,49 %	32,43 %	11 698	74 547	3,36 %
2005	48,15 %	40,47 %	8 254	61 792	4,50 %
2004	31,75 %	38,45 %	5 712	51 781	3,45 %
2003	66,25 %	48,40 %	4 238	47 334	5,82 %
2002	-21,91 %	-31,09 %	2 146	46 153	0,86 %
2001	-1,33 %	-16,57 %	2 594	46 283	1,27 %
2000	-2,25 %	-1,68 %	2 650	44 619	2,18 %
1999	76,98 %	45,54 %	2 361	38 167	7,31 %
1998	-6,47 %	-26,65 %	988	19 568	2,46 %
1997	29,23 %	31,60 %	895	13 036	3,74 %
1996	39,09 %	32,03 %	472	6 873	4,01 %
1995	14,72 %	11,60 %	200	4 149	2,95 %
1994	19,13 %	7,13 %	125	1 760	1,58 %

* I millioner kroner

HISTORISK KURSVIKLING



AVKASTNING PR ÅR

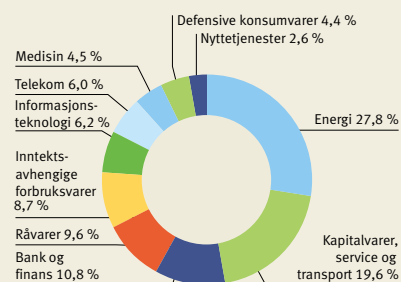


SKAGEN Vekst

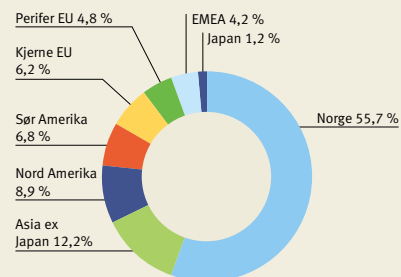
En håndplukket buket

Børn og unge plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 1 desember 1993

Avkastning siden oppstart 1168,31 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 17,11 %

Forvaltningskapital 10 372 mill NOK

Antall andelseiere 93807

Forvaltningshonorar 1,0% per år + 10% av avkastningen over 6%

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1000 NOK Spareavtale 250 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Nederland, Storbritannia og Luxemburg

Referanseindeks OSEBX/MSCI All Country Index (50/50)

UCITS-fond Ja

Porteføljevalter Kristian Falnes



Filip Weintraub
Porteføljeforvalter SKAGEN Global

En mulig definisjon av risiko er at det finnes flere mulige utfall. I ettertid kan en med sikkerhet si at fjoråret ble mye bedre enn de verst tenkelige scenarier en kunne ønske ut på forhånd.

Vanskelig å spå

Etter at markedene bunnet ut i mars var vi vitne til en av de sterkeste oppgangene i verdipapirmarkedene noen gang. I førersetet var vekstmarkedene, hjulpet av stigende råvarepriser og selskaper med svakere balanseregnskaper som ble omvurdert etter sine nær døden opplevelser. Markedet for refinansiering gjenåpnet og volatiliteten kom ned til mer normale nivåer.

Det er nå mer og mer klart at verdensøkonomien er på bedringens vei, takket være besluttsomme myndighetstiltak, slik som global nullrente, massive fiskale stimuleringer og suspensjon av regnskapsstandarder i finanssektoren.

Når en ser tilbake synes det klart at Yogi Berra, en kjent amerikansk baseballspiller og -trener, hadde rett – Det er vanskelig å spå, spesielt om fremtiden.

Vår verdibaserte og kontrære investeringsfilosofi har gitt positive resultater det siste året når det gjelder selskapsplukking. SKAGEN Global steg 26,8 prosent i 2009. Dette er bedre enn verdensindeksen, som steg 7,6 prosent. De siste 10 årene har fondet hatt en annualisert avkastning på 8,7 prosent, mens verdensindeksen har falt 3,6 prosent pr år. I absolutte termer var de største bidragsyterne i fjor Samsung Electronics, Eletrobras, Pride International, Banrisul og LG Corp.

Samsung Electronics doblet seg i verdi i lokal valuta. Vi økte vår beholdning for litt over ett

Filosofien ga uttelling

Finansåret 2009 rullet i gang ikke lenge etter konkursen i Lehman, det påfølgende nedslaget i finansmarkedene og en statlig gjenoppliving av verdens banksystem. Følgelig var starten på året, som vi skrev i årsrapporten for 2008, et tidspunkt hvor ting fortsatt syntes usikre. Samtidig var verdsettelsene svært attraktive.

SKAGEN GLOBAL MOT VERDENSDINDEKSEN I FINANSKRISEÅRENE 2008-09



år siden og fikk i 2009 god uttelling gjennom imponerende inntjeningsstall. Vårt mislikte kraftselskap Eletrobras dro nytte av ny lovgivning og fikk samtidig økt oppmerksomhet fra investorer. Pride International steg etter bedring i riggmarkedet, klarere selskapsstruktur og bedret strategi. Banrisul, en regional brasiliansk bank, ble omvurdert samtidig som det pågikk en konsolidering i banksektoren i landet. LG Corp. fikk en opptur på bedret selskapsstyring, strømlinjeforming av eiendeler og storartet utvikling for både elektronikk og spesialkjemivirksomhetene.

Fravær av store tap

Et vesentlig bidrag til fondets meravkastning i 2009 var fraværet av store tap. Ironisk nok var den største negative bidragsyteren Pfizer. Dette selskapet STEG hele 5 prosent i lokal valuta, men ble rammet av en fallende dollar. Bharti Airtel fikk en smell på grunn av

lokal priskrig, mens Finnair var rammet av svake kår i flysektoren og et bytte av ledelse. Baywa-Bayerische ble straffet for kostnader forbundet med dyre gjødselslagere og en mindre klar strategi. Den siste av sinkene i porteføljen var Comcast, som opererer i den svært upopulære amerikanske kabelindustrien. Et oppkjøp i den enda mer upopulære mediaindustrien gjorde det ikke bedre.

I løpet av året tok vi 25 nye posisjoner. Noen av disse har allerede gitt god avkastning, blant annet helsekonglomeratet Fresenius og IT selskapet Amdocs.

Fresenius har ledende posisjoner innen dialyse, privatsykehus i Tyskland og intravenøsernæring/medisinering. Vi kjøpte aksjer i selskapet i fjor sommer mens andre investorer har holdt seg unna på grunn av bekymringer rundt helsereformen i USA. Vi fikk også med



Både president Lula, ansatte i Petrobras og andelseierne i SKAGEN Global har grunn til å juble over en fantastisk utvikling for selskapet og aksjekursen. Ved årsskiftet var imidlertid aksjekursen såpass høy i forhold til risikoen at selskapet var solgt helt ut av porteføljen.

oss en 10-15% likviditetsrabatt og betalte 10 ganger inntjening for investeringen i den ordinære aksjeklassen. Gitt vekstutsiktene innen intravenøse biogeneriske medisiner, ernæring og offentlig reform av sykehussektoren i Tyskland, synes selskapet undervurdert og det finnes utløsende faktorer for en omvurdering.

Amdocs leverer faktureringsystemer til telefontelskaper. Disse produktene er kritiske for teleoperatører og kostnadene med å bytte leverandør er store. Aksjen handles til rundt 11 ganger inntjening og 1,5 ganger bok, samtidig som det er god kontantgenerering. Selskapet er også overkapitalisert. Prisingen av aksjen er basert på et syn om fallende investeringer og inntekter i et modent amerikansk telefonmarked. Vi tror derimot at Amdocs er godt posisjonert for lav tosfret vekst basert på en fortsettelse av trenden med outsourcing og potensielle nye kunder i raskere vok-

sende markeder rundt om i verden.

I 2009 bidro alle sektorer positivt til fondets absolutte avkastning – de sterkeste sektorene var IT, Finans og Kapitalvarer. De minste bidragene kom fra Telekom, Medisin og Forbruksvarer.

Litt opprydning

I løpet av året ryddet vi litt opp blant våre energiinvesteringer. Postene i Pride International, Nabors og Mariner fortsatte å vokse. Mariner, en mellomstor produsent av naturgass, handles til 3,5 ganger kontantstrøm. Selskapet har en reserveerstatningsgrad på 150 prosent, selv med et konservativt letebudsjett. I tillegg har de noen store offshore leteprospekter. I løpet av sommeren i fjor gjeninvesterte vi noe midler i Cliffs Natural. Selskapet er ledene på jernmalm i USA og Australia, men har også store kullaktiviteter.

Cliff handles til stor rabatt sammenlignet med våre anslag for verdien på deres 900 millioner tonn med jernmalmsreserver, kullproduksjon og lovende naturgassreserver. Selskapet er en klassisk kandidat for oppkjøp.

Etter et fantastisk eventyr i Petrobras, opp mer enn 100 prosent i 2008, eliminerte vi den resterende posisjonen på bakgrunn av bekymringer relatert til utviklingskostnadene for Tupi feltet utenfor kysten av Brasil. Vi gikk også ut av vår mindre vellykkede investering i det polske raffineringsselskapet PKN Orlen. Dette selskapet viste seg å være mye mer politisk enn vi hadde regnet med.

Råvareselskapene Ternium (opp 310 prosent) og Grupo Mexico (opp 240 prosent) ble begge omvurdert. Det skjedde ikke bare på grunn av høyere stål- og kobberpriser, men også på grunn av selskapsespesifikke triggere. Først-

nevnte fikk til en veldig lukrativ løsning på sine utfordringer i Venezuela mens sistnevnte gjenvant kontrollen i Asarco. Begge posisjonene ble redusert. Samtidig ble Eramet og Boliden solgt ut.

Bunge, som ble trukket frem i årsrapporten for 2008, var en god bidragsyter i 2009. Aksjen steg 24 prosent. Til tross for en løsning på selskapets utfordringer i Brasil og økende kornpriser globalt, slet selskapet med høye kostnader for gjødsellagre. Samtidig har selskapet fortsatt sitt inntog i sukkermarkedet. Bunge har kjøpt knusekapasitet på logistisk fordelaktige steder til under \$100 per tonn. Sammenligningsvis ville nybygg ha kostet \$130 pr tonn. Selskapet handles til 10 ganger 2010 inntjening og rundt en gang bok. Vi har fortsatt å øke posisjonen.

Tyco International, også nevnt i årsrapporten for 2008, erstattet Siemens blant de 10 største posisjonene. Hoveddelen av vår beholdning ble kjøpt mellom februar og april til \$20 pr aksje. Verdsettelsen var rundt 7 ganger konservativt estimert kontantinntjening. Dette er eksepsjonelt for et selskap med ledende posisjoner i attraktive markeder og potensial for "turnaround." Ledelsen har vist god disiplin når det gjelder kostnadsreduksjoner og allokering av kapital i 2009; dette til tross for at ikke alt går for full maskin. Resultatet har vært en svært tilfredsstillende operasjonell utvikling som ble reflektert i kursutviklingen for aksjen. Selskapet kan snart gjeninnføre sitt tilbakekjøpsprogram for aksjer og avhende noen aktiviteter.

Enøyde blant de blinde

Vi solgte det meste av vår posisjon i Air France-KLM på en bedring i aksjekursen midt i året. Grunnen var de mer langsiktige strukturelle utfordringene selskapet står overfor. Aksjene ble solgt til tross for at selskapet gjorde det greit sammenlignet med de andre store flyselskapene og hadde en operasjonell utvikling som var som "den enøyde blant de blinde."

Forbruksvarer var en begivenhetsrik bransje i 2009. Selv etter en dobling av aksjekursen i Peugeot ble vår posisjon solgt med tap. Vi eliminerte også vår posisjon i TUI rett før selskapsstyringen og finansielle utfordringer gikk fra vondt til verre. Den tyske staten hjalp da også til slutt med refinansiering og under tegnede kan neste ikke vente med å lese de uunngåelige case studiene som må komme. Heldigvis var fondets totale tap ubetydelig.

Vår nye investering Metro, et tysk detaljhandelskonglomerat, gjorde det mye bedre. Markedet har vært nervøst over Metros eksponering mot Øst-Europa, samt gjeldsnivået til



Baser på attraktive nøkkeltall kjøpte vi oss sommeren 2009 inn i den engelske sjokoladeproduzenten Cadbury, rett før budkrigen om selskapet startet. En krig som førte til en meget søt gevinst for oss.

selskapet og dets kontrollerende eier. Vår analyse har vist at Metro eier nok ubeheftede eiendommer til å klare seg uten finansielle problemer. Aksjen har steget fra 34 til 43 euro, men en eventuell restrukturering og splitting av selskapet vil gi enda mer verdi. Det nylig kjøpte industriselskapet Toyota Industries eier 5,8 prosent av Toyota Motor og 7,9 prosent av bildelprodusenten Denso. Begge disse eiendelene er alene verdt markedsverdien på Toyota Industries. Selskapet er en nøkkelleverandør til sin kjente slektning Toyota Motor. I tillegg er de verdens største truckprodusent. Selskapet vil være en av de som nyter godt av en gjeninnhenting i den globale økonomien, både gjennom sine investeringer og industrielle aktiviteter.

En appetittvekker

Vi fant verdsettelsen på melkeprodusenten Parmalat appetittvekkende. Siden Parmalat ble strøket fra notering i 2005 har selskapet bygget opp en veldig stor kontantposisjon ment for strategiske oppkjøp og/eller utbetaling til aksjonærene. Den nåværende ledelsen har gjort en god jobb med å restrukturere selskapet. Vi tror den operasjonelle utviklingen er undervurdert av markedet. 2010 kan også bli året for strategisk forandring etter som myndighetenes aksjekontroll utløper.

Vi kjøpte aksjer i Cadbury på rundt £5,7 forrige sommer, og med et syn om at oppsiden var 50 prosent innen to år. Vi solgte oss ut på et gjennomsnitt over £8 i fjerde kvartal etter et bud fra Kraft. I alt en søt affære for våre andelseiere.

Innen finans har vi trimmet vår posisjon i Cheung Kong, et asiatiske eiendoms- og holdingselskap. I tillegg har våre islamske banker Bank Asya og Albaraka Turk triplet aksjekursene. Våre posisjoner har blitt redusert i samsvar med dette. Innen samme bransje har vi økt på i Kinnevik ettersom aksjekursen var lav ved foregående årsrapport. Hovedgrunnen til dette var selskapets eksponering mot vekstmarkeder for noen av hovedaktivaene: Tele2, Millicom og MTG.

Innen teknologi og nyttjetjenester har vi redusert våre posisjoner i noen selskaper som har utviklet seg fremragende, slik som Samsung Electronics og Eletrobras, på grunn av deres relative størrelse i porteføljen. Dette er fortsatt selskaper med solid oppside og lave verdurderinger.

Oppsummeringen må være at 2009 ble et godt år, tross alt. Verdensøkonomien vokser igjen, og akselerer videre i Asia. Aksjemarkedene er dyrere enn for ett år siden, og den økonomiske veksten er ubalansert, så noe aktsomhet er tilrådelig. Likevel handles porteføljen til median 1,2 på pris/bok for de 10 største posisjonene og 9,9 ganger 2010 inntjening. Dette er en rabatt på 30 prosent i forhold til verdensindeksen. I tillegg har vår idégenerering gitt mange nye potensielle investeringer som kan bli bra til avkastning for våre langsiktige andelseiere. Takk for tiliten og lojaliteten.

SKAGEN Global er et aksjefond som investerer over hele verden, og dermed gir god spredning både geografisk og på bransjer. Målet for fondet er å oppnå best mulig risikostjustert avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje av internasjonale aksjer.

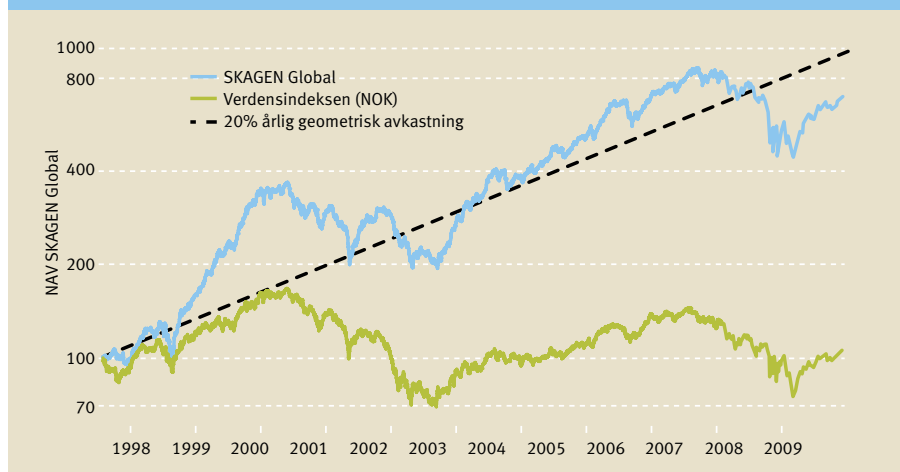
SKAGEN Global passer for investorer som ønsker å spre sine investeringer over hele verden og oppnå diversifisering, både geografisk og bransjemessig. Fondet passer også for de som allerede er investert i det norske markedet, men ønsker å styrke porteføljen og redusere risikoen gjennom et globalt aksjefond.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall Andelseiere	Total Kostnad %
2009	26,80 %	7,61 %	31 035	96 976	2,75 %
2008	-31,88 %	-23,58 %	20 219	92 046	0,96 %
2007	8,21 %	-5,08 %	28 743	93 097	2,41 %
2006	24,07 %	10,79 %	22 113	77 148	2,20 %
2005	39,21 %	21,93 %	13 828	52 715	2,42 %
2004	24,55 %	4,46 %	6 958	39 971	2,88 %
2003	62,82 %	28,40 %	4 387	28 772	3,49 %
2002	-23,20 %	-37,97 %	2 176	26 465	3,06 %
2001	-4,24 %	-16,07 %	2 660	24 767	2,25 %
2000	-4,65 %	-5,12 %	2 863	22 093	1,74 %
1999	113,41 %	30,73 %	2 092	9 983	5,68 %
1998	47,16 %	26,52 %	237	1 017	2,24 %
1997**	-3,08 %	-8,21 %	32	24	3,28 %

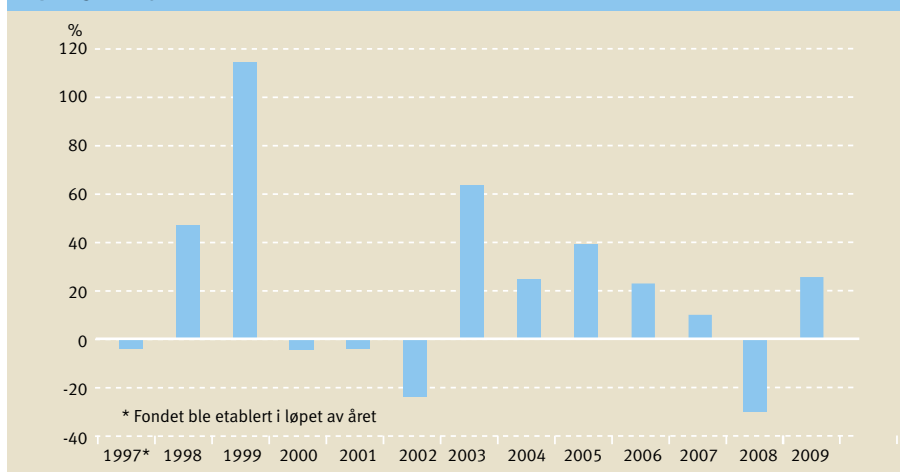
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR



* Fondet ble etablert i løpet av året

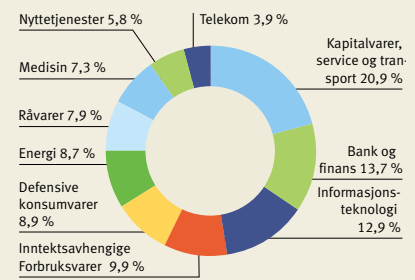


SKAGEN Global

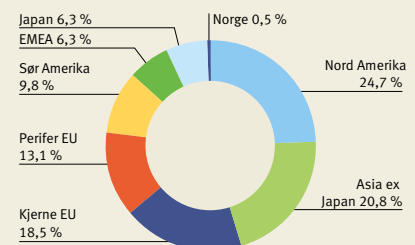
En verden av muligheter

Fra heden nord for Skagen. 1885. Utsnitt.
Av P.S. Krøyer, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 7. august 1997

Avkastning siden oppstart 597.91 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 16,96%

Forvaltningskapital 31 035 mill NOK

Antall andelseiere 96976

Forvaltningshonorar 1,0 % per år + 10 % av avkastningen utover referanseindeks

Minste tegningsbeløp Engangstegninger kr 1000, spareavtale kr 250

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritannia

Referanseindeks MSCI All Country Index (NOK)

UCITs-fond Ja

Porteføljeforvalter Filip Weintraub



Kristoffer Stensrud
Porteføljeforvalter SKAGEN Kon-Tiki

Vår portefølje av Undervurderte, Upopulære og Underanalyserte selskaper økte i fjor sin verdi med drøye 63 prosent, og andelseierne kunne glede seg over kursnivåer på linje med toppen høsten 2007.

Til sammenligning var vekstmarkedsindeksen opp rundt 48 prosent, og lå ved årsskiftet 15 prosent under sin tidligere toppnotering for drøye to år siden. Verdensindeksen lå på samme tidspunkt 20 prosent under sin "all time high".

2009 endte opp som det beste året for SKAGEN Kon-Tiki, både absolutt og relativt, siden det fantastiske året 2003 (opp 103 prosent). Felles for begge disse årene var at mye av det tapte fra en forutgående sterk børsnedtur ble tatt igjen. Selskapene gikk fra å være særdeles billige til å bli mer normalt priset.

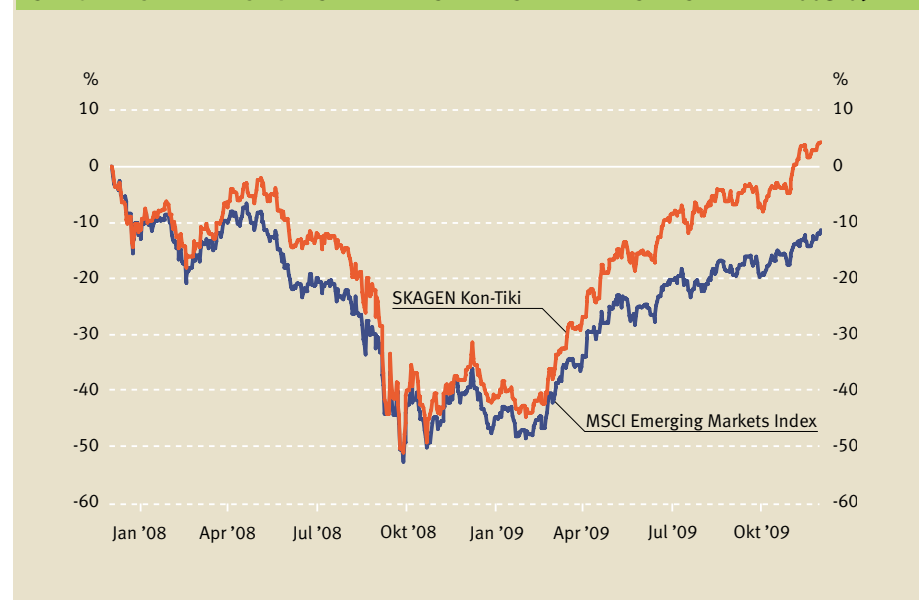
Kjærlighet finnes i mørket

Som nevnt i fjorårets beretning har vi en forkjærlighet for lavt vurderte selskaper. Disse finnes fortrinnsvis i geografiske markeder hvor det realøkonomisk kortsiktige bildet ser mørkest ut. Dette kan selvfølgelig være mer eller mindre berettiget, som vi så eksempler på gjennom de to finanskrisearene 2008 og 2009.

I 2008 fikk Brasil uforholdsmessig juling. Russland likeså, dog kanskje noe mer berettiget. Begge landene ga imidlertid ekstraordinære gevinstmuligheter i året som gikk. Det gjenpeiles også i våre resultater.

I utgangspunktet hadde vi ved inngangen til 2009 lagt oss på en forsiktig linje. Vi hadde overvekt av lavt vurderte defensive selskaper, samt en stor dose preferanseaksjer med nedsidebeskyttelse i form av en god rabatt i forhold til de ordinære aksjene. Innen førstnevnte kategori dominerte stabile selskaper innen for-

SKAGEN KON-TIKI MOT VEKSTMARKEDSINDEKSEN I FINANSKRISEÅRENE 2008-09



bruksvarer og telekommunikasjon.

Både preferanseaksjene og selskapene innen forbruksvarer ga oss riktignok meravkastning, men i ettertid ser vi at vi kunne ha vært mer offensive hva gjelder sektorvalg. Det bekymrer oss imidlertid lite. Uansett hvilken sektor eller land som gjør det bra eller dårlig, for oss har det vært plukkingen av de "riktige" selskapene som over tid har gitt gode resultater for våre andelseiere. Slik vil det også være i fremtiden.

Til himmels med Pride og Seadrill

Innen energi oppnådde vi svært gode resultater. Hovedtema var oljeservice, hvor Pride og Seadrill var vinnerne.

Med en oljepris nede på 30-tallet ved inngangen til året var stemningen til olje- og offshore-aksjer mildt sagt dyster, og begge selskapenes

Tilbake på toppen

At det over tid lønner seg å være tro mot vår investeringsfilosofi, selv om det kortsiktige markedet skulle gå oss i mot, var 2009 nok et strålende eksempel på.

aksjekurser var kjørt kraftig ned i kjelleren. Basert på både flåteverdi, kontraktsdekning og kontantstrøm var selskapene rekordbillige. I takt med oppgangen for oljeprisen steg også kursen på Pride og Seadrill, som endte året med kursopp ganger på henholdsvis 166 og 254 prosent, målt i norske kroner.

Selv etter fjorårets kraftige opptur ser vi fortsatt et bra potensial for både Pride og Seadrill. Begge vurderer vi attraktive ut i fra fundamentale forhold, og det er fortsatt flere kurstriggere som kan slå inn.

Svart gull i Afrika

Vårt andre tema i fjor, "Rise early, strike oil", var knyttet til investeringene i de to utforskningselskapene, brasilianske OGX Petroleum og Tullow Oil som har hovedvirksomheten sin i Afrika. Begge fant i 2009 betydelige



Mahindra



Indiske Mahindra, som blant annet produserer både biler og traktorer, ble en av de beste bidragsyterne til SKAGEN Kon-Tiki i 2009.

mengder med olje. Tullow Oil fikk seg også et ekstra kursløft da selskapets to samarbeidspartnere i Uganda og Ghana ble lagt ut for salg.

Vi har tatt noe gevinst, men konstaterer at begge selskapene er godt i gang med å bekrefte sine geologiske potensial.

Ut over dette solgte vi oss ut av China Oilfield og PKN Orlen, som henholdsvis har vært fondets beste og verste investering i vår åtteårige historie. Vi brukte noen av de realiserte midlene til å kjøpe oss opp i den indonesiske kullprodusenten Indo Tambangraya.

Bra i jern og kobber – dårlig gull

Innen andre råvarer så vi gode resultater fra jernmalmselskapene Vale og Northland Resources. Sistnevnte har nå kommet et vesentlig stykke fremover mot operasjonell drift.

Den største prosentvise oppgangen fikk vi i det kanadiske kobberselskapet First Quantum, som ble en av verdens beste aksjer i året som gikk. Vi supplerte vår kobberbeholdning gjennom kjøp av aksjer i Equinox Minerals, som er notert i Canada men har hovedvirksomheten

sin på det afrikanske kontinentet.

Det tredje temaet innen energi og råvarer i fjor, edelmetaller, ga oss også strålende resultater i form av betydelig kursstigning for våre aksjer i Ridge Mining. Selskapet ble fusjonert med Aquarius Platinum, som har virksomhet i både Afrika og Australia.

Den sørafrikanske gullprodusenten DRD Gold ble en skuffelse i året som gikk. Med en sørafrikansk valuta som ser ut til å stabilisere seg inn i 2010 ser utsiktene bedre ut for selskapet som i fjor ble straffet på kostnadssiden av en sterk randkurs.

Industri og shipping ble bransjevinnere

Industri og transport, blant vinnersektorene i 2009, fikk også mye fokus fra oss i året som gikk. Ved inngangen til 2010 er det nykommere i porteføljen som preger denne sektoren hos oss. Vi kjøpte oss inn i entreprenørselskapene Aveng og Strabag, som begge nyter godt av høye offentlige investeringer. ABB kom også inn i varmen. Det sveitsisk-svenske selskapet får nå hoveddelen av ordreinngangen fra de globale vekstmarkedene.

Det meksikanske industrikonglomeratet Alfa ble en umiddelbar suksess, og våre tre tyrkiske entreprenørkonglomerater opplevde også en svært god utvikling.

Innen shipping solgte vi oss ut av indiske SCI, Global Ocean og Green Reefers. Inn som nytt rederi i porteføljen kom Nordic American Tankers. Selskapet har en flåte på 18 gjeldfrie suezmax tankskip, som alle går i spotmarkedet. Vi kjøpte aksjene i en periode da tankratene lå nede på "opplagsnivå", og slike aksjer var særdeles upopulære blant investorene.

Vi solgte også aksjene vi hadde i de to japanske konglomeratene Toyo Kanetsu og Hitachi Ltd. Innen luftfart doblet vi posten i Thai Airways. Investeringen vår i Norwegian viste seg å bli en kanonsuksess. Nå håper vi investeringen i det malaysiske lavprisselskapet AirAsia skal bli det samme.

Forbrukeren var ikke død

En annen sterk sektor i 2009 var inntektsavhengige forbruksvarer. Forventningene ved inngangen til året var meget lave, og vurderingene av selskapene likeså. Men konsumentene overrasket, med en kjøpelyst ingen

forutså – godt stimulert av krisepakker fra myndighetene.

Bilbransjen endte derfor, mot alle odds, året som en vinner. For første gang ble det solgt flere biler i Kina enn i USA. Fra nå av kommer ikke kineserne til å se seg tilbake. Salget av TVer med flate skjermer steg 30 prosent, også denne bransjen med god støtte fra rundhåndige myndigheter.

Våre gamle investeringer LG Electronics, men spesielt indiske Mahindra og Mahindra, ga meget gode bidrag. I mai kjøpte vi en betydelig post i Hyundai Motors, og vi økte innehavet vesentlig i kinesiske Great Wall Motors. Begge selskapene ga svært gode tilskudd til fondets resultat i 2009.

Ved inngangen til 2010 er vurderingen av selskapene våre innen sektoren fortsatt ikke avskrekkende. Tvert i mot ser det ut til at utviklingen for energieffektive biler og ”husholdningsskrammel” fortsatt kommer til å være sterk. Høy offentlig støtte til private sparetiltak, og fortsatt oppdemmet etterspørsel etter forbruksvarer som følge av finanskrisen, er de sentrale driverne.

Russiske supermarkeder og kinesiske grønnsaker

Etter et forholdsvis bra år for defensive forbruksvarer i 2008, da ”alle” flyktet til såkalt sikkerhet, ble 2009 på generell basis en skuffelse. Våre selskaper utviklet seg imidlertid stort sett tilfredsstillende. Efes Breweries International, Yazicilar Holding og PZ Cussons ga alle gode bidrag til avkastningen, likeledes lakseoppdretteren Marine Harvest.

Nykommere i porteføljen var de russiske supermarkedskjedene X5 og Magnit, samt den kinesiske grønnsaksprodusenten Chaoda Modern Agriculture. Etter en rask og fin reise ble X5 solgt i løpet av året. Vi kjøpte oss også inn den malaysiske palmeoljeprodusenten Kulim, og den brasilianske sukker- og etanolprodusenten Cosan.

Alle våre større medisinselskaper utviklet seg godt, i en sektor som globalt sett var heller svak. Vinnerne for vår del ble China Shineway og de tyrkiske Eczacibasi-selskapene. En sterk revurdering og håpet om en restrukturering var de respektive kursdriverne for de to selskapene. Et nytt selskap i porteføljen er tyske Stada Arzneimittel, som produserer og selger det meste av sine produkter i Sentral-Europa.

Afrikanske finansielle unntak

Finanssektoren bidro samlet sett med meget gode resultater. De to største bidragsyterne var vår brasilianske sparebank, Banrisul, og storfinansens vinner i fjor, Standard Chartered. Våre

øvrige selskaper innen børns og kapitalmarked fungerte også meget tilfredsstillende.

Unntakene var våre afrikanske banker, Ghana Commercial og Diamond Bank, samt den egyptiske nykommeren EFG Hermes. Sistnevnte har sitt virkefelt først og fremst innen kapitalmarkedet i Midt-Østen, som jo fikk seg en Dubai-smell på slutten av året.

En annen nykommer er det thailandske forbruks- finansieringsselskapet Tisco. Vi solgte restene av suksessen fra 2008, den brasilianske sparebanken Banco Nossa Caixa, samt våre aksjer i det østeuropeiske eiendomsselskapet Graphisoft Park.

Samsung fortsatt viktigst – smell i India

Innen informasjonsteknologi, og for fondet totalt sett, er Samsung Electronics fortsatt vår største og viktigste investering. Kursutviklingen for selskapet var god, faktisk en god del bedre enn vår andre koreanske satsing innen denne bransjen, LG Electronics.

Markedet for minneteknologi ser ved inngangen til 2010 lovende ut. Finanskrisen førte til at kapasitetsveksten de siste par årene bare ble moderat. Vi øyner nå muligheten for at 2010 kan bli en gjentakelse av 2004 – da avkastningen på kapitalen var rekordhøy.

Ved inngangen til året gikk vi på en smell med vår investering i indiske Satyam Computer Services, hvor avsløringen av et oppblåst regnskap og utro tjenere sendte aksjekursen i fritt fall. Selskapet ser nå ut til å være trygt plassert under Mahindra-gruppens beskyttende vinger. Vi ser derfor håp i hengende snøre.

Dårlig summetone i India – topp i Russland

Telekommunikasjon var den svakeste sektoren i de globale vekstmarkedene, noe også vi fikk føle på kroppen. Den sterke konkurransen på det indiske mobilmarkedet, hvor også Telenor har ankommet, rammet vår investering i Bharti Airtel. Svakere forventinger til fremtidig inntjening førte til lavere verdsettelse av selskapet.

Om det indiske mobilmarkedet vokser sterkt nok til at det blir lønnsomt levebrød for alle, gjenstår å se. Som en stor lokal, solid og godt etablert aktør har imidlertid Bharti et godt utgangspunkt for å komme ut av ”krigen” som en vinner.

Fondets vinner i 2009 ble det russiske holdingsselskapet Sistema, som er største eier i mobilselskapet MTS. Selskapet utnyttet de dårlige tidene for oljebransjen til å ta oljegruppen Bashneft inn under sine vinger, til en billig penge.

I Indosat, vårt tredje store selskap innen sektoren, fikk vi solgt en vesentlig del av aksjebeholdningen vår til Qatar Telecom til en solid premie i forhold til børskurs. I ettertid har vi kjøpt det vesentligste tilbake igjen, på lavere kursnivåer.

Elektrobras innfridde igjen

Innen nyttjetjenester er Elektrobras vårt eneste innehav, og selskapet skuffet heller ikke i år. I høst økte vi posten vår betydelig, og i desember ble tre av våre totalt åtte triggere for selskapet utløst; Elektrobras fikk dekket tidligere realisererte tap i forbindelse med virksomheten i nord-regionen, datterselskapene ble refinansiert og selskapet fikk bedre betalt for atomkraften.

Elektrobras fortsetter sin langsomme marsj mot privat sektor, nå med et resultat som ligger to-tre milliarder brasilianske real høyere enn tidligere år. Selv om avkastningen fra selskapet har vært god år etter år, er det fortsatt et stort potensial oppover for aksjekursen før prislappen nærmer seg nivået for hva andre tilsvarende selskaper er priset til globalt.

Kurstriggere i 2010 kan være underliggende inntjening fra gamle kontrakter som først vil vises i regnskapet i år, en løsning av utbyttebetalingen på de ordinære aksjene og fornyelse av konsesjoner. Hva gjelder sistnevnte blir utfallet av det kommende presidentvalget viktig.

Et stykke igjen til bobleland

I begynnelsen av januar passerte SKAGEN Kon-Tiki den tidligere toppkursen fra høsten 2007. Det er interessant å se hva som har skjedd i mellomtiden. To år med god økonomisk vekst i de globale vekstmarkedene har gjort selskapene vesentlig billigere. Et sterkt fallende globalt rentenivå har også ført til et lavere avkastningskrav.

Det er derfor fremdeles et godt stykke igjen før vi kommer til ”bobleland”. Men vær på vakt, ha hele tiden et skarpt øye på vurderingen av selskapene basert på sentrale nøkkeltall.

Det er også betryggende at de største postene i SKAGEN Kon-Tiki fortsatt er priset med en betydelig rabatt i forhold til både de globale vekstmarkedene og den prislappen våre egne selskaper hadde ved forrige topp for to år siden.

2010 burde derfor gi akseptable resultater for SKAGEN Kon-Tikis andelseiere, med alle mulige forbehold for de faktorer vi i dag ikke kjenner til, eller er herre over.

SKAGEN Kon-Tiki er et aksjefond som skal ha minst 50 prosent av midlene plassert direkte i verdens vekstmarkeder. Inntil 50 prosent av midlene kan være plassert i markeder som inngår i MSCI sin verdens-indeks. Målet for fondet er å oppnå best mulig risikjustert avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje.

SKAGEN Kon-Tiki passer for investorer som ønsker å ta del i verdiskapningen som finner sted i verdens vekstmarkeder. Fondet gir muligheter for ekstraordinær avkastning gjennom å investere i områder med stort vekstpotensial. Risikoen er imidlertid noe høyere enn for et globalt fond som i hovedsak investerer i utviklede markeder.



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann

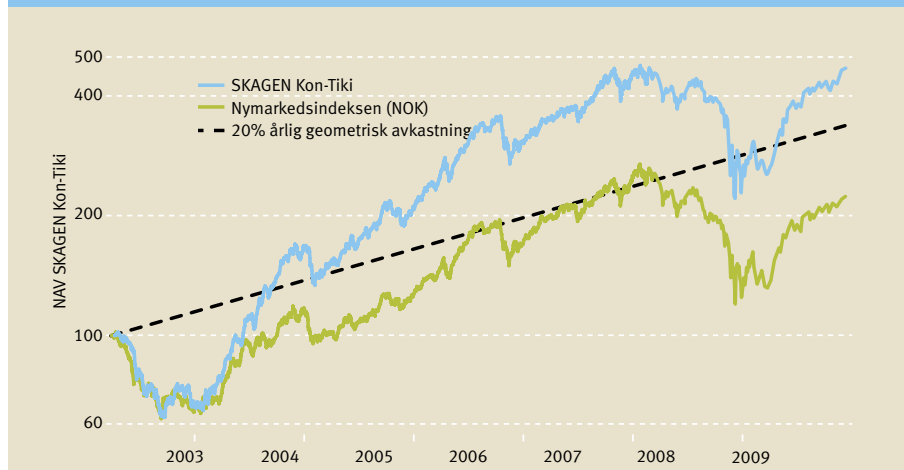
Skagen Rev fyrskib. 1892. Utsnitt.
Av Carl Locher, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltnings-Kapital*	Antall Andelseiere	Total Kostnad %
2009	63,36 %	47,77 %	33 091	74 443	3,26 %
2008	-36,13 %	-39,85 %	12 131	64 799	3,01 %
2007	22,50 %	21,34 %	19 977	59 770	2,56 %
2006	22,75 %	21,96 %	13 918	44 692	2,52 %
2005	59,25 %	49,23 %	8 749	29 553	3,16 %
2004	32,35 %	14,33 %	3 227	16 259	3,95 %
2003	102,93 %	50,41 %	1 711	9 835	3,85 %
2002 **	-29,82 %	-33,41 %	250	4 190	3,89 %

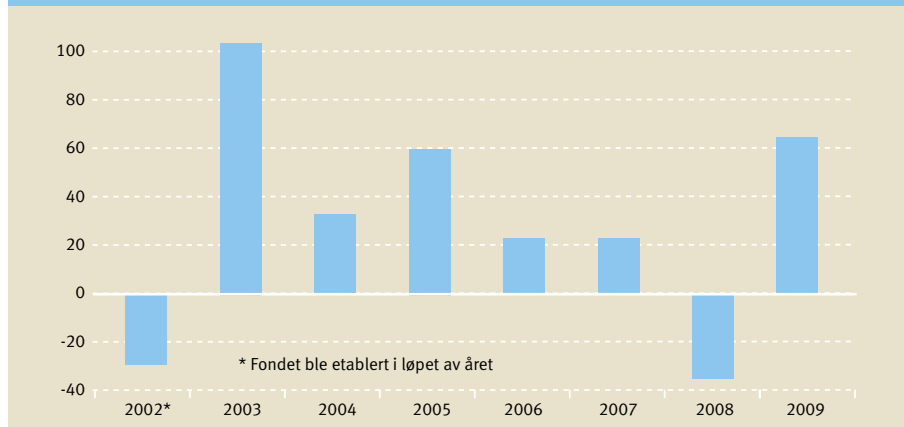
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

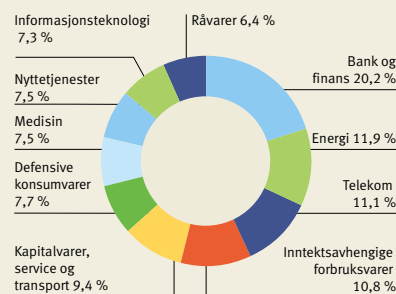
HISTORISK KURSVIKLING



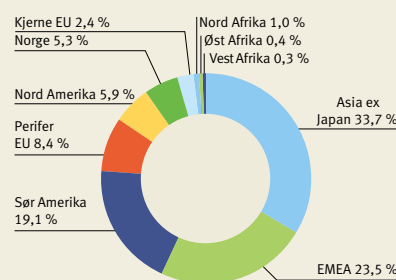
AVKASTNING PR ÅR



BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 5 april 2002

Avkastning siden oppstart 370.97 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 22,17 %

Forvaltningskapital 33 091 mill NOK

Antall andelseiere 74443

Forvaltningshonorar 2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxembourg, Island og Storbritannia

Referanseindeks Emerging Markets Index (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljevalter J. Kristoffer Stensrud



Torgeir Høien
Porteføljeforvalter SKAGEN Avkastning

Slo tilbake

Etter et dårlig 2008 revansjerte SKAGEN Avkastning kraftig i 2009 og endte året med en verdistigning på 6,7 prosent for fondets andelseiere.

Det var 3,5 prosentpoeng bedre enn fondets referanseindeks, som består av statsobligasjoner med gjennomsnittlig tre års løpetid til forfall.

Mens hoveddelen av porteføljen er plassert i sikre norske bankpapirer, kan en mindre del investeres i utenlandske statsobligasjoner, som vi finner undervurderte. Gjennom året har utenlandsandelen ligget på rundt 20 prosent.

I 2009 har alle utenlandsinvesteringer vært valutasikret mot norske kroner. Det betyr at hvis kronekursen styrker seg, slik tilfellet var i desember, så slår ikke dette negativt ut i fondskursen. Og vise versa hvis kronekursen svekker seg.

Korte norske papirer

Vi har valgt å ha lav rentedurasjon på den norske delen av porteføljen. Ved inngangen til 2010 er rentedurasjonen 0,16 år, det vil si litt mindre enn to måneder til renteforfall. For å oppnå denne korte løpetiden på porteføljen kjøper vi rentepapirer som enten har flytende rente eller kort tid til forfall. At renten flyter betyr at den justeres kvartalsvis, med den til enhver tid gjeldende 3 måneders NIBOR-rente.

At vi har valgt å ha en lav rentedurasjon skyldes at vi tror det er stor sjanse for at Norges Bank kommer til å heve styringsrenten raskere enn hva som er priset inn i de lengre pengemarkedsrentene. Resesjonen var svært mild i Norge, relativt til de fleste andre land, og Norges Bank har som kjent allerede økt renten i to omganger. Nå sist til 1,75 prosent. Australia og Israel, to andre industrialiserte land som også opplevde en mild resesjon, har i likhet med Norges Bank begynt å normalisere renten. Nasjonalbankene i disse to

landene har allerede hevet styringsrenten tre ganger.

Med lav rentedurasjon i porteføljen går det svært kort tid før en økning i pengemarkedsrenten får gjennomslag i renten på de norske papirene til SKAGEN Avkastning. Ved årsskiftet var direkteavkastningen på denne delen av porteføljen 2,3 prosent. Med en 3 måneder NIBOR-rente på 2,19 prosent, forventer vi en økning i direkteavkastningen til fondets norske papirer utover i 2010.

Inflasjonsbeskyttelse ga dårlig uttelling

Den utenlandske delen av porteføljen har vi valgt å fordele på to typer investeringer; inflasjonsbeskyttede statsobligasjoner i den utviklede delen av verden og "rene" statsobligasjoner i vekstmarkedene.

Gjennom 2009 har vi hatt tre forskjellige investeringer i inflasjonsbeskyttede statsobligasjoner, utstedt i USA, Japan og Hellas. At en obligasjon er inflasjonsbeskyttet betyr at hovedstolen, og dermed renteutbetalingen, blir justert med endringen i konsumprisindeksen.

Vi oppnådde en positiv avkastning på investeringene våre i Japan og Hellas. Forventningene om økt inflasjon i USA slo imidlertid ikke til, og økningen i de lange realrentene på tampen av året medførte at avkastningen på denne plasseringen ble tilnærmet lik null.

Som kjent fikk gresk statsgjeld hard medfart i desember. Vi solgte våre greske obligasjoner rett før statsgjelden ble nedgradert. Også den japanske obligasjonen kvittet vi oss med.

God utvikling i vekstmarkedene

Den andre utenlandsandelen til fondet er

plassert i statsobligasjoner i vekstmarkedene. Her var det jevnt over en veldig god utvikling for våre obligasjoner. Best avkastning fikk vi på den tyrkiske obligasjonen, men også plasseringene i Brasil og Ungarn ga god uttelling.

De brasilianske statsobligasjonene ble solgt på slutten av fjoråret. Årsaken var en kombinasjon av at vi hadde fått en pen gevinst, men mest det faktum at vi ikke fikk valutasikret denne investeringene. Fondet har nå en klar strategi om at alle investeringene utenfor Norge skal valutasikres mot kroner.

Vi tror det er mer å hente på våre obligasjoner i både i Ungarn og Tyrkia, og eier derfor fortsatt disse. I tillegg har vi tatt en mindre posisjon i Sør-Afrika, hvor vi mener at statsobligasjonene er undervurderte.

Jobber mot fire prosent i året

Med hensyn til utsiktene fremover, jobber vi nå med en målsetting om å oppnå en avkastning på ca. fire prosent i året. Vi har da lagt til grunn en gradvis innfrielse av kursmålene vi har satt på de utenlandske statsobligasjonene, og en forsiktig heving av pengemarkedsrentene her hjemme.

Men vi gir ingen garanti. Andelseierne i fondet må være oppmerksomme på at det er risiko forbundet med investeringer i obligasjonsfond. Fondskursen vil svinge, og avkastningen kan i perioder være negativ.



SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

Hjemvendende fiskere, 1879. Utsnitt.
Av Frits Thaulow, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato	16. september 1994
Avkastning siden oppstart	147,48%
Gjennomsnittlig avkastning pr år	6,11 %
Forvaltningskapital	1 579 mill NOK
Antall andelseiere	14177
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,5 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Godkjent for markedsføring i Referanseindeks	Norge, Sverige, Danmark og Luxembourg
UCITS-fond	Statsobligasjonsindeks 3.00 (ST4X)
Porteføljeforvalter	Ja Torgeir Høyen

SKAGEN Avkastning har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner. Fondet investerer i lån med lav kredittrisiko, det vil si statsobligasjoner, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner, samt bankinnskudd. Dette søkes oppnådd ved å balansere investeringer mellom rentebærende verdipapirer med kort og lang løpetid og ved å investere i utvalgte utenlandske statsobligasjoner.

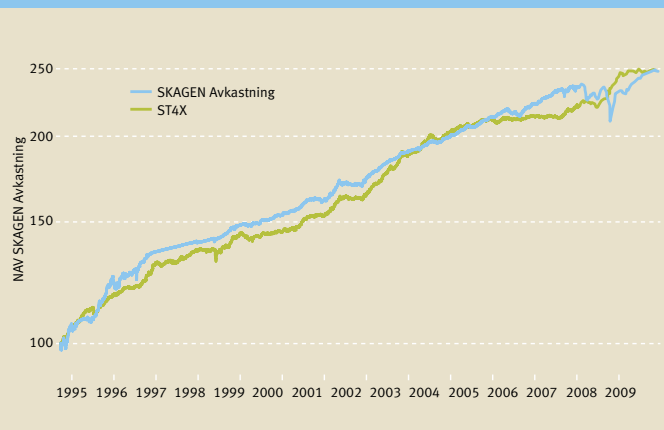
Fondet passer for investorer som ikke ønsker å selv overvåke rentemarkedene til enhver tid for aktiv allokering av sine rentemidler.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall Andelseiere
2009	6,74 %	3,19 %	1 579	14 177
2008	-1,54 %	9,65 %	1 225	13 520
2007	4,97 %	3,91 %	3 932	15 065
2006	3,85 %	0,89 %	3 020	12 279
2005	5,82 %	2,55 %	2 827	6 385
2004	5,72 %	5,49 %	575	2 363
2003	6,15 %	11,13 %	144	937
2002	6,74 %	8,10 %	120	568
2001	6,17 %	7,65 %	60	343
2000	6,06 %	4,55 %	38	261
1999	4,57 %	5,49 %	36	194
1998	3,63 %	2,86 %	21	154
1997	3,66 %	6,05 %	72	185
1996	9,77 %	8,73 %	60	131
1995	16,11 %	14,07 %	34	54
1994 **	5,71 %	5,53 %	5	18

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR





Torgeir Høyen
Porteføljeforvalter SKAGEN Tellus

Investeringsfilosofien ga uttelling

Obligasjonsfondet SKAGEN Tellus, som har som målsetting å få best mulig risikostjustert avkastning målt i euro, steg nesten 11 prosent. Det var mer enn ti prosentpoeng bedre enn fondets referanseindeks.

Siden fondets oppstart 30. september 2006 har den årlige gjennomsnittlige avkastning vært på 4,2 prosent målt i EUR, som er nesten på høyde med referanseindeksens 4,4 prosent. I NOK er avkastningen siden start 4,3 prosent i fondet, mot 4,5 prosent i referanseindeksen.

Mange bidrag til avkastningen

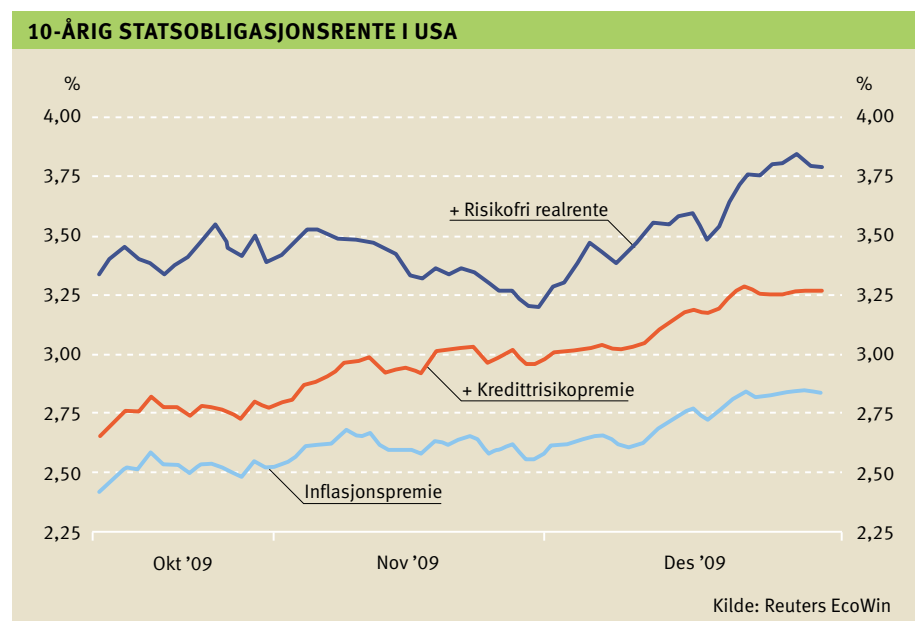
Alle investeringene bidro positivt til fondets avkastning, som er sammensatt av følgende tre elementer: Renteinntekter, obligasjonskursgevinster og en appresiering av lokal valuta mot euro.

Det største bidraget kom fra Brasil, hvor valutaen styrket seg ganske mye mot euro. Fondet hadde også store bidrag fra Mexico, Peru og Tyrkia. Den siste investeringen var valutasikret, så her kom avkastningen i all hovedsak fra en kraftig stigning i obligasjonskursen. Også en indonesisk statsobligasjon bidro godt til avkastningen, selv om investeringen først fant sted i siste halvdel av 2009.

Enda bedre i 2010?

Vi tror vekstmarkedsobligasjoner generelt kan få en god utvikling utover i 2010. Mange vekstmarkedsland har ført en langt mer edruelig finanspolitikk i 2009 enn de store OECD-landene, noe som vi tror kommer til å øke verdien på statsgjelden deres. I Brasil, for eksempel, har statsgjelden økt moderat gjennom 2009 til 43 prosent av BNP. Det er samme nivå som ved utgangen av 2007.

Fondet tjente også penger på investeringer i statsobligasjoner utstedt i OECD-økonomier, som USA og Japan. Her hadde fondet kjøpt inflasjonsbeskyttede obligasjoner, og disse viste seg å være en langt bedre investering i 2009 enn vanlig statsobligasjoner. Til og



med i Hellas fikk vi god uttelling på en inflasjonsbeskyttet obligasjon som vi kjøpte tidlig i 2009. På tampen av året fikk som kjent gresk statsgjeld kraftig juling, men vi klarte å komme oss ut av denne posisjonen før det store fallet.

17 forskjellige land

I siste del av 2009 valgte vi å øke den geografiske spredningen på porteføljen, og med det redusere risikoen. SKAGEN Tellus er nå investert i 17 forskjellige land. Investeringene er godt fordelt mellom korte og lange rentepapirer.

I tillegg til Indonesia investerte fondet i en kort israelsk statsobligasjon, samt et statssertifikat utstedt av myndighetene i Hong Kong. Begge disse investeringene er motivert ut ifra en vurdering av valutakursutviklingen. Israel har, som Australia og Norge, hatt

en relativ mild resesjon og økte styringsrenten tre ganger i 2009. Vi tror mer er i vente og forventer at verdien på den israelske valutaen shekel øker i forhold til euro.

Dollaren er undervurdert

Vi tror også på en styrking av dollaren utover i 2010. Handelsvektet er dollaren nå meget svak, og prisnivået i USA målt i euro er ca. 80 prosent av prisnivået i Eurosonen. Risikoen for tosfifret inflasjon i USA de nærmeste to-tre årene vurderer vi som ekstremt liten.

Det er dermed en stor sjanse for at prisnivået målt i euro stiger gjennom at dollaren styrker seg mot euro. En utløsende faktor kan være forventninger om at den amerikanske sentralbanken er en smule raskere enn den europeiske med å begynne prosessen mot en mer "normal" styringsrente.

Vi tror imidlertid ikke at en renteøkning er nært forestående på noen sider av Atlanten, men nøkkeltallene som har kommet på tampen av 2009 tyder på at det økonomiske oppsvinget er sterkere i USA enn på det europeiske kontinentet. For å profitere på dette har vi valgt å ta bort valutasikringen på fondets amerikanske investering. Et løft i den amerikanske dollaren vil også dra opp Hong Kong dollaren, som er bundet til sin amerikanske storebror.

Beholder inflasjonsbeskyttelsen

Vi har valgt å beholde en posisjon på ca. åtte prosent av fondet i en amerikansk inflasjonsbeskyttet obligasjon. Dette bidrar godt til å spre risikoen i fondet. På tampen av 2009 var det en merkbar oppgang i de lange amerikanske nominelle rentene. Men det er viktig å understreke at dette i hovedsak skyldtes en økning i inflasjonspremien, som for en tiårig statsobligasjon nå ligger på ca. 2,8 prosent.

Det var også en viss økning i kredittrisikoen på amerikanske statspapirer, som også dro renten litt opp på de inflasjonsbeskyttede obligasjonene. Vi tror ikke kredittrisikoen kommer til å øke markant utover i 2010. Den risikofrie realrenten forventer vi kommer til å falle som følge av at Fed venter noe lenger med å heve styringsrenten enn det markedet har lagt til grunn i sine prognoser. Vi forventer også at oppgangen i amerikansk økonomi i 2010 blir en tanke svakere enn de siste nøkkeltallene fra 2009 indikerer.



SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

Interiør. Brøndums anneks. Ca. 1920. Utsnitt. Anna Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato	29. september 2006
Avkastning siden oppstart	14,60% i NOK
Gjennomsnittlig avkastning pr år	4,27% i NOK
Forvaltningskapital	406 mill NOK
Antall andelseiere	1558
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,8 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Luxembourg, Finland, Island og Storbritannia
Referanseindeks	Barclays Capital Global Treasury Indeks, 3-5 år
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Torgeir Høyen

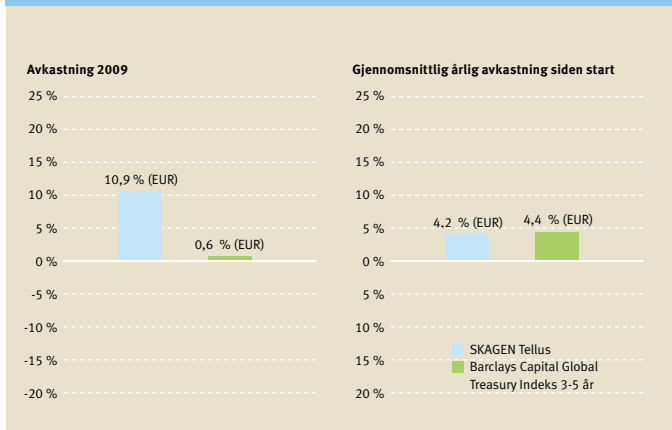
SKAGEN Tellus er et globalt obligasjonsfond som kan gi investorer meravkastning ved at de får spare i rentemarkeder over hele verden. Fondet investerer i obligasjoner og sertifikater utstedt av eller garantert av stater, regionale myndigheter og finansinstitusjoner. Fondets målsetting er å gi andelseierne god risikojustert avkastning på investeringer i kredittsikre globale obligasjoner gjennom en aktivt forvaltet portefølje. Fondet har en avkastnings- og risikoprofil som ligger mellom nasjonale obligasjonsfond og globale aksjefond.

SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker å spare i globale obligasjoner og som har minst 12 måneders investerings-horison. Investorer bør ha toleranse for valutasvingninger. Fondet passer godt som en del av en langsiktig investeringsportefølje, både for privatpersoner, bedrifter og institusjoner.

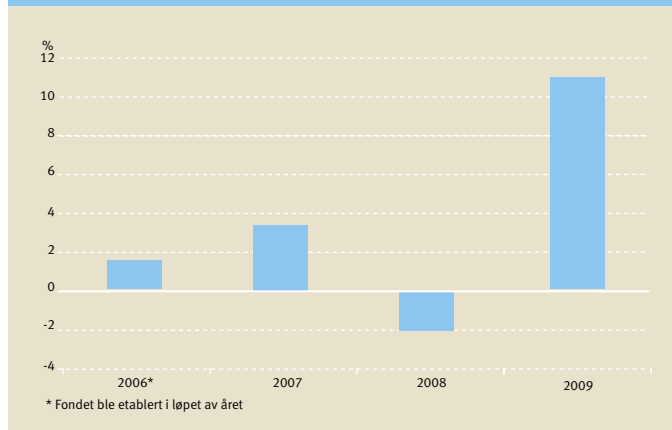
Årstall	Avkastning % i EUR	Referanseindeks % i EUR	Avkastning % i NOK	Referanseindeks % i NOK	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2009	10,92 %	0,63 %	-5,95 %	-14,67 %	406	1558
2008	-1,97 %	16,27 %	20,49 %	42,90 %	548	1644
2007	3,55 %	0,39 %	0,45 %	-2,62 %	863	2353
2006 **	1,37 %	-2,18%	0,66 %	-2,87 %	574	2557

* I millioner kroner
** Fondet ble opprettet i løpet av året

AVKASTNING MÅLT I EURO



AVKASTNING PR ÅR MÅLT I EURO





Ola Sjöstrand, porteføljevalter
SKAGEN Høyrente og SKAGEN Krona

Godt premiert

SKAGEN Høyrente oppnådde i 2009 en avkastning på 3,4 prosent, mens fondets referanseindeks var opp 2,2 prosent. Kombinasjonen av lavere interbankrenter og reduserte risikopremier var hovedårsaken til at fondet ga såpass mye bedre avkastning enn indeks.

Ved årets begynnelse rådet det en dyster stemning, og de fleste forventet at de dårlige tidene skulle bli enda verre utover året. Norges Bank fortsatte derfor å senke styringsrenten i første halvdel av 2009. Bunnen på 1,25 prosent ble nådd i juni.

Bankene fikk også ytterligere subsidier og hjelp gjennom diverse offentlige tiltak. Blant annet utvidet Norges Bank den såkalte bytteordningen fra tre til fem år. Dette er en ordning hvor bankene kan bytte til seg statspapirer mot obligasjoner med fortrinnsrett, såkalte "covered bonds". Byttet ble foretatt på nivåer som medførte at bankene fikk meget gode innlånsrenter, og det ble selvsagt tatt i mot med jubel innen bankvesenet.

Norges Bank tilførte også likviditet til bankene gjennom utvidet F-lån (lån med fast løpetid). Dette gjorde de gjennom alminnelige korte F-lån, og ved å legge ut noen lengre lån som også ga de små bankene muligheten til å låne

billig med lengre tilbakebetalingstid. Likviditeten ble også økt i form av dollarlån og såkalte valutaswapper.

Bytteordningen mot begravelse

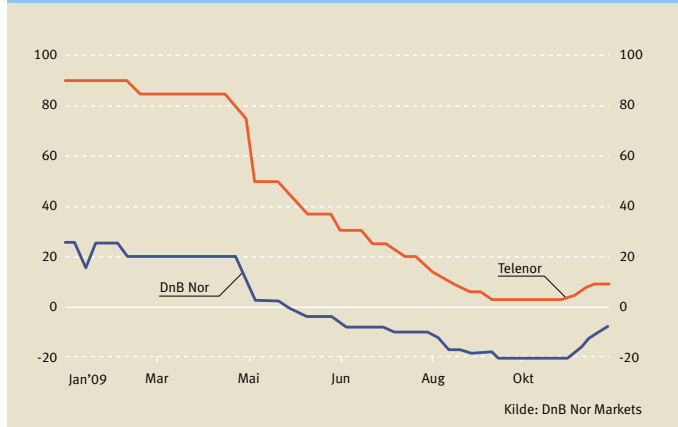
I august kom Norges Bank, godt uthvilte etter ferien, og malte opp et lysere fremtidsbilde for den norske økonomien. Dette førte til at Norges Bank løftet rentebanen, og forventningene om høyere renter i forhold til det som tidligere var kommunisert. I løpet av høsten ble så styringsrenten satt opp to ganger, til 1,75 prosent. Norges Bank strammet i andre halvår også inn på ovennevnte bytteordninger og billige lån til bankene. De har også signalisert at bytteordningen etter hvert skal avvikles.

Interbankrentene, den renten bankene låner til seg i mellom, har beveget seg med forskjellige utslag avhengig av løpetid. Endringene var, i absolutte termer, betydelig mer moderate sammenlignet med det turbulente året 2008.

Investeringene i SKAGEN Høyrente prises i stor utstrekning basert på interbankrenter med opptil tre måneders løpetid. Tre måneders interbankrenter synes å utvikle seg godt i takt med utviklingen for styringsrenten. Interessant er det å se at 12 måneders interbankrenter har holdt seg rundt tre prosent gjennom hele 2009.

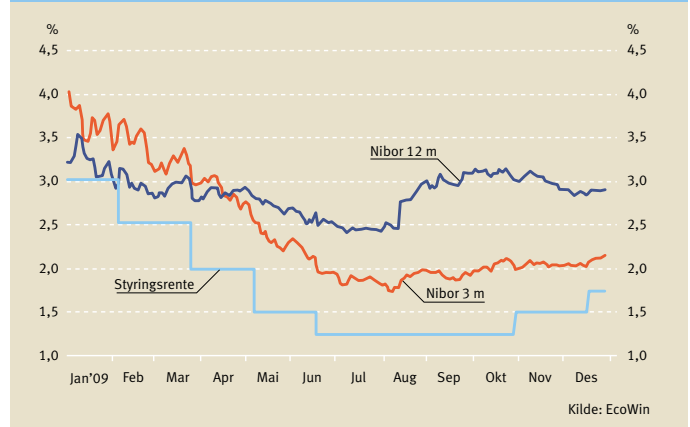
Risikopremiene ble i løpet av første halvår kraftig redusert innen både bank- og bedriftslån. Trolig var myndighetenes subsidier til bank- og finanssektoren, både her hjemme og ute, en medvirkende årsak. Størst ære for denne utviklingen må imidlertid nok gis markedsaktørene og deres økte risikoappetitt, som nå er kommet opp på mer normale nivåer etter den store "risikoflukten" i 2008. Risikopremiene fortsatte og redusere seg i andre halvår, men i et betydelig mindre omfang enn hva tilfellet var for de seks foregående månedene.

NEGATIV RISIKOPREMIE FOR 3-MÅNEDERS DNB-LÅN



Kraftig premiefall: Risikopremiene (kreditspredene) for tre måneders lånepapirer falt betydelig igjennom 2009, her representert ved DnB og Telenor. I førstnevnte papir er premien nå negativ.

NORGES BANKS STYRINGSRENTE OG PENGEMARKEDSRENTENE



Litt opp igjen: Både Norges Banks styringsrente, samt tre og 12 måneders pengemarkedsrenter har snudd oppover siden bunnen i fjor høst. Noen dramatisk økning er det imidlertid ikke snakk om.



SKAGEN Høyrente

Sammen for bedre renter

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. Utsnitt. Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato	18. september 1998
Avkastning siden oppstart	72.56%
Gjennomsnittlig avkastning pr år	4.92%
Forvaltningskapital	3 507 mill NOK
Antall andelseiere	9868
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,25 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Godkjent for markedsføring i Referanseindeks	Norge
UCITS-fond	Statssertifikatindeks 0.50 (ST2X)
Porteføljeforvaltere	Nei Ola Sjøstrand og Elisabeth Gausel

SKAGEN Høyrente er et pengemarkedsfond som investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner med gjenværende løpetid under ett år, samt bankinnskudd. Avkastningen følger pengemarkedsrenten i bankmarkedet. SKAGEN Høyrente investerer i bankinnskudd samt sertifikater og obligasjoner utstedt av eller garantert av stater, kommuner, fylkeskommuner, finansinstitusjoner og andre selskaper. Målet er å oppnå en avkastning bedre enn tre måneders NIBOR-rente (renten på lån bankene i mellom) over tid. Fondet har lave kostnader, noe som bidrar til høyere avkastning for fondets andelseiere.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall Andelseiere
2009	3,42 %	2,25 %	3 507	9 868
2008	6,72 %	6,73 %	4 644	10 711
2007	4,73 %	4,35 %	4 559	9 463
2006	2,90 %	2,68 %	2 199	7 265
2005	2,04 %	2,07 %	2 420	7 210
2004	2,08 %	2,17 %	1 174	5 086
2003	4,23 %	4,92 %	661	3 741
2002	6,86 %	6,77 %	517	2 498
2001	7,54 %	7,57 %	206	1 263
2000	6,17 %	6,04 %	114	707
1999	6,59 %	6,29 %	73	273
1998**	2,16 %	2,00 %	20	64

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

SKAGEN Høyrente har lav risiko og passer for en investor med kort tidshorisont på sparingen. Fondet passer også for investorer med et lengre tidsperspektiv, men som ønsker minimal risiko.



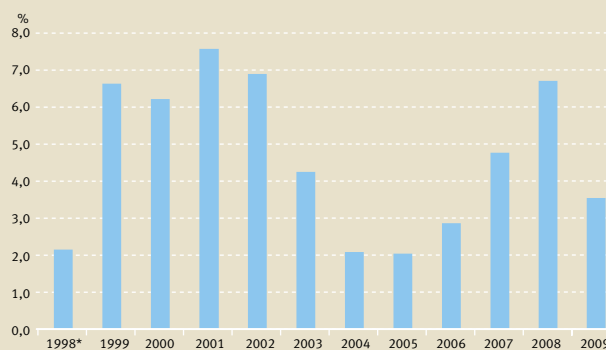
SKAGEN Krona

Sammen for bedre renter

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. Utsnitt. Av P. S. Krøyer, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

SKAGEN Krona er et pengemarkedsfond som investerer i rentebærende sertifikater og rentebærende papirer utstedt i svenske kroner. Siden fondet kun markedsføres i Sverige er beretningen kun tatt med i sin helhet i den svenske årsrapporten. Mer informasjon om fondet finnes på www.skagenfonder.se/krona/

AVKASTNING PR ÅR I SKAGEN HØYRENTE



* Fondet ble etablert i løpet av året



Ola Sjöstrand, porteføljeforvalter
 SKAGEN Høyrente Institusjon

Fortsatt konservative

Godt hjulpet av fallende risikopremier og lavere interbankrenter endte avkastningen for SKAGEN Høyrente Institusjon i 2009 opp 3,7 prosent. Det var 1,5 prosentpoeng høyere enn fondets referanseindeks. Til tross for mer risikovilje i markedet opprettholder fondet sin konservative investeringsstil.

Bytteordningen, og dermed subsidiene, Norges Bank innførte under finanskrisen medførte at mange banker begynte å gjøre seg mindre avhengige av det ordinære rentemarkedet, og i stedet satset på å øke innskuddene fra kundene. Det har ført til at innskuddsrenter ligger over hva som ellers ville være normalt, gitt dagens situasjon. Det blir interessant å se om bankene fortsetter å bruke denne taktikken også i 2010.

Kan gå overende

En risiko er at det som skjedde gjennom de to finanskrisearene 2008-2009 fører til at det dannes en oppfatning om at norske banker ikke kan gå overende. Om en liten bank får problemer, kjøpes den opp av en større bank. Om en større bank får problemer, så kjøpes den enten opp av flere andre større banker, eller Staten kommer den til unnset-

ning. Slik er omkvedet i dag.

Denne oppfatningen gjenspeiles i prisen bankene betaler i rentemarkedet. Eller rettere sagt, mangelen på risikopremier mellom gode og dårlige banker. Alle betaler nesten samme pris. Det lønner seg ikke for bankene å ha en forsiktig utlånspraksis, eller å ha en stor egenkapitalandel.

SKAGEN Høyrente Institusjon foretar imidlertid sine investeringer innen bank- og finanssektoren basert på at det er forskjeller på risikoen bankene i mellom, selv om rentemarkedet i dag sier noe annet. Det burde helt enkelt være større prisdifferanser bankene imellom.

Uansett om man tror andre banker eller Staten kommer til unnsetning hvis en bank får

problemer, så vil en slik situasjon medføre store økninger i risikopremiene for banken. Det blir med andre ord dyrere å finansiere seg i markedet, noe som forsterker krisen. Eiere av slike lånepapirer vil oppleve et kursfall. Og, det finnes faktisk en risiko for at det ikke alltid finnes en reddende engel der ute, enten den heter Staten eller en konkurrerende bank.

SKAGEN Høyrente Institusjon investerer konservativt, og har en forholdsvis liten andel papirer med løpetider lenger enn to år. Denne forsiktige strategien gjorde at fondet ikke fikk med seg den voldsomme reduksjonen i risikopremiene i 2009, spesielt i første halvår. Vi er dog komfortable med noe lavere risikonivå, som forhåpentligvis gir en stabil og sikker avkastning også i fremtiden.

Vedrørende utviklingen i det generelle norske pengemarkedet for 2009, se side 38 (SKAGEN Høyrente).

SKAGEN Høyrente Institusjon
 Sammen for bedre renter
 Skagen Søndrestrand. Septemberdag, 1893. Utsnitt.
 Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne.
 Bildet tilhører Skagens Museum.

SKAGEN Høyrente Institusjon er et kort pengemarkedsfond med lav risiko, og dermed et konkurransedyktig alternativ for forvaltning av overskuddslikviditet. Fondet investerer i bankinnskudd samt sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner. Målet er å være blant de beste korte pengemarkedsfondene med lav risiko i det norske markedet, målt i avkastning.

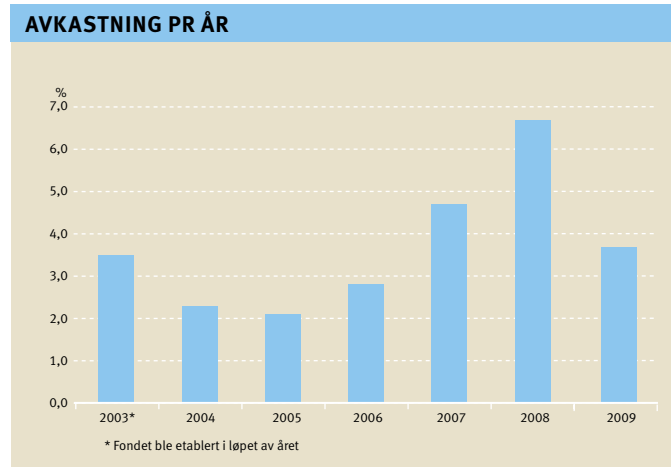
Fondet passer for investorer som ønsker svært begrenset utstederrisiko. Eksempler på dette kan være kommuner, stiftelser eller pensjonskasser. Fondet kan kun investere i papirer som etter forskrift om minstekrav til kapitaldekning i finansinstitusjoner og verdipapirforetak har risikovekt lavere eller lik 20 prosent.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltnings-Kapital*	Antall Andelseiere
2009	3,64 %	2,13%	1 929	106
2008	6,69 %	5,90 %	2 732	139
2007	4,64 %	4,42 %	1 450	93
2006	2,77 %	-2,75 %	374	38
2005	2,06 %	2,01 %	375	54
2004	2,23 %	1,95 %	198	29
2003 **	3,45 %	3,55 %	167	20

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	28,36%
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,74%
Forvaltningskapital	1 929 mill NOK
Antall andelseiere	106
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,15 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 5 000 000
Godkjent for markedsføring i Norge	Norge
Referanseindeks	Statssertifikatindeks 0.25 (ST1X)
UCITS-fond	Nei
Porteføljeforvaltere	Ola Sjöstrand og Elisabeth Gausel



Priser, utmerkelser og rangeringer 2009

Årets fondsforvalter x4

SKAGEN Fondene er utnevnt til årets fondsforvalter i to av tre hjemmemarkeder og Nederland. Ratingbyrået Standard & Poor's bekreftet samtlige aksjefonds AAA-rating.

Utviklingen for SKAGEN som helhet har vært sterk i året som gikk. Dette gjenspeiles i rekken av priser og utmerkelser som er tildelt selskapet og forvalterne. Sverige er, sammen med Norge og Danmark, hjemmemarkeder. I hjemmemarkedet Sverige fikk SKAGEN ikke mindre enn seks betydningsfulle priser i 2009.

Prisdryss i Sverige

Næringslivsavisen Dagens Industri, i samarbeide med det internasjonale analyseselskapet Morningstar, utnevnte SKAGEN til Årets fondsforvalter for prestasjonene i 2009. Samtidig fikk porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud gullstjerne i kategorien vekstmarkeder og porteføljeforvalter Filip Weintraub gullstjerne i kategorien globale fond.

Sveriges største privatøkonomiske tidskrift Privata Affärer gjentok hyllesten da de utnevnte SKAGEN til årets fondsforvalter, samt SKAGEN Kon-Tiki til årets vekstmarkedsfond og SKAGEN Global til årets globale fond.

..og i hjemmemarkedet Danmark

I desember ble SKAGEN utnevnt til Årets fondsforvalter i Danmark. Det var andre gang på tre år at SKAGEN Fondene havnet øverst på listen i den årlige rangeringen som gjøres av Dansk Aktieanalyse og Morgenavisen Jyllands-Posten. Samtlige fondsforvaltere på det danske markedet var med i utvalget som bedømmes etter både kort- og langsiktige resultater.

Gyllen okse i Nederland

I november fikk SKAGEN prisen De Gouden Stier, den Gylne Okse, i kategorien for beste forvaltningsselskap. Prisen deles ut av en jury som består av representanter fra finansbransjen. SKAGENS viseadministrerende direktør Åge Westbø var på plass da prisen ble delt ut.

- Det er fint å motta denne prisen i Nederland, som er et viktig europeisk marked for oss. Denne anerkjennelsen bekrefter nok en

gang at vår investeringsfilosofi er effektiv i både gode og dårlige tider, sa Westbø under prisutdelingen.

Lipper

Lipper Awards deler ut priser til fondsbransjer i en rekke regioner verden rundt. SKAGEN deltok ved Lipper Awards i Norden, Storbritannia, Nederland og ved den europeiske seremonien i Luxembourg. SKAGEN Global ble utnevnt som det beste globale aksjefondet i samtlige regioner for prestasjonene de siste ti årene; SKAGEN Kon-Tiki for sine prestasjoner de siste fem årene, og SKAGEN Vekst ble belønnet ved Lippers nordiske seremoni i kategorien norske fond for prestasjonene siste tiårsperiode.

A'er og stjerner

Samtlige aksjefond beholdt sine respektive toppkarakterer fra analyseselskapene Standard & Poor's og Morningstar. SKAGEN Kon-Tiki ble rangert som nummer to av 444 vekstmarkedsfond ved årsslutt i 2009, for prestasjonene over siste fem år.

SKAGEN Global og SKAGEN Vekst, som klassifiseres som globale aksjefond av Standard & Poors's, klarte seg bra i sammenligning med andre aktører rundt om i verden. SKAGEN Vekst rangeres som nummer fem og SKAGEN Global som nummer 15 av 1893 globale aksjefond ved slutten av 2009. – De ratingene som Standard & Poor's gjør er en anerkjennelse og påskjønnelse for det langsiktige arbeidet som porteføljeteamet gjør, sier investeringsdirektør Kristian Falnes.

Britiske Citywire rangerer SKAGEN Global som nummer 3 av 415 globale fond og SKAGEN Kon-Tiki som nummer 2 av 71 vekstmarkedsfond pr 31. desember 2009, basert på de respektive fondenes prestasjoner siste fem år. Les mer i fondsoversikten på side 43.



Utmerkelsene bekrefter at investeringsfilosofien virker i gode og dårlige tider. F.V Filip Weintraub, Per Wennberg, Åge K. Westbø og Harald Espedal

Avkastningsoversikt

Avkastning	Siste år	Siste 2 år	Siste 3 år	Siste 5 år	Siste 10 år	Siden start
SKAGEN Vekst	48,1 %	-8,7 %	-2,9 %	12,5 %	11,5 %	17,1 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)	64,8 %	-13,0 %	-5,5 %	9,4 %	6,2 %	9,4 %
SKAGEN Global	26,8 %	-7,1 %	-2,2 %	10,1 %	8,7 %	17,0 %
MSCI World Index *	7,6 %	-9,3 %	-7,9 %	1,1 %	-3,6 %	0,5 %
SKAGEN Kon-Tiki	63,4 %	2,1 %	8,5 %	20,1 %		22,2 %
MSCI Emerging Markets Index*	47,8 %	-5,7 %	2,6 %	14,4 %		11,0 %
SKAGEN Tellus (Euro)	10,92%	4,28%	4,04%			4,16%
Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years (Euro)	0,63%	8,17%	5,51%			4,36%
SKAGEN Avkastning	6,74%	2,52%	3,33%	3,93%	5,04%	6,11%
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3.0 (ST4X)	3,19%	6,37%	5,54%	4,00%	5,67%	6,20%
SKAGEN Høyrente	3,42%	5,06%	4,95%	3,95%	4,71%	4,92%
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.5 (ST2X)	2,25%	4,47%	4,43%	3,60%	4,60%	4,78%
SKAGEN Høyrente Institusjon	3,64%	5,15%	4,98%	3,95%		3,74%
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.25 (ST1X)	2,13%	4,00%	4,14%	3,43%		3,33%
SKAGEN Tellus (NOK)	-5,95%	6,46%	4,42%			4,28%
Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years (NOK)	-14,67%	10,43%	5,90%			4,49%

* (Daily Traded Net Total Return i NOK)

Risiko- og prestasjonsmålinger

RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 3 ÅR	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN TELLUS	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON
Standardavvik, fond	24,3 %	20,6 %	26,5 %	6,3 %	7,8 %	0,52%	0,57%
Standardavvik, referanseindeks	33,4 %	15,7 %	24,9 %	2,7 %	8,5 %	0,82%	0,54%
Sharpe-ratio, fond	-0,29	-0,31	0,17	-0,13	0,08	1,57	1,48
Sharpe-ratio, referanseindeks	-0,29	-0,77	-0,06	0,52	0,25	0,35	-
Relativ volatilitet (tracking error)	13,0 %	9,6 %	6,1 %	7,1 %	12,6 %	0,59%	0,47%
Information ratio	0,20	0,59	0,99	-0,31	-0,12	0,88	1,79
GEVINST- OG TAPSANALYSE SISTE 3 ÅR							
Relativ gevinst	75%	144%	110%	135%	89%	178%	-
Relativt tap	74%	106%	94%	219%	102%	38%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,01	1,36	1,17	0,62	0,87	4,69	-
Positive indekssavvik	18,24	15,70	12,51	6,71	14,64	0,87	0,97
Negative indekssavvik	15,59	9,52	6,92	8,88	16,10	0,38	0,18
Indeksavvik-ratio	1,17	1,65	1,81	0,76	0,91	2,29	5,55
RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Standardavvik, fond	21,6 %	19,3 %	25,0 %	5,1 %		0,53%	0,57%
Standardavvik, referanseindeks	28,2 %	14,2 %	23,1 %	2,3 %		0,70%	0,49%
Sharpe-ratio, fond	0,42	0,34	0,67	0,10		0,97	0,91
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,21	-0,17	0,48	0,24		0,24	-
Relativ volatilitet	11,1 %	9,2 %	5,9 %	5,7 %		0,47%	0,38%
Information ratio	0,27	0,98	0,96	-0,01		0,75	1,36
GEVINST- OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR							
Relativ gevinst	84%	151%	111%	158%		173%	-
Relativt tap	74%	107%	97%	170%		40%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,14	1,40	1,14	0,93		4,30	-
Positive indekssavvik	15,70	16,60	10,98	6,01		0,61	0,63
Negative indekssavvik	12,99	7,93	6,05	6,04		0,27	0,13
Indeksavvik-ratio	1,21	2,09	1,82	0,99		2,23	4,84
GEVINST- OG TAPSANALYSE SIDEN START							
Relativ gevinst	97%	167%	124%	107%	92%	110%	-
Relativt tap	73%	99%	97%	111%	96%	56%	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,33	1,69	1,28	0,96	0,96	1,97	-
Positive indekssavvik	16,53	23,49	15,53	4,44	14,66	0,45	0,52
Negative indekssavvik	9,77	8,84	6,08	4,46	15,05	0,32	0,14
Indeksavvik-ratio	1,69	2,66	2,55	1,00	0,97	1,40	3,88

GODE RESULTATER ER INGEN GARANTI FOR FREMTIDIG AVKASTNING

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko og forvaltningshonorar. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap.

Begrepsforklaring

I SKAGEN Fondene beregner vi de tradisjonelle finansielle målene for risiko og prestasjoner basert på anvendelse av middelvei og varians. Mye finansiell teori er bygget opp rundt anvendelse og tolkning av disse begrepene, som kan ha klare kommunikasjonsmessige fordeler, men også noen begrensninger.

Derfor beregner vi en rekke mål i tillegg, som er basert på risikoanalyse som brukes i andre bransjer. Vi kaller det gevinst- og tapsanalyse. I gevinst- og tapsanalysen får vi et sterkere fokus på det som virkelig bekymrer oss som investorer, nemlig risikoen for å tape penger i en gitt periode.

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

Tradisjonelle risiko- og prestasjonsmål

Standardavviket er et mål på variasjonen i den årlige avkastningen. Det er tilnærmet 65 prosent sannsynlighet for at årlig avkastning ligger i området pluss minus ett standardavvik. Sannsynligheten for at avkastningen avviker mer enn to standardavvik fra forventet avkastning er cirka fem prosent. Et høyt standardavvik kan antyde høy risiko.

Sharpe-indeksen er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn risikofri rente. Jo høyere score, jo høyere er sannsynligheten for å oppnå meravkastning ved å være i aksjemarkedet. Størrelsen kan derfor brukes som et langsiktig risikomål, men brukes ofte som et absolutt mål på risikostjert avkastning.

Relativ volatilitet er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn merav-

kastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

Informasjons ratio er et indirekte mål på sannsynligheten for at fondet skal gi høyere avkastning enn referanseindeksen. Jo høyere score, jo høyere er sannsynligheten for å oppnå meravkastning. Informasjons ratio brukes også som et mål på risikostjert meravkastning, der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Informasjons ratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

Gevinst- og tapsanalysen

Relativ gevinst/relativt tap er et mål på evnen til å oppnå meravkastning i henholdsvis oppgang- og nedgangsperioder. Et relativt tap på 80 prosent betyr at fondet har oppnådd et tap tilsvarende at fondet var investert 80 prosent i indeksen og 20 prosent i risikofri rente (ST1X). Relativt tap mindre enn 100 prosent betyr at fondet taper mindre enn markedet i nedgang. Relativ gevinst på over 100 prosent betyr at fondet tjener mer enn markedet i oppgang. Hvis en sammenlikner relativ gevinst/relativt tap med et fonds standardavvik kan disse målene forklare hvorfor standardavviket er høyere eller lavere enn indeks.

Relativ gevinst/relativt tap-ratio viser forholdet mellom relativ gevinst og relativt tap.

En størrelse over 1 betyr at fondet får bedre betalt for den risikoen det tar sammenliknet med referanseindeksen. Målet er sterkt korrelert med Sharpe-indeksen ved rangering av fond som investerer i samme marked, men viser i tillegg om den risikostjerte avkastningen er bedre enn markedets risikostjerte avkastning. Målet kan derfor brukes til å sammenlikne fond i ulike markeder i motsetning til Sharpeindeksen, som bare kan brukes til å sammenlikne fond som investerer i samme marked.

Positive/negative indekssavvik viser positive eller negative indekssavvik per år i den aktuelle perioden. Hvis de positive avvikene er større enn de negative, har fondet oppnådd høyere avkastning enn indeks. Summen av positive og negative avvik er et mål på fondets uavhengighet av referanseindeksen.

Indekssavvik-ratio viser forholdet mellom positive og negative indekssavvik. Dette er et mål på evnen til å skape meravkastning ved å være aktiv fremfor passiv forvalter. Jo høyere tall, dess bedre betalt per negativt indekssavvik. Indekssavvik-ratio tolker risiko som faren for negative indekssavvik i motsetning til information ratio som tolker risikoen som ujevn meravkastning (og ikke nødvendigvis negativ meravkastning).

Summen av de numerisk positive og negative avvik er et mål for fondenes uavhengighet av referanseindeksene.

Fondsrangering	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
Standard & Poor's (AAA=Beste kvalitative rating)	AAA	AAA	AAA				
Morningstar Rating* (5=Beste kvantitative rating)	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★	★★★★	★★★★	★★★★
Wassum (5=Beste kvantitative rating)		W W W W W	W W W W W				
Citywire(5 års periode) Porteføljeforvalter-rating (des. 2009)		Nr. 3 av 415	Nr. 2 av 71				
Lipper Funds Awards	Nordisk 2009: Beste fond 10 år Aksjefond Norge	Europe 2009: Beste fond 10 år Aksjefond globalt	Europe 2009: Beste fond 5 år Aksjefond vekstmarkeder	Europe 2009: Beste fond 3 år Obligasjoner norske kroner			
Dine Penger (DPterning)	Nr. 1 av 8	Nr. 2 av 52	Nr. 1 av 15				

EIERSTRUKTUR



*Rhododendron i Dagminnes have, 1917. Utsnitt.
Av Laurits Tuxen, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.*

EIERSTRUKTUR

SKAGEN AS eies av:

T. D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Månebakken AS	7,29 %
Åge Westbø AS	7,29 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Labrusca AS	8,31 %
Annet nøkkelpersonell	6,56 %

STYRETS OG NØKKELPERSONERS ANDELER I FONDENE

NAVN	ANTALL ANDELER	FUNKSJON
Martin Gjelsvik	7 235	Styreleder og eier
Tor Dagfinn Veen	1 191 323	Styremedlem og eier
Barbro Johansson	96	Styremedlem
Sigve Erland	5 705	Styremedlem
Jan Henrik Hatlem	1 385	Styremedlem
Ole Sjøberg	5 000	Varamedlem
Anne Sophie K. Stensrud	1 455	Varamedlem og eier
Lars-Erik Forsgårdh	62	Varamedlem
Harald Espedal	509 991	Administerende direktør og eier
Kristian Falnes	787 697	Investeringsdirektør og eier
J. Kristoffer C. Stensrud	3 063 679	Porteføljeforvalter og eier
Åge K. Westbø	1 324 398	Viseadministrerende direktør og eier
Filip Weintraub	569 812	Porteføljeforvalter og eier

VALGKOMITÉEN

Valgkomitéen består av Sigve Erland (leder), Truls Holte og Nils Martin Petersson. Deres oppgave er å foreslå kandidater til andelseiervalgte medlemmer i styret i SKAGEN AS

Godt år for andelseierne

Etter et turbulent år i 2008 har SKAGEN igjen opplevd fremgang på alle områder i 2009. Fondene ga en meget god avkastning for 2009, med sterke prestasjoner i forhold til fondenes referanseindekser. Nettotegningen i fondene var rekordhøy.

SKAGEN har hatt god vekst i antall kunder og ansatt flere medarbeidere. Nyansettelsene har særlig styrket portefølje- og kundeprosessen der det er ansatt to nye porteføljeforvaltere i forvaltningen av aksjefondene og fem nye kunderådgivere rettet mot ulike markeder.

Hva skjedde i 2009?

Anslagene for økonomisk vekst i 2009 var i 2008 kraftig nedjustert globalt og i de fleste enkeltland. 2009 ble imidlertid kontrastenes år. Etter en dårlig begynnelse i de finansielle markedene og i realøkonomien, snudde utviklingen positivt fra mars av da de negative lagerkorreksjonene stoppet opp og myndighetenes tiltakspakker begynte å få effekt.

Som alltid snur det fremtidsorienterte aksjemarkedet raskest og 2009 ble et meget godt år for de fleste aksjemarkedene i verden. Den sterke utviklingen i vekstmarkedene har bekreftet fjorårets forventninger om at potensialet for disse markedene i 2009 var stort til tross for finanskrisen, og at nøkkelen lå i vekstmarkedenes ønske om og evne til å øke sitt velstandsnivå og nærme seg vestens levestandard. Vestlige lands styringsrenter ble holdt på et lavt nivå i hele 2009.

Selv om aksjemarkedene har hatt fremgang, er den globale realøkonomien fortsatt under press, og hvorvidt oppgangen i aksjemarkedene kan stabilisere seg vil avhenge av selskaperes inntjeningsevne. SKAGEN har holdt fast ved sin investeringsfilosofi, som igjen har vist seg å være robust og gi gode resultater både under utfordringene i 2008 og i det mer optimistiske markeds klimaet i 2009.

Hva kan ventes i 2010?

SKAGEN forventer at realøkonomien følger etter oppgangen i aksjemarkedene og får en

positiv utvikling i 2010. Det forventes økt inntjening i selskapene og at dette kan gi gode muligheter for fortsatt positiv utvikling i aksjemarkedene.

Det er forventet at rentene vil holdes lave over lengre tid i de store økonomiene i verden. I mindre stater, som ikke er så hardt rammet av finanskrisen, forventes det at rentene vil stige noe. Denne utviklingen vil SKAGEN forsøke å utnytte ved investeringer i rentepapirer fra de ulike landene, der potensialet for avkastning vurderes som godt.

Forvaltningskapital

I 2009 økte forvaltningskapitalen fra 57,3 milliarder norske kroner til 94,7 milliarder norske kroner, som utgjør en økning på mer enn 65 %. Nettotegningen i aksjefondene ble 18,1 milliarder norske kroner.

Tegningsrekorden kan tilskrives flere forhold. SKAGEN hadde nesten 1 milliard norske kroner i netto tegning gjennom første kvartal til tross for fallende fondskurser. Tegningen kom hovedsakelig fra våre personkunder. Det er gledelig å se at andelseierne hadde fremtids-tro når pessimismen var på sitt høyeste vinteren 08/09. Innløsningsprosenten har vært rekordlav gjennom året. Dette betyr at alle andelseierne i SKAGEN fikk med seg store deler av verdiøkningen da fondskursene steg kraftig fra mars 2009. SKAGEN har beholdt sin posisjon som den største aksjefondsforvalteren i det norske fondsmarkedet. Det er imidlertid filialen i Sverige som var største bidragsyter på netto tegning også i 2009. Den flotte utviklingen i det nederlandske og det britiske markedet i 2008 har fortsatt i 2009.

Den store tilstrømmingen av kunder i SKAGEN Kon-Tiki de siste årene har gitt fondet skilafordeler som førte til at SKAGEN fra 1. juli

2009 reduserte det faste honoraret fra 2,5 % til 2 % pro anno.

Rentefondene hadde en netto innløsning på 2,2 milliarder norske kroner. Obligasjonsfondene opplevde uttak av midler i første halvår i etterkant av den svake avkastningen i 2008. I andre halvår har utviklingen snudd, og kundene har igjen investert i SKAGENS obligasjonsfond. Pengemarkedsfondene har hatt jevn innløsning gjennom året ettersom rekordlave renter har gitt kundene et ønske om å ta mer risiko for å oppnå høyere avkastning.

Det har ikke vært ekstraordinært store innløsninger i aksje- eller rentefondene i 2009.

Avkastning

2009 har vært et meget godt år for alle våre fond målt på både absolutt og relativ avkastning.

SKAGEN Kon-Tiki leverte et meget sterkt resultat i 2009 med 63,4 prosent avkastning mot vekstmarkedsindeksens 47,8 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 22,2 prosent.

Relativt har også SKAGEN Global levert et meget sterkt resultat med 19,2 prosentpoeng meravkastning i forhold til verdensindeksen. Absoluttavkastningen for 2009 er 26,8 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 17,0 prosent. Basert på utøvelsen av SKAGEN Globals investeringsmandat over tid og tilgjengeligheten av nye utbyttejusterte indekser, har Finanstilsynet godkjent at fondet fra 1. januar 2010 endrer referanseindeks til MSCI All Country World Index, der både industrialiserte og vekstmarkeder inngår. Dette til erstatning for MSCI World Index som har vært fondets referan-



Martin Gjelsvik,
styreleder



Barbro Johansson,
aksjonærvalgt styremedlem



Sigve Erland,
andelseiervalgt styremedlem



Anne Sophie K. Stensrud,
aksjonærvalgt varamedlem

seindeks frem til nå. Fondets investeringsmandat er uendret.

SKAGEN Vekst oppnådde en meget bra absoluttavkastning på 48,1 prosent, men endte med dette 16,7 prosentpoeng under referanseindeksen Oslo Børs. Dette må sees i sammenheng med at fondet investerer nesten halvparten av sine aksjer internasjonalt og at det globale aksjemarkedet har steget atskillig mindre enn det norske. Dersom en sammenligner absoluttavkastningen med referanseindeksen som skal innføres fra 1. januar 2010, ligger SKAGEN Vekst over referanseindeksen med 12,9 prosentpoeng. Den nye indeksen er en sammensatt indeks som er likt vektet mellom Oslo Børs hovedindeks (OSEBX) og MSCI All Country World Index og dekker det faktiske investeringsuniverset til SKAGEN Vekst bedre enn den som fondet sammenlignes med i 2009. Fondets investeringsmandat er uendret. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 17,1 prosent.

Alle våre tre aksjefond opprettholdt AAA-rating fra Standard & Poor's.

Etter et dårlig år i 2008 fikk obligasjonsfondene våre i år uttelling for sin langsiktige investeringsfilosofi. SKAGEN Tellus ga i 2009 en avkastning på 10,9 prosent målt i euro i 2009. Relativt har fondet gjort det bra og slått referanseindeksen med 10,3 prosentpoeng.

SKAGEN Avkastning ga i 2009 en avkastning på 6,7 prosent mot referanseindeksens 3,2 prosent.

SKAGEN Høyrente oppnådde 3,4 prosent avkastning, 1,0 prosentpoeng bedre enn gjennomsnittlig 3-måneders NIBOR for året og 1,2 prosentpoeng bedre enn referanseindeks. SKAGEN Høyrente Institusjon oppnådde 3,6 prosent avkastning som er 1,5 prosentpoeng bedre enn referanseindeks. SKAGEN har fått tillatelse fra Finanstilsynet til omklassifisere begge fondene til UCITS-fond fra 1. februar 2010. Dette innebærer at fondene er klassifisert innenfor et anerkjent europeisk rammeverk og dermed tilgjengelig

for flere institusjonelle kunder.

SKAGEN Krona oppnådde 1,4 prosent avkastning målt i svenske kroner i 2009 som er 1,0 prosentpoeng meravkastning i forhold til referanseindeks.

Danmark som hjemmemarked

Styret har besluttet at Danmark skal defineres som hjemmemarked for SKAGEN fra 1. januar 2010. SKAGENs målsetting er at danske kunder skal oppfatte SKAGEN som en nasjonal leverandør, og at det skal være like enkelt å bli kunde i SKAGEN for danske kunder som for norske og svenske. Det utgis derfor en egen dansk Markedsrapport, og SKAGEN har tilpasset infrastrukturen for fondshandel til det danske markedet for å nå denne målsettingen.

Opplevelsen av SKAGEN som en dansk leverandør har også blitt styrket av endringer i de danske skattereglene. Endringene innebærer at danske investorers investeringer i utenlandske verdipapirfond likestilles skattemessig med investeringer i danske verdipapirfond, og dette gir nye kundegrupper tilgang til SKAGENs fond i Danmark.

Endringer i regulering av SKAGEN

Ny hvitvaskingslov:

Innskjerping av reglene i bekjempelsen mot hvitvasking og terrorfinansiering har ført til nye regler for kundekontroll av fondssparere. Den nye loven krever at banker, fondsforvaltere og forsikringsselskaper skal kjenne sine kunder, og gjennomføre løpende kundekontroll. Legitimasjonskontroll av kunder er likevel forenklet da Bank-ID i april 2009 ble godkjent som gyldig legitimasjon i Norge.

Aktiv forvaltningskonsesjon:

SKAGEN fikk i juni 2009 godkjennelse av Finanstilsynet til å utvide sin konsesjon til å kunne yte aktiv forvaltning- og investeringsrådgivning i tillegg til forvaltning av verdipapirfond. SKAGEN har ikke benyttet aktiv forvaltningskonsesjonen i 2009, da utvidelsen er basert på et ønske om å ha flere muligheter åpne i fremtidig produktutvikling.

Kunnskapsrike kunder

En viktig målsetting for SKAGEN er å gi kundene best mulig service, oppfølging og kommunikasjon. Dette betyr at selskapets kommunikasjonskonsept hele tiden er under evaluering og utvikling. Dette året har det å utvikle og forbedre SKAGENs nettsider vært i fokus. Nettsidene er den kanalen de fleste av kundene tilegner seg informasjon om selskapet og fondene på, og SKAGEN er opptatt av å finne nye måter å komme i dialog med kundene på via nettet. Resultatet blir lansert på nyåret.

Samtidig har SKAGEN fortsatt med nettmøter med fondsforvalterne. SKAGEN er takknemlig for det engasjement som kundene har vist ved å sende inn spørsmål og kommentarer, og ved å delta i kundeundersøkelsene. Oppmøtet har også vært stort på SKAGENs informasjonsmøter. I Norge er det avholdt 103 møter med 7.300 deltakere og i Sverige 150 møter med 6.000 deltakere. I 2009 er det også avholdt 30 inspirasjonsmøter og 30 fre-dagslunsjer i Danmark med til sammen mer en 1.500 deltakere og ett møte i Nederland med mer enn 60 deltakere.

SKAGEN gjennomfører hvert år en kundeundersøkelse for å se om selskapet oppfyller målsettingen om best mulig service og oppfølging. Kundeundersøkelsen som ble gjennomført i juni 2009 viser en generell reduksjon i tilfredshet i forhold til samme undersøkelse som ble gjennomført i juni 2008. Dette kan i følge undersøkelsen knyttes til den turbulente utviklingen i aksjemarkedet i perioden mellom de to undersøkelsene. Det er imidlertid gledelig å se at kundene har høy tilfredshet med service og oppfølging fra SKAGEN relativt til konkurrentene. Samtidig er det tydeligere at opplevd kunnskapsnivå påvirker kjøpsansynlighet og tilfredshet. Kunder som oppgir å ha høy kunnskap om aksjefond, leser oftere markedsrapportene og deltar flere ganger på informasjonsmøtene til SKAGEN. SKAGEN setter pris på disse gode ambassadørene som også er villige til å være SKAGENs referanse kunder.



Jan Henrik Hatlem,
andelseiervalgt styremedlem



Tor Dagfinn Veen,
aksjonæervalgt styremedlem



Lars Erik Forsgårdh,
andelseiervalgt varamedlem



Ole Sæberg,
aksjonæervalgt varamedlem

SKAGENs medarbeidere

SKAGEN har ved utgangen av 2009 139 medarbeidere fordelt på seks kontorer i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo og Tønsberg), to kontorer i Sverige (Stockholm og Göteborg) og ett kontor i Danmark (København). På nyåret åpnes ett kontor i Storbritannia (London). SKAGENs fond markedsføres i tillegg i Finland, Nederland, Luxembourg, Storbritannia og på Island.

SKAGEN har en avlønningmodell som skal stimulere medarbeiderne til sammen å arbeide for en høyest mulig risikostyrt avkastning for kundene. Modellen underbygger samarbeid mellom alle avdelinger for å sikre at kunden får en best mulig opplevelse av SKAGEN, også i forhold til service, kompetent oppfølging og kommunikasjon. Ingen medarbeidere har sin lønn direkte knyttet til tegningsresultater. Dermed unngår selskapet uheldig intern konkurranse og salgspress, vern om egen ekspertise og dårlig utnyttelse av medarbeidernes ressurser som kan kjennetegne slike ordninger.

Medarbeidernes kompetanseutvikling er sterkt prioritert i SKAGEN. I 2009 har alle kundefrådgiverne i SKAGEN i Norge gjennomført opplæringsprogram for å forberede seg til autorisasjon for finansielle rådgivere. Flere av SKAGENs kundefrådgivere er allerede blitt autorisert som finansielle rådgivere, og alle kundefrådgivere vil bli autorisert i løpet av 2010. Ordningen stiller krav til teoretisk og praktisk kunnskap, og medarbeiderne i kun-

deposisjon skal gjennomføre eksaminasjoner overvåket av en uavhengig nemnd. I Sverige ble tilsvarende autoriseringsordning innført i 2005, og alle våre svenske rådgivere er autorisert i henhold til denne.

SKAGEN rekrutterer medarbeidere med ulik bakgrunn, og søker å oppnå en balanse mellom mannlige og kvinnelige medarbeidere. Ved utgangen av året var 54 kvinner og 85 menn ansatt i virksomheten. Kjønnene er likestilt med hensyn til arbeidsvilkår og avlønning. SKAGEN hadde i 2009 et sykefravær på 2,2 prosent.

Styret vil takke alle medarbeidere for flott innsats i 2009. Medarbeidernes kompetanse og holdninger er avgjørende for SKAGENs resultater.

Organisering

SKAGEN AS har tillatelse fra Finanstilsynet til å opptre som fondsforvaltningsselskap, og er SKAGEN-fondenes forretningsfører. Handelsbanken er SKAGENs depotmottaker og Verdipapirsentralen (VPS) fører SKAGENs andelseierregister.

Finansiell risiko

Det er ingen finansiell risiko i fondene, da de kun har kortsiktig gjeld i forbindelse med oppgjør av verdipapirer.

Markedsrisiko, kredittrisiko og likviditetsrisiko
Risikoen i verdipapirfondene oppstår som følge av markedsbevegelser, utvikling i

valuta, renter, konjunkturer og selskaps-spesifikke forhold.

I tillegg til lovpålagte krav stiller SKAGEN interne krav til bransjebalanse og likviditet i de verdipapirer fondene investerer i. Disse kravene har vært oppfylt i årets løp. SKAGEN har også utarbeidet interne rutiner for å minske risikoen for feil som kan påvirke fondene. Fordelingen av aksjeporteføljenes investeringer er et resultat av SKAGENs investeringsfilosofi, som stiller krav til selskapenes verdsetting, produkt/markedsmatrise, gjeldsgrad og verdipapirets likviditet. Likeledes fordeles rentefondenes investeringer basert på en vurdering av den enkelte utsteders kredittverdighet og de generelle økonomiske forholdene i det landet utsteder befinner seg.

Styret bekrefter at forutsetningen for fortsatt drift for forvaltningsselskapet er til stede.

Investeringsfilosofi

SKAGEN fastholder sin investeringsfilosofi og forretningsidé. SKAGEN har tro på at den beste måten å skape meravkastning for kundene – nå som før – er å ha en aktiv investeringsfilosofi der porteføljeforvalterne leter etter upopulære, underanalyserte og undervurderte selskaper. Det samme prinsippet gjelder for forvalterne av SKAGENs rentefond: Fondene skal forvaltes aktivt med grunnlag i egne analyser av markedet, utstederne og de enkelte verdipapirene.

Forslag til fordeling av fondenes overskudd:

RESULTATREGNSKAP I millioner NOK	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA (SEK)
ÅRSRESULTAT	3249	6028	9451	78	150	87	-35	6
SOM DISPONERES								
OVERFØRT TIL/FRA OPPTJENT EGENKAPITAL	3249	6028	9451	78	34	16	-48	0
AVSATT TIL UTDELING TIL ANDELSEIERNE					117	70	13	
NETTO UTDELT TIL ANDELSEIERNE I LØPET AV ÅRET								6
SUM	3249	6028	9451	78	150	87	-35	6

STAVANGER 27.01.2010

Barbro Johansson

Jan Henrik Hatlem

Martin Gjelsvik

Sigve Erland

Tor Dagfinn Veen

Anne S.K. Stensrud

Ole Sæberg

Lars-Erik Forsgårdh

Årsregnskap 2009


RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning	
	Noter	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Porteføljeginntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		40955	-8077	15698	39178	23439	41144	38042	154184
Aksjeutbytte		153361	282215	572154	616377	412629	479815	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		-111451	530088	12804	-62102	416904	421410	11912	-257297
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	3478553	-5459093	6170880	-9830709	9289755	-7425395	-2180	114708
Garanti provisjon		2158	1956	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-2429	-3436	-30613	-26665	-38422	-24924	-12	-
Valutagevinst/tap		83095	67250	-14778	253472	22225	-273696	37241	-82232
PORTEFØLJERESULTAT	5	3644242	-4589097	6726144	-9010448	10126530	-6781645	85003	-70637
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra tegning og innløsning av andeler		-	65	-	1	-	2	-	-
Forvaltningshonorarfaste	9	-80183	-86942	-238489	-238842	-433108	-414000	-6574	-11899
Forvaltningshonorar variabelt	9	-306672	-	-401803	-	-200012	-119616	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-386855	-86876	-640293	-238841	-633119	-533615	-6574	-11899
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		3257387	-4675973	6085851	-9249289	9493411	-7315260	78429	-82536
Skattekostnad	4	-8399	-12935	-57610	-68251	-41994	-47915	-	-
ÅRSRESULTAT		3248988	-4688909	6028241	-9317540	9451417	-7363175	78429	-82536
Som disponeres									
Overført til/ fra opptjent egenkapital	10	3248988	-4688909	6028241	-9317540	9451417	-7363175	78429	-82536
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		3248988	-4688909	6028241	-9317540	9451417	-7363175	78429	-82536
BALANSE									
		31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	4392260	3763500	328222	-	903093	669163	1234022	904937
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	3822862	3697317	25784496	22684886	22251605	13843815	285046	256180
Urealiserte kursgevinster/tap	8	2027533	-1451020	3215992	-2954888	6861271	-2428485	10513	12693
Opptjente renter verdipapir	8	6921	-	-	-	-	-	8945	16319
SUM VERDIPAPIRPORTFØLJE		10249576	6009796	29328710	19729999	30015969	12084494	1538527	1190129
Tilgodehavende aksjeutbytte		12000	35268	50636	77443	86465	61084	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		12000	35268	50636	77443	86465	61084	-	-
Til gode fra meglere		2833	3037	-	-	167688	70775	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	2	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		2296	2299	29563	20932	1472	198	-	-
Andre fordringer		-	-	1803	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		5129	5336	31367	20932	169160	70974	-	-
Bankinskudd	11	462250	176305	2259795	484212	3345247	175314	42915	37212
SUM EIENDELER		10728956	6226705	31670509	20312585	33616841	12391865	1581441	1227341
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	817755	718602	4446760	3674923	7026079	4207571	1262330	1042726
Overkurs	10	1428078	536431	18908370	14901109	15405164	6707105	417164	358780
INNSKUTT EGENKAPITAL		2245833	1255033	23355130	18576032	22431242	10914676	1679493	1401505
Opptjent egenkapital	10	8150154	4901166	7678511	1650270	10659565	1208148	-99861	-178289
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUM EGENKAPITAL		10395987	6156199	31033641	20226302	33090807	12122824	1579150	1222733
Gjeld									
Banktrekk		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		121	48790	67406	1821	147744	52963	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		331348	14991	474058	47324	346154	193836	1963	1671
Annengjeld		1500	6726	95404	37140	32136	22243	328	2937
SUM ANNEN GJELD		332969	70506	636868	86284	526034	269042	2291	4608
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		10728956	6226705	31670509	20312585	33616841	12391865	1581441	1227341
Antall utstedte andeler		8177547	7186025	44467597	36749226	70260786	42075710	12623296	10427255
Basiskurs per andel		1268,3147	856,5973	697,9145	550,3927	470,9718	288,3044	125,0972	117,1930
Kontantstrømoppstilling									
		2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Likvider pr 1.1.		176305	114402	484212	1994275	175314	624807	37212	-56028
Tilgang									
Nettotegning/innløsning (Inkl. tegnings- og innløsningsprovisjon) +/-		990800	-733687	4779098	998970	11516566	-388011	277988	-2334497
Netto realiserte kursgevinster/tap	+/	-111451	530088	12804	-62102	416904	421410	11912	-257297
Mottatt renter og utbytte (etterskatt)	+/	268741	326972	484851	814112	377878	174424	75271	71952
SUM TILGANG	=	1148090	123374	5276752	1750980	12311347	207823	365171	-2519842
Anvendelse									
Netto kjøp/salg av verdipapirer	+/	-754306	20183	-3427832	-2645541	-8641720	-234328	-357952	2817556
Endring i uoppgjorte poster	+/	279017	5223	566955	-376660	133425	110626	5057	97023
Utgift til drift	-	-386855	-86876	-640293	-238841	-633119	-533615	-6574	-11899
Netto utdelt til andelseierne	-	-	-	-	-	-	-	-	-289599
SUM ANVENDELSE	=	-862145	-61471	-3501169	-3261043	-9141414	-657316	-359468	2613081
LIKVIDER PR 31.12	=	462250	176305	2259795	484212	3345247	175314	42914	37212

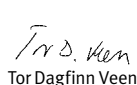
Stavanger, 27. januar 2010
Styret for SKAGEN AS


Barbjohansson


Jan Henrik Hatlem


Martin Gjelsvik


Sigve Erland


Tor Dagfinn Veen


Anne S.K. Stensrud

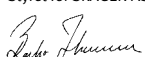

Ole Sjøberg


Lars-Erik Forsgårdh

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona*	
	Noter	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Porteføljeginntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		169933	377786	88328	153922	14440	33756	7925	16665
Gevinst/tap ved realisasjon		-1105	2761	3033	731	15036	-42866	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	-7314	10324	-1304	6374	-57909	90718	-901	1032
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-14	-	-10	-	-37	-	-37	-
Valutagevinst/tap		-	-	-	-	-2873	13780	-	-
PORTEFØLJERESULTAT	5	161 500	390 871	90 048	161 026	-31 343	95 388	6 987	17 697
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Provisjonsinntekter fra regning og innløsning av andeler		-	-	-	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorarfast	9	-11020	-14606	-3535	-3616	-3312	-5362	-845	-707
Forvaltningshonorarvariabelt	9	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-11 020	-14 606	-3 535	-3 616	-3 312	-5 362	-845	-707
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		150 479	376 264	86 512	157 410	-34 655	90 025	6 142	16 991
Skattekostnad	4	-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT		150 479	376 264	86 512	157 410	-34 655	90 025	6 142	16 991
Som disponeres									
Overført til/ fra opplytjegenkapital	10	33532	10366	16424	6855	-47682	78262	263	-4067
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	116948	365899	70089	150555	13027	11763	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	5879	21058
SUM		150 479	376 264	86 512	157 410	-34 655	90 025	6 142	16 991
BALANSE									
		31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2008
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	2763455	4067196	1462258	2432403	28447	-	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	-	-	-	-	370400	471254	305098	411937
Urealiserte kursgevinster/tap	8	1163	8477	4208	5512	-271	57638	90	991
Opplytjente renter verdipapir	8	14080	61561	7165	42904	6850	9793	472	2356
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		2 778 698	4 137 234	1 473 631	2 480 819	405 426	538 685	305 660	415 284
Opplytjente renter bank		-	2226	-	-	-	-	-	-
SUM OPPLYTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	2 226	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	5983	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	1	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	16934	-	-	-	526	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		1	16 934	-	-	5 984	526	-	-
Bankinnskudd	11	741393	578120	456133	282274	1065	10499	11970	131585
SUM EIENDELER		3 520 093	4 734 514	1 929 765	2 763 093	412 474	549 710	317 630	546 869
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	3354990	4326697	1858232	2565199	380047	474616	313926	538085
Overkurs	10	30767	-44312	-3369	10390	13014	13891	1923	11703
INNSKUTT EGENKAPITAL		3 385 757	4 282 385	1 854 863	2 575 589	393 060	488 507	315 850	549 788
Opplytjegenkapital	10	4397	7275	3798	6422	-328	48351	1579	-3184
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		116986	369447	70327	150252	13015	11753	-	-
SUM EGENKAPITAL		3 507 139	4 659 108	1 928 988	2 732 262	405 748	548 611	317 429	546 604
Gjeld									
Banktrekk		-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		-	72298	-	29844	5732	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		2479	3108	777	986	785	1100	201	265
Annengjeld		10474	-	-	-	210	-	-	-
SUM ANNENGJELD		12 953	75 406	777	30 830	6 726	1 100	201	265
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		3 520 093	4 734 514	1 929 765	2 763 093	412 474	549 710	317 630	546 869
Antall utstedte andeler		33549896	43266971	18582318	25651986	3800466	4746160	3139264	5380851
Basiskurs per andel		104,5408	107,6860	103,8057	106,5054	106,7901	115,9369	101,1153	101,5832
Kontantstrømoppstilling									
		2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Likvider pr 1.1.		578 120	569 516	282 274	79 097	10 499	48 515	131 585	25 240
Tilgang									
Nettotegnning/innløsning (Inkl. tegnings- og innløsningsprovisjon) +/-		-980484	-76849	-708180	1137577	-95825	-374156	-229438	339600
Netto realiserte kursgevinster/tap	+/-	-1105	2764	3033	731	15036	-42866	-	-
Mottatt renter og utbytte (etterskatt)	+/-	169919	377786	88318	153922	11531	47536	7889	16665
SUM TILGANG	=	-811 670	303 698	-616 829	1 292 229	-69 259	-369 486	-221 549	356 265
Anvendelse									
Netto kjøp/salg av verdipapirer	+/-	1303741	-101004	970145	-1026166	72407	389224	106838	-226846
Endring i uoppgjorte poster	+/-	4186	22082	5685	4089	3112	-23498	1820	-1311
Utgifter til driften	-	-11020	-14606	-3535	-3616	-3312	-5362	-845	-707
Netto utdelt til andelseierne	-	-321964	-201566	-181607	-63360	-12383	-28894	-5879	-21058
SUM ANVENDELSE	=	974 943	-295 094	790 688	-1 089 052	59 824	331 470	101 934	-249 921
LIKVIDER PR 31.12	=	741 393	578 120	456 133	282 274	1 065	10 499	11 970	131 585

* angitt i hele tusen SEK

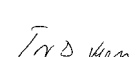
Stavanger, 27. januar 2010
Styret for SKAGEN AS


Barbo Johansson


Jan Henrik Hatlem


Martin Gjelsvik


Sigve Erland


Tor Dagfinn Veen


Anne S.K. Stensrud


Ole Sjøberg


Lars-Erik Forsgårdh

Generelle noter

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

Alle tall oppgis i hele tusen om ikke annet er angitt.

Finansielle instrumenter:

Alle finansielle instrumenter, som aksjer, obligasjoner og sertifikater, vurderes til virkelig verdi (markedsverdi).

Fastsattelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2009.

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker-kurser" prises til enhver tid mot gjeldende yield-kurve. Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verddivurderinger foretatt av meglerforbindelser og interne verddivurderinger.

Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2009.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:

Alle utdelinger til andelseierne i rentefond behandles som overskuddsdisponeringer iht. forskrift om årsregnskap for verdipapirfond. Utdeling fra rentefond regnskapsføres ved at reinvesteringer føres som nye andeler i fondet i regnskapsåret.

Tilordning anskaffelseskost:

For aksjefondene er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realiserede kursgevinster/-tap ved salg av aksjer. For rentefondene benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realiserede kursgevinster/-tap ved salg.

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

Fondene har ikke hatt beholdning av finansielle derivater gjennom året.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Balansen i fondenes årsregnskap gjenspeiler fondenes markedsverdi pr siste børsdag i året målt i norske kroner. Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs- og valutakursrisiko.

Rentefondene er eksponert for renterisiko, kredittrisiko og valutarisiko i de tilfeller fondene investerer i annen valuta enn NOK.

NOTE 4: SKATTEBEREGNING

Aksjefond:

Aksjefond er i utgangspunktet fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EØS i utgangspunktet skattefrie. Med virkning fra 7. oktober

2008 behandles imidlertid 3 % av realiserede gevinster fra selskaper skattemessig hjemmehørende innenfor EØS og utbytter mottatt fra tilsvarende selskaper som skattepliktige. Utbytter mottatt fra selskaper utenfor EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper. Faktisk skattekostnad for årene 2009 og 2008 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

Rentefond:

Rentefond er skattepliktig med 28 % av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valuta-gevinster/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 5: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir ikke belastet med depotomkostninger, med unntatt av transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 6: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på handelsvolumets størrelse justert for tegning og innløsning av andeler. Omløpshastigheten er beregnet som det minste av henholdsvis samlet kjøp og samlet salg av verdipapirer i porteføljen i løpet av året, delt på gjennomsnittlig forvaltningskapital i løpet av året.

Omløpshastighet for 2009:

SKAGEN Vekst	14,27%
SKAGEN Global	30,80%
SKAGEN Kon Tiki	14,19%
SKAGEN Avkastning	54,54%
SKAGEN Høyrente	134,02%
SKAGEN Høyrente Institusjon	79,36%
SKAGEN Tellus	195,29%
SKAGEN Krona	333,15%

NOTE 7: TEGNINGSPROVISJON

Aksjefond (angitt i hele kroner)

Tegningsprovisjon i alle aksjefond ble fjernet f.o.m 10. september 2008.

Frem til denne dato var satsene som følger:

Tegningsprovisjon:	% av innskuddet
kr 0–499 999	0,7 %
kr 500 000–999 999	0,5 %
kr 1 000 000–4 999 999	0,2 %
kr 5 000 000–	0,0 %

Innløsningsprovisjon:	% av salgsbeløpet
	0,0 %

0,0 % av ovennevnte provisjoner godskrives fondet ved både kjøp og salg.

Rentefond

Ingen tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 8: SE SIDENE 52 – 64

SKAGEN Vekst Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 % p.a. av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av avkastning utover 6 % p.a.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2009	718602	536431	4901166	6156199
Utstedelse av andeler	267665	2448985		2716650
Innløsning av andeler	-168513	-1557337		-1725850
Årsresultat			3248988	3248988
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	817754	1428079	8150154	10395987

NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
	3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44

SKAGEN Global Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 % p.a. av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn MSCI World Index Daily Traded Net TR \$ (i norske kroner) målt i prosent.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2009	3674923	14901109	1650270	20226302
Utstedelse av andeler	1553635	7831941		9385576
Innløsning av andeler	-781798	-3824681		-4606479
Årsresultat			6028241	6028241
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	4446760	18908370	7678511	31033641

SKAGEN Kon-Tiki Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjorde 2,5 % p.a. av den daglige forvaltningskapital til og med 30. juni 2009. Fra 1. juli 2009 utgjør det faste honoraret 2 % p.a.

Variabelt forvaltningshonorar har for hele perioden blitt beregnet som: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn vekstmarkedsindeksen, MSCI Emerging Markets Index (i norske kroner) målt i prosent. Dog begrenset oppad og nedad slik at samlet forvaltningshonorar ikke kan overstige 4 % p.a. og ikke bli lavere enn 1 % p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2009	4207571	6707105	1208148	12122824
Utstedelse av andeler	4160212	12212947		16373160
Innløsning av andeler	-1341705	-3514889		-4856594
Årsresultat			9451417	9451417
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	7026079	15405164	10659565	33090807

NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp per 1. januar:

	2003	2004	2005	2006
	3,26	1,80	-0,11	0,00

SKAGEN Høyrente Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,25 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2009	4 326 697	-44 312	7 275	369 447	4 659 108
Utstedelseavandeler	3 759 579	38 447	67 468		3 865 494
Innløsingavandeler	-4 731 286	-47 224	-103 877		-4 882 387
Reinvestertforandelseierne				-285 554	-285 554
Avsatttilreinvesteringforandelseierne				116 948	116 948
Korreksjonavtidligereårsreinvesteringforandelseierne		83 855		-83 855	-
Årsresultatetter utdelingtilandelseierne			33 532		33 532
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	3 354 990	30 767	4 397	116 986	3 507 140

NOTE 11. BANKINNSKUDD

	2009-12-31	2008-12-31
Bundnettermininnskudd	-	250 000

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,15 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2009	2 565 199	10 390	6 422	150 252	2 732 262
Utstedelseavandeler	973 499	1 631	18 281		993 411
Innløsingavandeler	-1 680 466	-2 845	-37 328		-1 720 638
Reinvestertforandelseierne				-162 559	-162 559
Avsatttilreinvesteringforandelseierne				70 089	70 089
Korreksjonavtidligereårsreinvesteringforandelseierne		-12 546			-12 546
Årsresultatetter utdelingtilandelseierne			16 424	12 546	16 424
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	1 858 232	-3 369	3 799	70 327	1 928 988

SKAGEN Avkastning Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2008	1 042 726	358 780	-178 289	-483	1 222 733
Utstedelseavandeler	658 228	152 581			810 809
Innløsingavandeler	-438 724	-94 197			-532 921
Reinvestertforandelseierne					-
Avsatttilreinvesteringforandelseierne					-
Korreksjonavtidligereårsreinvesteringforandelseierne					-
Årsresultatetter utbetalingtilandelseierne			78 429		78 429
EGENKAPITAL PR 31.12.2008	1 262 230	417 164	-99 860	-483	1 579 051

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasiikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.09 trekk på USD, HUF, TRY, MXN og ZAR bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene.

SKAGEN Tellus Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,8 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR1.1.2009	474 616	13 891	48 351	11 753	548 611
Utstedelseavandeler	140 211	4 314	6 669		151 195
Innløsingavandeler	-234 781	-5 569	-7 666		-248 016
Reinvestertforandelseierne				-11 386	-11 386
Avsatttilreinvesteringforandelseierne				13 027	13 027
Korreksjonavtidligereårsreinvesteringforandelseierne		378		-378	-
Årsresultatetter utdelingtilandelseierne			-47 682		-47 682
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	380 047	13 014	-327	13 015	405 748

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Tellus har euro som basisvaluta. Fondet benytter ikke valutasiikringsinstrumenter mot verken euro eller norske kroner, men har pr 31.12.09 trekk på HUF og TRY bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene.

SKAGEN Krona Note 9 og 10 (alle tall i hele tusen SEK)

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Forvaltningshonoraret utgjør 0,2 % p.a. av den daglige forvaltningskapital.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITALPRO1.01.2009	538 085	11 703	-3 184	546 604
Utstedelseavandeler	258 671	3 086	3 372	265 129
Innløsingavandeler	-488 645	-5 866	-5 935	-500 446
Reinvestertforandelseierne	5816	64		5 879
Korreksjonavtidligereårsreinvesteringforandelseierne		-7 064	7 064	
Årsresultat			263	263
EGENKAPITAL PR 31.12.2009	313 926	1 923	1 580	317 429

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensivekonsumvarer									
ChiquitaBrandsIntl	1 130 000	92 492 887	18,08	USD	117 665 314	25 172 427	1,13 %	2,52 %	New York
CermaqASA	1 300 000	43 832 432	56,00	NOK	72 800 000	28 967 568	0,70 %	1,41 %	Oslo
CharoenPokphandFoodsPlc	29 176 700	23 828 768	11,40	THB	57 584 862	33 756 094	0,55 %	0,39 %	Bangkok
YazicilarHoldingAS	750 000	25 622 446	9,65	TRY	27 868 442	2 245 997	0,27 %	0,47 %	Istanbul
Småposter ¹⁾		237 019 476			172 441 469	-64 656 911	1,66 %		
Sumdefensivekonsumvarer		422 796 009			448 360 087	25 485 175	4,32 %		
Medisin									
PfizerInc	900 000	118 811 875	18,50	USD	95 892 762	-22 919 114	0,92 %	0,01 %	New York
ClavisPharmaASA	1 480 000	48 398 069	53,75	NOK	79 550 000	31 151 931	0,77 %	5,93 %	Oslo
PhotocureASA	900 000	35 803 982	45,10	NOK	40 590 000	4 786 018	0,39 %	4,07 %	Oslo
Medi-StimASA	1 710 000	21 366 512	22,50	NOK	38 475 000	17 108 488	0,37 %	9,07 %	Oslo
Axis-ShieldPlc	989 400	25 036 220	37,00	NOK	36 607 800	11 571 580	0,35 %	3,55 %	Oslo
Axis-ShieldPlcGBP	775 000	26 613 121	3,91	GBP	28 264 657	1 651 536	0,27 %	3,55 %	London
Småposter ¹⁾		166 487 924			142 610 958	-23 876 966	1,37 %		
Summedisin		442 517 704			461 991 177	19 473 473	4,45 %		
Bankogfinans									
NorwegianPropertyASA	16 000 000	146 768 335	13,50	NOK	216 000 000	69 231 665	2,08 %	3,53 %	Oslo
OlavThonEiendomsselskapASA	180 000	33 812 469	770,00	NOK	138 600 000	104 787 531	1,33 %	1,69 %	Oslo
HannoverRueckversicherungAG	435 000	87 663 487	32,71	EUR	118 156 726	30 493 238	1,14 %	0,36 %	Frankfurt
KinnevikInvestmentAB-B	1 000 000	38 762 757	107,00	SEK	86 611 624	47 848 867	0,83 %	0,47 %	Stockholm
HaciOmerSabanciHoldingAS	3 694 444	57 428 712	5,70	TRY	81 086 408	23 657 696	0,78 %	0,19 %	Istanbul
ImarexASA	1 008 700	64 690 352	57,00	NOK	57 495 900	-7 194 452	0,55 %	6,68 %	Oslo
AarealBankAG	500 000	76 524 942	13,26	EUR	55 055 686	-21 469 256	0,53 %	1,17 %	Frankfurt
SparebankenØst	1 480 400	26 007 712	33,20	NOK	49 149 280	23 141 568	0,47 %	7,14 %	Oslo
KoreanReinsuranceCo	933 425	11 484 648	9 860	KRW	45 833 781	34 349 133	0,44 %	0,82 %	Seoul
HitecvisionAS	740 000	3 977 958	60,00	NOK	44 400 000	40 422 042	0,43 %	4,02 %	Unotert
Sparebank1SR-Bank	590 917	27 849 948	50,00	NOK	29 545 850	1 695 902	0,28 %	0,49 %	Oslo
Småposter ¹⁾		232 132 532			180 322 648	-51 939 578	1,74 %		
Sumbankogfinans		807 103 853			1 102 257 902	295 024 356	10,61 %		
Informasjonsteknologi									
SamsungElectronicsCoLtdPrefGDR	135 332	107 007 863	223,00	USD	173 810 877	66 803 014	1,67 %	0,30 %	London Int.
SamsungElectronicsCoLtdGDR	53 500	21 092 161	344,75	USD	106 225 711	85 133 550	1,02 %	0,02 %	London Int.
Q-freeASA	3 000 000	41 112 468	21,60	NOK	64 800 000	23 687 532	0,62 %	5,56 %	Oslo
EltekASA	19 000 000	102 369 562	3,22	NOK	61 180 000	-41 189 562	0,59 %	5,77 %	Oslo
KyoceraCorp	120 000	86 707 798	8 170	JPY	61 172 274	-25 535 525	0,59 %	0,06 %	Tokyo
SamsungSDCoLtd	51 320	21 573 100	148 500	KRW	37 952 680	16 379 580	0,37 %	0,11 %	Seoul
ProactITGroupAB	468 000	15 542 932	73,75	SEK	27 938 320	12 395 388	0,27 %	4,81 %	Stockholm
Småposter ¹⁾		164 925 810			98 804 120	-66 188 808	0,95 %		
Suminformasjonsteknologi		560 331 694			631 883 980	71 485 169	6,08 %		
Telekom									
TelenorASA	2 930 000	116 756 105	81,05	NOK	237 476 500	120 720 395	2,29 %	0,18 %	Oslo
SistemaJsfcGDR	650 000	18 978 121	21,49	USD	80 449 132	61 471 011	0,77 %	0,14 %	London Int.
MobileTelesystemsADR	250 000	38 672 457	48,97	USD	70 508 537	31 836 079	0,68 %	0,06 %	New York
VimpelcomADR	650 000	27 328 185	18,64	USD	69 779 982	42 451 797	0,67 %	0,06 %	New York
TelekomunikasiIndonesiaTbkADR	290 000	16 154 144	40,22	USD	67 175 615	51 021 471	0,65 %	0,06 %	New York
TotalAccessTelecommunicationPct	8 560 000	7 587 439	35,75	THB	52 980 631	45 393 192	0,51 %	0,36 %	Singapore
PTIndosatTbkADR	200 000	33 264 730	25,12	USD	28 934 849	-4 329 881	0,28 %	0,18 %	New York
Småposter ¹⁾		7 842 206			2 398 183	-5 444 023	0,02 %		
Sumtelekom		266 583 386			609 703 428	343 120 041	5,87 %		
Nyttjenester									
CentraisEletricasBrasileirasSA PrefB	2 234 800	90 179 609	31,72	BRL	234 589 962	144 410 353	2,26 %	0,98 %	Sao Paulo
CentraisEletricasBrasileirasSACommon	250 000	20 482 543	36,34	BRL	30 065 090	9 582 548	0,29 %	0,03 %	Sao Paulo
Småposter ¹⁾		2 174 091			1 332 856	-841 235	0,01 %		
Sumnyttjenester		112 836 243			265 987 908	153 151 665	2,56 %		
SUMVERDIPAPIRPORTEFØLJE²⁾		8 215 122 476			10 249 576 394	2 027 532 920	98,67 %		

Basiskurs pr 31.12.2009

1 268,3147

¹⁾ Ved henvendelse til forvaltningsselskapet SKAGEN AS kan man få tilsendt pre-postoversikt over hvilke selskaper som inngår i porteføljen.

²⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2009 henvises til balansen.

SKAGEN Global

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
PrideInternationalInc	5 901 799	976 488 885	31,91	USD	1 091 163 197	114 674 311	3,51 %	3,38 %	New York
NaborsIndustriesLtd	2 562 179	406 062 589	21,89	USD	324 962 854	-81 099 736	1,05 %	0,90 %	New York
TransoceanLtd	634 300	304 787 037	82,80	USD	304 301 112	-485 925	0,98 %	0,20 %	New York
MarinerEnergyInc	4 205 271	381 116 461	11,61	USD	282 881 599	-98 234 861	0,91 %	4,13 %	New York
BPPlc	4 331 684	232 927 367	6,00	GBP	243 098 438	10 171 070	0,78 %	0,02 %	London
KazmunaigasExploration-GDR	1 135 324	158 038 047	24,90	USD	163 793 875	5 755 827	0,53 %	0,27 %	London Int.
BPPlcADR	455 760	177 897 803	57,97	USD	153 079 839	-24 817 963	0,49 %	0,01 %	New York
Sum energi		2 637 318 190			2 563 280 913	-74 037 276	8,24 %		
Råvarer									
SvenskaCellulosaAB-B	5 507 313	430 353 330	95,45	SEK	426 057 987	-4 295 343	1,37 %	0,91 %	Stockholm
Mayr-MelnhofKartonAG	494 298	219540928	72,00	EUR	295486797	75945869	0,95 %	2,25 %	Wien
GrupoMexicoSabDeCv	21 722 206	125 009 302	30,01	MXN	289 240 665	164 231 363	0,93 %	0,28 %	Mexico
TerniumSAADR	1 309 539	181 971 011	35,42	USD	268 748 151	86 777 139	0,86 %	0,65 %	New York
HarmonyGoldMiningADR	4 134 989	281 133 667	10,17	USD	243 654 144	-37 479 523	0,78 %	0,97 %	New York
CliffsNaturalResourcesInc	769 375	126 613 586	46,09	USD	205 458 101	78 844 515	0,66 %	0,59 %	New York
KWSaAG	153 035	100 374 311	119,50	EUR	151 836 227	51 461 916	0,49 %	2,32 %	Frankfurt
ValeSASpansADR	1 051 027	68 144 588	24,82	USD	151 145 124	83 000 536	0,49 %	0,05 %	New York
FibraCeluloseSAADR	1 109 813	113 362 689	22,84	USD	146 867 092	33 504 403	0,47 %	0,24 %	New York
BuzziUnicemSpa-Rsp	1 223 460	74 448 474	7,23	EUR	73 492 842	-955 632	0,24 %	3,01 %	Brsaltaliana
ItalcementiSpa-Rsp	1 626 646	78 253 775	5,09	EUR	68 742 855	-9 510 920	0,22 %	1,54 %	Brsaltaliana
AsiaPulp&PaperCoLtdADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 018	-4 560 275	0,00 %	0,03 %	
Sum råvarer		1 803 770 954			2 320 735 003	516 964 048	7,46 %		
Kapitalvarer, service og transport									
BungeLtd	3 382 296	1 089 911 486	63,83	USD	1 250 877 980	160 966 493	4,02 %	2,52 %	New York
TycoInternationalLtd	5 909 645	1 176 379 707	35,68	USD	1 221 700 438	45 320 731	3,93 %	1,24 %	New York
LG Corp	2 675 959	572 812 592	72,600	KRW	971 654 815	398 842 223	3,12 %	1,55 %	Seoul
Agco Corp	1 885 005	306 289 577	32,34	USD	353 208 391	46 918 814	1,14 %	2,04 %	New York
RandstadHoldingNV	1 206 032	287 773 856	34,90	EUR	349 462 829	61 688 974	1,12 %	0,71 %	Amsterdam
KoneOyj-B	1 401 315	159 567 902	29,96	EUR	348 573 454	189 005 553	1,12 %	0,64 %	Helsinki
SiemensAG	640 419	385 940 945	64,21	EUR	341 415 795	-44 525 151	1,10 %	0,07 %	Frankfurt
Baywa-BayerischeWarenvermitAG	1 494 282	448 505 169	25,16	EUR	312 147 551	-136 357 617	1,00 %	4,58 %	Frankfurt
TycoElectronicsLtd	1 963 659	309 775 209	24,55	USD	279 316 158	-30 459 051	0,90 %	0,43 %	New York
FinnairOyj	4 952 377	268 974 302	3,75	EUR	154 191 948	-114 782 354	0,50 %	3,86 %	Helsinki
Stolt-Nielsen SA	1 776 791	328 222 337	80,25	NOK	142 587 478	-185 634 859	0,46 %	2,77 %	Oslo
EnkaInsaatVeSanayiAS	3 814 986	56 363 511	6,90	TRY	101 858 409	45 494 898	0,33 %	0,21 %	Istanbul
WienerbergerAG	760 197	77 732 702	12,78	EUR	80 662 882	2 930 180	0,26 %	0,65 %	Wien
CMB CieMaritimeBelgeSA	435 787	24 541 793	20,80	EUR	75 258 288	50 716 495	0,24 %	1,25 %	Brussel
AirFrance-KLMkonv04/154.97%	513 152	54 597 628	1,520	EUR	64 856 209	10 258 581	0,21 %	-	Paris
AirFrance-KLM	621 369	89 862 063	11,00	EUR	56 749 103	-33 112 961	0,18 %	0,21 %	Amsterdam
BucherIndustriesAG	53 826	13 272 477	112,30	CHF	33 850 095	20 577 618	0,11 %	0,51 %	Zürich
Sum kapitalvarer, service og transport		5 650 523 256			6 138 371 825	487 848 567	19,74 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Toyota Industries Corp	2 570 650	403 589 333	2,755	JPY	440 829 480	37 240 147	1,42 %	0,79 %	Tokyo
Comcast Corp	4 677 831	4 277 159 902	16,01	USD	4 339 246 799	62 087 777	1,40 %	0,60 %	NASDAQ
Metro AG	963 839	303 117 810	42,57	EUR	340 662 929	37 545 119	1,10 %	0,30 %	Frankfurt
Reed Elsevier NV	4 420 986	287 941 822	8,60	EUR	315 707 441	27 765 618	1,02 %	0,61 %	Amsterdam
Renault SA	1 027 866	306 367 515	36,20	EUR	308 931 222	2 563 706	0,99 %	0,36 %	Paris
Michelin (CGDE)-B	691 039	250 804 231	53,58	EUR	307 412 836	56 608 605	0,99 %	0,47 %	Paris
LG Electronics Inc Pref	916 588	251 942 344	50,000	KRW	229 213 453	-22 728 891	0,74 %	5,33 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	607 657	147 098 389	37,35	HKD	169 652 545	22 554 156	0,55 %	1,39 %	Hong Kong
Comcast Corp	1 592 200	184 839 415	16,86	USD	155 536 987	-29 302 429	0,50 %	0,08 %	NASDAQ
Shangri-La Asia Ltd	7 462 230	65 781 273	14,60	HKD	81 439 047	15 657 774	0,26 %	0,26 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	585 000	20 732 338	23,23	USD	78 737 853	58 005 515	0,25 %	0,21 %	London Int.
Independent News & Media Plc	28 690 960	183 475 667	0,13	EUR	30 967 430	-152 508 237	0,10 %	0,82 %	London
Mahindra & Mahindra Ltd	67 000	5 776 564	1081	INR	90 159 910	3 239 346	0,03 %	0,02 %	National India
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	35,40	HUF	5 714 918	-516 358	0,02 %	0,63 %	Budapest
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 845 413 881			2 907 746 729	62 332 848	9,35 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensive konsumvarer									
NestleSA	3 219 651	769 289 595	50,20	CHF	905 108 289	135 818 694	2,91%	0,09%	Zürich
ParmalatSpa	4 694 509	754 080 871	1,95	EUR	761 218 257	7 137 386	2,45%	2,76%	Brsaltaliana
KraftFoodsInc-classA	1 941 871	299 837 330	27,18	USD	305 807 632	5 970 301	0,98%	0,13%	NewYork
CharoenPokphandFoodsPlc	14 908 420	116 142 903	11,40	THB	294 610 207	178 467 304	0,95%	1,98%	Bangkok
YazicilarHoldingAS	3 965 257	95 714 287	9,60	TRY	147 298 195	51 583 908	0,47%	2,48%	Istanbul
UnitedIntlEnterprises	173 474	25 625 272	430,00	DKK	83 246 703	57 621 431	0,27%	3,37%	København
RaisioPlc	2 287 300	43 100 781	2,66	EUR	50 515 133	7 414 351	0,16%	1,75%	Helsinki
RoyalUnibrewA/S	185 890	39 944 444	139,00	DKK	288 360 000	-11 108 443	0,09%	1,66%	København
LannenTehtaaoYyj	214 350	23 744 846	15,65	EUR	27 851 883	4 107 037	0,09%	3,39%	Helsinki
Sum defensive konsumvarer		2 167 480 330			2 604 492 299	437 011 969	8,38%		
Medisin									
PfizerInc	10 499 621	1 234 652 935	18,19	USD	1 106 585 086	-128 067 849	3,56%	0,13%	NewYork
RichterGedeonNyrt	346 407	324 467 104	42 900	HUF	456 599 933	132 132 829	1,47%	1,86%	Budapest
FreseniusSE	908 035	259 364 149	43,45	EUR	327 573 756	68 209 607	1,05%	1,13%	Xetra
EisaiCoLtd	571 200	126 644 171	34,20	JPY	121 596 306	-504 786 666	0,39%	0,19%	Tokyo
KalbeFarmaPt	11 080 785	60 982 473	13,00	IDR	88 158 725	27 176 253	0,28%	1,09%	Jakarta
BiovitrumAB	1 355 591	22 701 348	27,80	SEK	30 544 041	7 842 693	0,10%	0,90%	Stockholm
NeurosearchA/S	202 142	33 888 595	77,00	DKK	17 370 466	-16 518 129	0,06%	0,83%	København
Sum medisin		2 062 700 775			2 148 428 313	85 727 538	6,91%		
Bankogfinans									
CheungKongHoldingsLtd	11 118 027	838 615 352	100,30	HKD	833 565 736	-504 961 616	2,68%	0,48%	HongKong
BancoDoEstadoRioGrandeDoSulPref	10 110 923	164 299 979	14,70	BRL	497 912 403	333 612 424	1,60%	5,05%	SaoPaulo
BankofNewYorkMellonCorp	2 803 103	496 831 369	27,97	USD	454 265 771	-42 565 598	1,46%	0,23%	NewYork
HannoverRueckversicherungAG	1 416 101	285 504 307	32,71	EUR	384 584 259	990 799 511	1,24%	1,17%	Frankfurt
OsakaSecuritiesExchangeCo	10 504	200 011 496	443 000	JPY	289 643 986	89 632 490	0,93%	3,89%	Tokyo
KinnevikInvestmentAB-B	31 289 910	146 568 557	107,00	SEK	271 350 026	124 781 469	0,87%	1,48%	Stockholm
AsyaKatilimBankasiAS	20 166 668	171 899 456	3,46	TRY	270 000 830	98 101 373	0,87%	2,24%	Istanbul
AlbarakaTurkKatilimBankasiAS	22 090 166	255 975 320	2,21	TRY	188 906 153	-67 069 167	0,61%	4,10%	Istanbul
JapanSecuritiesFinanceCo	4 077 075	239 480 227	714,00	JPY	181 197 828	-58 282 399	0,58%	4,35%	Tokyo
HaciOmerSabanciHoldingAS	7 997 588	136 129 311	5,75	TRY	177 943 334	41 814 023	0,57%	0,42%	Istanbul
SocieteFonciere,FinanciereetdeParticipations (FFP)	359 150	161 004 270	44,76	EUR	133 469 698	-27 534 572	0,43%	1,43%	Paris
IrsaSAGDR	2 209 671	184 543 875	9,47	USD	121 242 836	-63 301 040	0,39%	3,82%	NewYork
AberdeenAssetManagementPlc	9 591 015	77 577 677	1,34	GBP	120 210 809	42 633 132	0,39%	0,95%	London
TagTegernseeImmobilienAG	1 314 100	97 204 637	4,50	EUR	49 097 306	-48 107 332	0,16%	4,04%	Frankfurt
ShuaaCapital	9 881 759	21 922 916	1,48	AED	23 064 201	1 141 284	0,07%	0,93%	DFM
AberdeenAssetManagementPlcPref	557	664 8625	14,20	GBP	7 398 057	749 432	0,02%	0,74%	London
Sum bankogfinans		3 484 217 376			4 003 853 232	519 635 856	12,88%		
Informasjonsteknologi									
SamsungElectronicsCoLtdPref	693 203	1 552 285 097	525 000	KRW	1 820 185 576	267 900 479	5,85%	3,04%	Seoul
KyoceraCorp	1 553 700	816 692 325	81,70	JPY	790 124 081	-26 568 244	2,54%	0,81%	Tokyo
AmdocsLtd	4 018 830	617 597 344	28,53	USD	664 323 932	46 726 588	2,14%	1,96%	NewYork
SamsungElectronicsCoLtdGDR	1 239 939	105 503 791	350,00	USD	251 335 898	145 832 107	0,81%	0,04%	LondonInt.
SamsungElectronicsCoLtdPrefGDR	146 978	148 488 210	222,25	USD	189 265 996	40 777 785	0,61%	0,32%	LondonInt.
KyoceraCorpADR	66 354	48 871 983	88,31	USD	33 951 228	-14 920 755	0,11%	0,03%	NewYork
TravelskyTechnologyLtd	5 292 000	16 883 793	7,83	HKD	30 973 679	14 089 886	0,10%	0,85%	HongKong
ProactITGroupAB	205 370	7 950 624	73,75	SEK	12 275 863	4 325 240	0,04%	2,11%	Stockholm
Sum informasjonsteknologi		3 314 273 167			3 792 436 253	478 163 086	12,20%		
Telekom									
BhartiAirtelLtd	9 222 031	388 239 763	329,75	INR	378 600 108	-9 639 655	1,22%	0,24%	NationalIndia
TotalAccessTelecommunicationPcl	4 967 450	153 544 211	35,75	THB	307 837 037	154 292 826	0,99%	2,10%	Singapore
MagyarTelekomPlc	11 184 677	312 863 769	732,00	HUF	251 551 215	-61 312 554	0,81%	1,07%	Budapest
PTIndosatTbkADR	703 107	103 833 431	25,11	USD	102 293 167	-1 540 264	0,33%	0,65%	NewYork
TelekomunikasiIndonesiaTbkADR	4 229 988	29 479 454	39,95	USD	97 909 159	68 429 705	0,31%	0,08%	NewYork
TotalAccessTelecommunicationPclNvdr	6 617 400	399 304 888	35,75	THB	410 085 888	107 810	0,01%	0,03%	Bangkok
Sum telekom		991 953 677			1 142 291 544	150 337 867	3,67%		
Nyttetjenester									
CentraisEletricasBrasileirasSAPrefB	9 499 702	525 928 420	31,72	BRL	1 009 457 334	483 528 914	3,25%	4,18%	SaoPaulo
CentraisEletricasBrasileirasSACommon	3 272 482	294 642 954	36,34	BRL	398 388 686	103 745 732	1,28%	0,36%	SaoPaulo
CalpineCorp	4 694 955	334 495 452	11,00	USD	299 228 262	-35 267 190	0,96%	1,06%	NewYork
Sum nyttetjenester		1 155 066 826			1 707 074 282	552 007 456	5,49%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		26 112 718 432			29 328 710 393	3 215 991 961	94,33%		

Basiskurs pr 31.12.2009

697,9145

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2009 henvises til balansen.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Pride International Inc	7 140 000	1 224 967 812	31,91	USD	1 320 089 896	95 122 084	3,99 %	4,09 %	New York
Seadrill Ltd	4 674 100	329 241 738	148,00	NOK	691 766 800	362 525 062	2,09 %	1,17 %	Oslo
OGX Petroleum Gas Participacoes SA	9 730 000	188 504 112	17,10	BRL	557 383 050	368 878 938	1,69 %	0,30 %	Sao Paulo
Tullow Oil Plc	3 084 900	173 166 630	13,05	GBP	376 552 689	203 386 059	1,14 %	0,38 %	London
Petroleo Brasileiro Pref AD R	1 131 500	133 163 760	42,39	USD	277 905 067	144 741 307	0,84 %	0,06 %	New York
Indo Tambora Raya Megah Pt	9 377 500	134 507 808	31 800	IDR	182 616 857	48 109 049	0,55 %	0,83 %	Indonesia
Deep Sea Supply Plc	11 096 000	109 900 200	7,79	NOK	86 437 840	-23 462 360	0,26 %	8,54 %	Oslo
Golar LNG Energy Ltd	4 500 000	54 810 000	11,00	NOK	49 500 000	-5 310 000	0,15 %	1,97 %	Oslo
Seawell Ltd	2 031 269	35 912 833	15,50	NOK	31 484 669	-4 428 163	0,10 %	1,85 %	Unotert
Awilco Drilling Ltd	339 000	9 776 778	5,00	USD	9 820 830	44 052	0,03 %	3,08 %	Unotert
Golar LNG Energy Ltd Warrant	900 000	-	1,96	NOK	1 764 000	1 764 000	0,01 %	7,50 %	Unotert
Sum energi		2 393 951 672			3 585 321 698	1 191 370 026	10,85 %		
Råvarer									
Vale SA Spons AD R	5 306 711	390 965 895	24,82	USD	763 142 613	372 176 718	2,31 %	0,25 %	New York
First Quantum Minerals Ltd	1 000 000	380 815 048	80,26	CAD	443 436 500	62 621 452	1,34 %	1,27 %	Toronto
Equinox Minerals Ltd	10 000 000	212 201 659	4,09	CAD	225 972 500	13 770 841	0,68 %	1,42 %	Toronto
Asia Cement China Holdings Corp	46 742 500	172 551 676	4,65	HKD	162 471 087	-10 080 589	0,49 %	3,00 %	Hong Kong
Drudgold Ltd AD R	3 745 997	207 630 246	6,84	USD	148 457 457	-59 172 789	0,45 %	9,91 %	NASDAQ
Aquarius Platinum Ltd	2 687 272	45 066 501	4,07	GBP	102 301 073	57 234 571	0,31 %	0,58 %	London
PT Indah Kiat Pulp & Paper Corp Tbk	51 504 500	50 406 871	1 740	IDR	54 880 884	4 474 013	0,17 %	0,94 %	Jakarta
Northland Resources Inc	3 302 000	65 449 537	9,32	NOK	30 774 640	-34 674 897	0,09 %	4,02 %	Oslo
Sum råvarer		1 525 087 434			1 931 436 754	406 349 320	5,84 %		
Kapitalvarer, service og transport									
ABBLtd	3 943 976	408 225 262	138,00	SEK	441 129 772	32 904 510	1,33 %	0,17 %	Stockholm
Aveng Ltd	12 956 768	374 036 001	39,90	ZAR	406 083 896	32 047 896	1,23 %	3,27 %	Johannesburg
Nordic American Tanker Shipping Ltd	1 539 000	266 489 133	30,00	USD	267 508 980	1 019 847	0,81 %	3,65 %	New York
Strabag SE	1 485 310	212 738 949	20,70	EUR	255 272 588	42 533 639	0,77 %	1,30 %	Wien
Harbin Power Equipment Co Ltd	45 000 000	478 168 697	6,94	HKD	233 444 250	-244 724 447	0,71 %	6,66 %	Hong Kong
Enka Insaat Ve Sanayi AS	7 499 999	107 998 892	6,90	TRY	200 246 598	92 247 706	0,61 %	0,42 %	Istanbul
Alfa S.A.B. - A	5 095 900	111 170 351	83,42	MXN	188 616 860	77 446 510	0,57 %	0,91 %	Mexico
Norwegian Air Shuttle ASA	1 603 900	103 605 941	115,00	NOK	184 448 500	80 842 559	0,56 %	4,69 %	Oslo
Alarko Holding AS	9 397 706	116 891 292	3,98	TRY	144 730 405	27 839 113	0,44 %	4,21 %	Istanbul
Tekfen Holding AS	7 521 955	113 250 674	4,90	TRY	142 620 404	29 369 730	0,43 %	2,03 %	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	29,750	KRW	120 288 836	2 022 675	0,36 %	24,39 %	Seoul
Thai Airways Intl Pcl Foreign	17 799 700	69 287 536	18,60	THB	57 390 095	-11 897 441	0,17 %	1,05 %	Bangkok
Airasia Bhd	24 512 700	53 334 075	1,38	MYR	56 977 935	3 643 859	0,17 %	0,89 %	Kuala Lumpur
Freeworld Coatings Ltd	8 113 589	57 615 369	8,39	ZAR	53 471 351	-4 144 019	0,16 %	3,98 %	Johannesburg
Barlworld Ltd	856 000	76 574 243	45,10	ZAR	30 324 699	-46 249 544	0,09 %	0,38 %	Johannesburg
Kumho Industrial Co Ltd - pfd	1 883 110	35 438 660	3 185	KRW	29 997 223	-5 441 437	0,09 %	14,82 %	Seoul
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	554 685	22 054 437	3,35	USD	10 766 380	-11 288 057	0,03 %	3,60 %	Frankfurt
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	191,00	JPY	3 566 652	-2 443 360	0,01 %	2,35 %	Tokyo
Bidvest Group Ltd	19 643	1 544 752	129,00	ZAR	1 990 415	445 663	0,01 %	0,01 %	Johannesburg
Sum kapitalvarer, service og transport		2 732 700 436			2 828 875 840	96 175 404	8,56 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
LG Electronics Inc Pref	3 137 110	848 074 070	50 000	KRW	784 504 940	-63 569 130	2,37 %	18,25 %	Seoul
Hyundai Motor Company Pref (2pb)	3 589 600	570 521 507	43 000	KRW	771 987 812	201 466 305	2,34 %	9,54 %	Seoul
Hyundai Motor Company Pref (1p)	3 193 370	505 581 721	42 000	KRW	670 802 176	165 220 455	2,03 %	12,72 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	3 812 836	136 427 372	23,23	USD	513 187 213	376 759 841	1,55 %	1,37 %	London Int.
Great Wall Motor Co Ltd	42 940 188	147 469 611	9,68	HKD	310 706 612	163 237 002	0,94 %	10,39 %	Hong Kong
Shangri-la Asia Ltd	14 800 812	126 234 081	14,60	HKD	161 528 662	35 294 580	0,49 %	0,51 %	Hong Kong
Mitra Adiperkasa Tbk Pt	49 105 500	21 274 860	620,00	IDR	18 644 404	-2 630 456	0,06 %	2,96 %	Jakarta
China Ting Group Hldgs Ltd	17 792 000	37 213 002	1,25	HKD	16 624 400	-20 588 602	0,05 %	0,85 %	Hong Kong
Convenience Retail Asia Ltd	281 000	4 725 719	2,00	HKD	4 200 950	-524 769	0,01 %	0,38 %	Hong Kong
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 397 521 944			3 252 187 169	854 665 225	9,84 %		
Defensive konsumer									
Yazicilar Holding AS	9654 470	239 353 575	9,60	TRY	358 636 528	119 282 953	1,09 %	6,03 %	Istanbul
Efes Breweries International NV GDR	3421 682	198 275 976	13,00	USD	257 727 932	59 451 955	0,78 %	8,09 %	London Int.
Marine Harvest ASA	57 780 000	204 172 557	4,23	NOK	244 467 180	40 294 623	0,74 %	1,62 %	Oslo
PZ Cussons Plc	9 593 314	159 625 786	2,70	GBP	242 273 869	82 648 083	0,73 %	2,24 %	London
Chaoda Modern Agriculture Ltd	37 514 000	199 380 308	8,30	HKD	232 746 234	33 365 926	0,70 %	1,23 %	Hong Kong
Shoprite Holdings Ltd	4 285 424	152 318 197	65,22	ZAR	219 543 600	67 225 403	0,66 %	0,79 %	Johannesburg
Kulim Malaysia Berhad	16 875 100	213 083 213	7,55	MYR	214 600 028	1 516 815	0,65 %	5,30 %	Kuala Lumpur
Podravka Prehrambena Ind Dd	406 584	111 935 175	295,96	HRK	136 856 520	24 921 345	0,41 %	7,50 %	Zagreb
Pivovarna Lasko d.o.o.	499 286	138 711 783	26,00	EUR	107 780 320	-30 931 463	0,33 %	5,80 %	Ljubljana
East African Breweries Ltd	7 563 846	80 416 428	145,00	KEES	83 842 737	3 426 309	0,25 %	0,96 %	Nairobi
Cosan Ltd - class A shares	1 612 500	78 951 127	8,70	USD	81 282 577	2 331 451	0,25 %	0,92 %	New York
Magrit OAO - Spon GDR Regs	736 511	42 616 882	15,85	USD	67 637 414	25 020 532	0,20 %	0,17 %	London Int.
Royal Unibrew AS	289 486	44 300 569	139,00	DKK	44 906 226	605 657	0,14 %	2,58 %	København
United Intl Enterprises	60 000	8 509 583	430,00	DKK	28 792 800	20 283 217	0,09 %	1,17 %	København
Sum defensive konsumer		1 871 651 158			2 321 093 965	449 442 807	7,02 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
Richter Gedeon Nyrt	644 343	669 236 293	42,900	HUF	849 323 940	180 087 647	2,57%	3,46%	Budapest
Stada Arznemittel AG	2 371 437	341 088 433	24,20	EUR	476 478 916	135 390 483	1,44%	4,03%	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	602 039	243 472 628	128 000	KRW	385 416 666	141 944 039	1,17%	6,31%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	24 915 000	92 170 986	14,54	HKD	270 792 415	178 621 429	0,82%	3,01%	Hong Kong
Eis Ecczabasi Ilac Ve Sanayi	21 600 000	147 052 388	2,50	TRY	208 953 000	61 900 612	0,63%	3,94%	Istanbul
Eczzacibasi Yatirim Holding	3 436 363	39 761 197	4,84	TRY	64 357 512	24 596 315	0,19%	4,91%	Istanbul
Yuyu Pharma Incorporated	302 070	37 810 734	5 870	KRW	8 868 326	-28 942 408	0,03%	5,18%	Seoul
Sum medisin		1 570 592 657			2 264 190 775	693 598 118	6,85%		
Bank og finans									
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	26 745 800	477 824 121	14,70	BRL	1 317 096 921	839 272 800	3,98%	13,37%	Sao Paulo
Standard Chartered Plc	7 756 091	891 538 690	15,75	GBP	1 142 608 905	251 070 215	3,46%	0,38%	London
Haci Omer Sabanci Holding AS	21 740 108	380 040 549	5,75	TRY	483 709 250	103 668 702	1,46%	1,14%	Istanbul
Efg-Hermes Holding SAE	11 320 504	333 337 500	25,20	EGP	301 394 834	-31 942 666	0,91%	2,96%	Egypt
A. F.P. Provida SAADR	1 105 000	215 597 777	45,16	USD	289 131 029	73 533 253	0,87%	5,00%	New York
JSE Limited	5 694 251	214 587 788	60,28	ZAR	269 622 443	55 034 656	0,82%	6,69%	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 086 290	203 474 109	42 000	KRW	228 187 055	24 712 946	0,69%	4,92%	Seoul
Asya Katilim Bankasi AS	16 354 245	105 844 125	3,46	TRY	218 958 319	113 114 194	0,66%	1,82%	Istanbul
Korean Reinsurance Co	4 250 022	163 294 519	9 860	KRW	209 586 847	46 292 329	0,63%	3,73%	Seoul
Ishares FTSE/Xinhua China 25	854 000	175 663 714	42,26	USD	209 105 692	33 441 978	0,63%	0,36%	AMEX
Nordnet AB	7 813 199	108 492 261	23,60	SEK	149 449 308	40 957 046	0,45%	4,68%	Stockholm
Tisco Financial Group Pcl Nvdr	33 196 800	123 313 156	24,20	THB	139 258 883	15 945 727	0,42%	4,57%	Bangkok
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	10 911 386	121 599 585	3,28	TRY	138 486 875	16 887 289	0,42%	0,25%	Istanbul
Vtb Bank OJSC GDR	4 674 615	118 712 785	4,72	USD	127 839 875	9 127 090	0,39%	0,09%	London Int.
Polaris Securities Co Ltd	35 096 641	83 936 887	19,05	TWD	121 107 239	37 170 351	0,37%	1,64%	Taipei
Kim Eng Holdings Ltd	14 534 000	106 751 232	2,01	SGD	120 504 911	13 753 679	0,36%	2,42%	Singapore
KGI Securities Co Ltd	35 000 000	84 755 262	19,00	TWD	120 456 770	35 701 508	0,36%	1,09%	Taipei
MBK Plc	10 000 000	108 590 242	65,00	THB	112 674 250	4 084 008	0,34%	5,30%	Bangkok
Aberdeen Asset Management Plc	7 134 379	66 302 229	1,34	GBP	89 420 095	23 117 865	0,27%	0,71%	London
Aksigorta AS	4 112 663	48 261 662	5,20	TRY	82 752 537	34 490 875	0,25%	1,34%	Istanbul
Ghana Commercial Bank Ltd	17 439 804	84 271 562	0,74	GHS	52 218 362	-32 053 201	0,16%	6,58%	Ghana
Trimegah Securities Tbk Pt	35 000 000	50 389 802	175,00	IDR	37 508 765	-12 881 037	0,11%	9,58%	Jakarta
Tisco Financial - Foreign	8 500 000	32 230 911	24,20	THB	35 657 066	3 426 156	0,11%	1,17%	Bangkok
Diamond Bank PLC GDR	1 022 167	57 329 221	4,95	USD	29 316 056	-28 013 165	0,09%	0,71%	London Int.
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	14,20	GBP	12 471 770	1 263 406	0,04%	1,17%	London
Kiwoom Securities Co Rights	139 430	-	15 300	KRW	10 669 488	10 669 488	0,03%	4,92%	Seoul
EFG-Hermes Holding GDR	116 893	6 345 492	9,20	USD	6 230 958	-114 534	0,02%	0,06%	London Int.
Sum bank og finans		4 373 693 547			6 055 424 504	1 681 730 956	18,32%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	557 495	1 375 394 197	525 000	KRW	1 463 848 768	88 454 571	4,43%	2,44%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	502 317	489 380 761	222,25	USD	646 841 889	157 461 128	1,96%	1,10%	London Int.
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	98,15	INR	54 988 537	-144 650 732	0,17%	0,38%	Bombay
Ericsson Nikola Tesla	24 603	28 293 831	1 340	HRK	37 481 156	9 187 325	0,11%	1,85%	Zagreb
Sum informasjonsteknologi		2 092 708 057			2 203 160 350	110 452 293	6,67%		
Telekom									
Sistema J SFC GDR	14 210 989	1 088 460 755	21,25	USD	1 749 692 493	661 231 738	5,29%	3,06%	London Int.
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	329,75	INR	793 337 602	-91 726 125	2,40%	0,51%	National India
PT Indosat Tbk ADR	4 049 805	690 544 386	25,11	USD	589 195 357	-101 349 029	1,78%	3,73%	New York
Total Access Telecommunication Pcl	15 933 600	360 136 12	35,75	THB	98 741 854	62 728 242	0,30%	0,67%	Singapore
Total Access Telecommunication Pcl Nvdr	12 000 000	61 879 528	35,75	THB	74 365 005	12 485 477	0,22%	0,51%	Bangkok
Safaricom Ltd	60 000 000	27 459 254	4,55	KES	20 869 758	-6 589 496	0,06%	0,15%	Nairobi
Sum telekom		2 789 421 262			3 326 202 069	536 780 807	10,06%		
Nyttjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref B	19 949 600	1 327 805 610	31,72	BRL	2 119 884 395	792 078 785	6,41%	8,78%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA Common	1 053 000	79 564 274	36,34	BRL	128 191 167	48 626 893	0,39%	0,12%	Sao Paulo
Sum nyttjenester		1 407 369 884			2 248 075 562	840 705 678	6,80%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		23 154 698 051			30 015 968 686	6 861 270 635	90,81%		

Basiskurs pr 31.12.2009

470,9718

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2009 henvises til balansen.

SKAGEN Høyrente

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Dura-sjon ²⁾	Markeds-kurs	Påløptrente	Markeds-verdi	Markeds-verdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko-klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Kredittforeningen for Sparebanker	26.02.2010	2,34	26.02.2010	90000000	87971800	2,10	0,15	100,05	198900	90041940	90240840	250140	2,57%	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	04.06.2010	2,49	04.03.2010	75000000	75213750	2,17	0,17	100,16	140062	75118950	75259012	-94800	2,14%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.06.2010	2,09	09.03.2010	68000000	68035760	2,11	0,18	100,01	86851	68008772	68095623	-26988	1,94%	5
Helgeland Sparebank	23.02.2010	2,35	23.02.2010	50000000	49979600	2,09	0,14	100,05	124028	50022850	50146878	43250	1,43%	5
Sparebanken Pluss	24.08.2010	2,19	24.02.2010	30000000	30064500	2,03	0,15	100,13	67525	30038850	30106375	-25650	0,86%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2010	2,35	30.03.2010	25000000	25000000	2,22	0,24	100,09	1632	25022575	25024207	22575	0,71%	5
Sparebank 1 Nordvest	25.05.2010	2,12	23.02.2010	20000000	20008000	2,11	0,15	100,03	44756	20006020	20050776	-1980	0,57%	5
Sparebanken Pluss	29.03.2010	2,57	29.03.2010	14000000	14034860	2,21	0,24	100,1	1999	14013930	14015929	-20930	0,40%	5
Helgeland Sparebank	27.09.2010	2,38	29.03.2010	7000000	7018620	2,19	0,23	100,17	1388	7012005	7013393	-6615	0,20%	5
Industriobligasjoner														
Nortura BA	16.02.2010	3,52	16.02.2010	110000000	110159700	2,53	0,13	100,13	484000	110147620	110631620	-12080	3,15%	6
Felleskjøpet Agri BA	24.06.2010	3,38	24.03.2010	100000000	100000000	3,39	0,22	100,05	28167	100045600	100073767	45600	2,85%	6
Norwegian Property 7/10	22.03.2010	2,81	22.03.2010	81500000	80682950	4,52	0,21	99,65	57254	81215646	81272900	532696	2,31%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	11.03.2010	3,02	11.03.2010	45000000	45000000	2,25	0,19	100,16	75500	45071010	45146510	71010	1,28%	6
Industriertifikater														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	11.11.2010	2,39	11.02.2010	49000000	49003600	2,46	0,11	100,01	162653	49003724	49166377	124	1,40%	6
Finanssertifikater														
Nordea Bank Norge	02.07.2010	1,89	04.01.2010	50000000	50003500	1,96	0,01	99,99	236250	49996000	50232250	-7500	1,43%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2010	1,97	04.01.2010	25000000	25000000	1,96	-	100,04	124493	25009000	25133493	9000	0,71%	5
Sparebank 1 SMN	22.03.2010	2,56	22.03.2010	25000000	25081000	2,19	0,22	100,09	16000	25023300	25039300	-57700	0,71%	5
Sparebanken Sør	05.05.2010	2,19	05.02.2010	10000000	10015900	2,03	0,10	100,07	34067	10007380	10041447	-8520	0,29%	5
Kraftsertifikater														
Agder Energi AS	30.03.2010	2,83	30.03.2010	125000000	125102500	2,30	0,24	100,14	9826	125180000	125189826	77500	3,56%	6
BKK	31.03.2010	2,85	31.12.2009	115000000	115313835	2,29	0,24	100,15	-	115177675	115177675	-136160	3,27%	6
Vardar AS	28.05.2010	2,90	26.02.2010	50000000	49992500	2,63	0,16	100,13	124861	50065500	50190361	73000	1,43%	6
Statkraft AS	21.01.2010	2,98	21.01.2010	45000000	45055200	2,06	0,06	100,06	264475	45024885	45289360	-30315	1,29%	6
Kraftobligasjoner														
Hafslund ASA	22.10.2010	2,20	22.01.2010	250000000	249934000	2,30	0,06	99,97	1069444	249927750	250997194	-6250	7,14%	6
Statkraft AS	23.03.2010	2,82	23.03.2010	245000000	245205860	2,27	0,22	100,14	153533	245345940	245499473	140080	6,98%	6
BKK	23.09.2010	2,25	23.03.2010	225000000	224932500	2,32	0,22	100,01	112500	225018450	225130950	85950	6,40%	6
Hafslund ASA	17.11.2010	2,14	17.02.2010	75000000	74977000	2,26	0,13	99,94	196167	74954100	75150267	-22900	2,14%	6
E-CO Energi AS	27.04.2010	2,27	27.01.2010	42500000	42367250	2,20	0,07	100,03	174191	42513770	42687961	146520	1,21%	6

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-kurs	Påløptrente	Markeds-verdi	Markeds-verdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andelav fondet	Risiko-klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FASTRENTE														
Industrisertifikater														
NorskHydro	15.02.2010	2,37		100000000	99912000	2,14	0,12	100,03	909041	100028600	100937641	116600	2,87%	6
YaraInternatjonalASA	02.03.2010	2,14		700000000	700000000	2,27	0,16	99,98	119019	69987400	70106419	-12600	1,99%	6
TelenorASA	22.03.2010	2,38		500000000	49992500	2,25	0,22	100,03	329288	50014700	50343988	22200	1,43%	6
YaraInternatjonalASA	26.02.2010	3,80		410000000	41056200	2,25	0,15	100,23	1310427	41094915	42405342	38715	1,21%	6
Rieber&SønASA	20.05.2010	2,55		350000000	34992000	2,61	0,37	99,98	100253	34994295	35094548	2295	1,00%	6
Schibsted	08.02.2010	2,90		300000000	29991000	2,45	0,10	100,05	350384	30014370	30364754	23370	0,86%	6
NorgesgruppenASA	04.06.2010	2,50		250000000	25002475	2,60	0,41	99,96	46233	24990975	25037208	-11500	0,71%	6
OlavThonEiendomsselskapASA	04.02.2010	3,95		200000000	19994000	2,10	0,09	100,17	714247	20034380	20748627	40380	0,59%	6
NorgesgruppenASA	05.01.2010	2,04		150000000	14999985	2,08	0,01	100	72937	14999940	15072877	-45	0,43%	6
Rieber&SønASA	25.03.2010	2,86		100000000	9996340	2,37	0,22	100,11	148093	10010870	10158963	14530	0,29%	6
Finanssertifikater														
ParetoBankASA	06.05.2010	4,15		450000000	45242550	2,91	0,34	100,41	1222829	45182700	46405529	-59850	1,32%	5
GjensidigeBankASA	18.10.2010	3,02		250000000	250000000	2,87	0,77	100,11	93082	25028175	25121257	28175	0,71%	5
Kraftsertifikater														
LyseEnergiAS	11.06.2010	2,85		500000000	500000000	2,63	0,43	100,09	788630	50043450	50832080	43450	1,45%	6
LyseEnergiAS	24.08.2010	2,90		500000000	49986000	2,85	0,63	100,02	512466	50011750	50524216	25750	1,44%	6
LyseEnergiAS	14.01.2010	4,31		470000000	47183230	2,06	0,04	100,08	1948002	47039433	48987435	-143797	1,39%	6
VardarAS	03.05.2010	2,74		250000000	250000000	2,69	0,33	100,02	110726	25004950	25115676	4950	0,71%	6
AgderEnergiAS	02.03.2010	2,04		250000000	24998850	2,18	0,16	99,98	40521	24994700	25035221	-4150	0,71%	6
E-CO EnergiAS	31.03.2010	3,26		200000000	19994200	2,31	0,24	100,22	489447	20044840	20534287	50640	0,58%	6
AgderEnergiAS	30.03.2010	3,28		180000000	18079200	2,31	0,24	100,23	446439	18040932	18487371	-38268	0,53%	6
HafslundASA	30.04.2010	3,35		150000000	15060540	2,43	0,32	100,29	337295	15043170	15380465	-17370	0,44%	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE⁴⁾				2763455255					14 079 880	2764617 787	2778697 667	1 162 532	79,00%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektivrente	2,48%													
Effektivrentetil kunder ¹⁾	2,23%													
Durasjon ²⁾	0,15													

¹⁾ Effektivrentejustert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvormye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdilikviditet i porteføljen pr 31.12.09 henvises til balansen.

Allerentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2009 104,5408

Kr 116.947.580,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markeds-verdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko-klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FASTRENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebanken Vest	15.04.2010	5,20		47000000	47919280	2,28	0,28	100,82	1740932	47383661	49124593	-535619	2,55%	5
Finanssertifikater														
Gjensidige Bank ASA	16.11.2010	3,10		50000000	50000000	2,89	0,85	100,17	191096	50086900	50277996	86900	2,61%	5
Sparebanken Telemark	22.01.2010	3,80		25000000	25000000	2,00	0,06	100,11	892740	25026375	25919115	26375	1,34%	5
Pareto Bank ASA	06.05.2010	4,15		25000000	25069000	2,91	0,34	100,41	679349	25101500	25780849	32500	1,34%	5
Etnes Sparebank	27.01.2010	3,95		9000000	8999784	2,06	0,07	100,14	329203	9012222	9341425	12438	0,48%	5
Gjensidige Bank ASA	09.02.2010	3,50		9000000	9031320	2,03	0,11	100,16	280479	9013986	9294465	-17334	0,48%	5
Gran Sparebank	22.01.2010	3,57		5000000	5000000	2,06	0,06	100,09	167252	5004410	5171662	4410	0,27%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE³⁾				1462258204					7164795	1466466414	1473631210	4208210	76,39%	

Nøkkeltall portefølje

Effektivrente	2,36%
Effektivrentetil kunder ¹⁾	2,21%
Durasjon ²⁾	0,14

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kreditrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Statog statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Statog statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.09 henvises til balansen.

Allerentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2009 103,8057

Kr 70.088.787,- er beluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Tellus

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-kursNOK	Påløptrente NOK	Markeds-verdi NOK	Markeds-verdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Risiko-klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Utenlandske statsobligasjoner														
Tyskstat	12.03.2010	3	EUR	4900000	41867772	0,52	0,19	834,47	981006	40888979	41869985	-978793	10,35%	2
Brasilianskstat	10.01.2028	10,25	BRL	9800000	29029081	10,41	7,43	333,39	1577307	32671927	34249234	3642845	8,44%	3
Amerikansk inflasjonsbeskyttetstat	15.01.2028	1,75	USD	5780000	34012040	2,01 ⁴⁾	15,06	554,46	275217	32967728	33242945	-1044312	8,19%	3
Mexikanskstat	20.11.2036	10	MXN	61000000	33114835	8,89	9,59	50,18	52162	30608710	30660872	-2506125	7,55%	3
Polskstat	25.10.2017	5,25	PLN	13800000	28890691	6,1	6,14	191,66	268874	26449381	26718255	-2441310	6,58%	2
Ungarskstat	24.11.2017	6,75	HUF	894500000	26940705	8	5,8	2,86	187693	25578995	25766688	-1361709	6,35%	2
Indonesiskstat	15.07.2027	10,25	IDR	40000000000	22851331	11,05	7,13	0,06	1143874	23389250	24533125	537920	6,04%	3
NewZealandskstat	15.12.2017	6	NZD	4550000	18398732	5,9	6,08	423,81	50255	19283563	19333818	884831	4,76%	3
Den europeiske investeringsbanken	30.03.2016	0	TRY	9230000	15266696	10,78	5,64	204,49	-	18874869	18874869	3608173	4,65%	1
New South Wales stat	01.03.2017	5,5	AUD	3650000	17934307	6,17	5,54	502,43	347925	18338741	18686665	404434	4,60%	3
Gresk inflasjonsbeskyttetstat	25.07.2030	2,3	EUR	2900000	18264340	4,49 ⁴⁾	14,84	584,6	257090	17911486	18168575	-352855	4,46%	2
Sørafrikanskstat	31.03.2036	6,25	ZAR	30000000	17567160	8,94	10,16	57,89	367500	17367897	17735397	-199263	4,37%	3
Peruanskstat	12.08.2037	6,9	PEN	7700000	17107400	6,15	12,29	224,65	414802	17298109	17712911	190710	4,36%	3
Tysk inflasjonsbeskyttetstat	15.04.2020	1,75	EUR	2000000	17718534	1,4 ⁴⁾	9,28	859,88	209230	17380222	17589452	-338311	4,33%	2
Israelskstat	29.04.2011	7	ILS	10000000	16396474	2,28	1,24	161,74	716737	16173996	16890733	-222477	4,16%	3
HongKongstat	08.12.2010	0	HKD	20000000	15039611	0,24	0,93	74,12	-	14824620	14824620	-214991	3,65%	3
Norske statsobligasjoner														
Norskstat	15.09.2010	0	NOK	29000000	28447289	2,28	0,69	98,51	-	28567900	28567900	120611	7,04%	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE⁵⁾				398 846 998				6 849 671	398 576 374	405 426 045	-270 624	99,89%		
Nøkkeltall portefølje														
Effektivrente	4,88%													
Effektivrente til kunder ¹⁾	4,08%													
Durasjon ²⁾	6,79													

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kreditrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.09 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2009 106,7901

Kr 13.026.918,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

*) Effektivrealrente

SKAGEN Krona

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2009 (angitt i hele SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-kursSEK	Markeds-verdiSEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/tap	Andelavfondet	Risiko-klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE											
Industriertifikater											
Fabege AB	18.02.2010	0	16000000	15930660	0,95	0,13	99,87	15979648	48988	5,03%	6
Securitas	16.02.2010	0	15000000	14989333	0,44	0,13	99,94	14991585	2252	4,72%	6
Posten Norge AS	26.02.2010	0	15000000	14980120	0,47	0,16	99,93	14989050	8930	4,72%	6
Lunds Energi	22.02.2010	0	15000000	14966137	0,58	0,14	99,92	14987400	21263	4,72%	6
Peab Finans	15.02.2010	0	15000000	14958014	0,95	0,12	99,88	14982210	24196	4,72%	6
Autoliv AB	31.05.2010	0	15000000	14930556	0,76	0,41	99,69	14953020	22464	4,71%	6
Fabege AB	22.02.2010	0	12000000	11970300	0,96	0,14	99,86	11983332	13032	3,77%	6
SSAB Svenskt Stål AB	26.03.2010	0	12000000	11970672	0,68	0,23	99,84	11981064	10392	3,77%	6
Stena Metall Finans AB	14.01.2010	0	11000000	10945186	0,96	0,04	99,96	10995985	50799	3,46%	6
Volvo Treasury	09.02.2010	0	11000000	10929963	0,58	0,11	99,94	10993015	63052	3,46%	6
Scania CV AB	02.03.2010	0	10000000	9989406	0,44	0,17	99,93	9992700	3294	3,15%	6
SSAB Svenskt Stål AB	22.02.2010	0	10000000	9969344	0,61	0,14	99,91	9991160	21816	3,15%	6
Tekniska Verken AB	23.03.2010	0	10000000	9963136	0,41	0,22	99,91	9990740	27604	3,15%	6
Arla Foods Amba	08.03.2010	0	10000000	9965883	0,94	0,18	99,83	9982780	16897	3,14%	6
Arla Foods Amba	15.03.2010	0	10000000	9935645	0,96	0,20	99,81	9980680	45035	3,14%	6
Vasakronan AB	18.02.2010	0	9000000	8990228	0,41	0,13	99,94	8995050	4822	2,83%	6
Stena Metall Finans AB	15.02.2010	0	9000000	8955971	1,00	0,12	99,88	8988759	32788	2,83%	6
SSAB Svenskt Stål AB	15.01.2010	0	8000000	7976668	0,56	0,04	99,98	7998176	21508	2,52%	6
Jernhusen AB	19.04.2010	0	8000000	7981355	0,54	0,30	99,84	7987200	5845	2,52%	6
Arla Foods Amba	26.02.2010	0	6000000	5956309	0,92	0,15	99,86	5991414	35105	1,89%	6
Stena Metall Finans AB	04.03.2010	0	6000000	5978420	1,03	0,17	99,82	5989350	10930	1,89%	6
Jernhusen AB	18.01.2010	0	5000000	4988167	0,37	0,05	99,98	4999100	10933	1,57%	6
Vasakronan AB	26.01.2010	0	5000000	4993878	0,37	0,07	99,97	4998700	4822	1,57%	6
Scania CV AB	02.02.2010	0	5000000	4996634	0,37	0,09	99,97	4998310	1676	1,57%	6
SCA Finans AB	22.02.2010	0	5000000	4995307	0,37	0,14	99,95	4997320	2013	1,57%	6
SCA Finans AB	06.04.2010	0	5000000	4993320	0,46	0,26	99,88	4993945	625	1,57%	6
Volvo Treasury	26.02.2010	0	4000000	3971581	0,67	0,16	99,9	3995832	24251	1,26%	6
Finanssertifikater											
Landshypotek	04.01.2010	0	15000000	14995751	0,31	0,01	100	14999505	3754	4,72%	5
Ikanobank	27.04.2010	0	15000000	14945449	0,84	0,32	99,73	14959605	14156	4,71%	5
SBAB	26.02.2010	0	14000000	13984983	0,30	0,16	99,95	13993490	8507	4,41%	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE⁴⁾				305 098 377				305 660 125	561 748	96,28%	
Nøkkeltall portefølje											
Effektivrente	0,64%										
Effektivrente til kunder ⁵⁾	0,44%										
Durasjon ²⁾	0,16										

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

²⁾ Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg etter prosentpoeng.

³⁾ Effektivrente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest risiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Bank og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.09 henvises til balansen.

Allerentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2009 101,1153

Kr 5.885.720,- er besluttet utdelt til andelseiere. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

Revisjonsberetning



PricewaterhouseCoopers AS
Forus Atrium
Postboks 8017
NO-4068 Stavanger
Telefon 02316
Telefaks 23 16 10 00

Revisjonsberetning for 2009

Vi har revidert årsregnskapene for verdipapirfondene for regnskapsåret 2009, som viser følgende resultater:

SKAGEN Vekst	NOK	3 248 987 726
SKAGEN Global	NOK	6 028 241 257
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	9 451 417 122
SKAGEN Avkastning	NOK	78 428 677
SKAGEN Høyrente	NOK	150 479 293
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	86 512 305
SKAGEN Tellus	NOK	-34 655 227
SKAGEN Krona	SEK	6 142 292

Vi har også revidert opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av resultatet i det enkelte fond. Årsregnskapene består av resultatregnskap, balanse, kontantstrømoppstilling og noteopplysninger. Regnskapslovens regler og norsk god regnskapskikk er anvendt ved utarbeidelsen av regnskapene. Årsregnskapene og årsberetningen er avgitt av forvaltningsselskapets styre. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapene og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

Vi har utført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder revisjonsstandarder vedtatt av Den norske Revisorforening. Revisjonsstandardene krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapene ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsregnskapene, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimer, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsregnskapene. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av fondenes formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontrollsystemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- årsregnskapene er avgitt i samsvar med gjeldende lover og forskrifter for verdipapirfond og gir et rettviseende bilde av fondenes økonomiske stilling 31. desember 2009 og for resultatene i regnskapsåret i overensstemmelse med norsk god regnskapskikk
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med norsk lov og god bokføringsskikk
- opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av resultatet i det enkelte fond er konsistente med årsregnskapene og er i samsvar med lov og forskrifter.

Stavanger, 27. januar 2010

PricewaterhouseCoopers AS


Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Kontorer: Arendal Bergen Drammen Fredrikstad Ferde Hamar Kristiansand Mo i Rana Molde Måløy Nærvik Oslo Stavanger Stryn Tromsø Trondheim Tønsberg Ålesund
PricewaterhouseCoopers navnet refererer til individuelle medlemsfirmaer tilknyttet den verdensomspennende PricewaterhouseCoopers organisasjonen
Medlemmer av Den norske Revisorforening | Foretaksregisteret: NO 987 009 713
www.pwc.no

Bidrag med engasjement

SKAGEN har i 2009 bidratt med til sammen 10 millioner kroner for å styrke det gode arbeidet som gjøres av SOS-barnebyer, Leger Uten Grenser og Kolibri – Children at Risk Foundation. Samarbeidet de tre siste årene har ført til ektefølt engasjement blant SKAGENS ansatte.

Fondsforvaltningselskapet SKAGEN AS har siden 2006 hatt sponsorsamarbeid med SOS-barnebyer, Leger Uten Grenser og Kolibri – Children at Risk Foundation.

- Vi har stor tillit til arbeidet som disse organisasjonene utfører. De gjør en fremragende innsats og vi ser at våre bidrag kommer til god nytte. Samarbeidet har også skapt stort engasjement blant våre ansatte, ved alle våre kontorer i Norge, Sverige og Danmark. Dette er bakgrunnen for at vi nå viderefører samarbeidet med disse tre organisasjonene, sier administrerende direktør i SKAGEN Fondene, Harald Espedal.

Barn og unge i tre verdensdeler

Da sponsorsamarbeidet ble startet valgte vi disse tre humanitære organisasjonene fordi de gjør en stor innsats innen sitt felt. Vår målsetting var å øremerke midlene til arbeid for barn og unge i tre ulike geografiske områder, SOS-barnebyers arbeid i Øst-Europa, Leger Uten Grensers arbeid i Afrika og Children at Risk Foundation sitt arbeid i Brasil, Sør-Amerika. Fra 2010 har SKAGEN tre hjemmemarkeder, og det er derfor naturlig at Sverige og Danmark

knyttes tettere opp til organisasjonene vi samarbeider med.

- Bidrag på til sammen 4 millioner kroner fordeles likt mellom SOS-barnebyer i Norge og SOS-Barnbyar i Sverige og skal gå til prosjekt i Øst-Europa.
- Leger Uten Grenser mottar 4 millioner kroner for å styrke sitt arbeid i Afrika, og bidraget fordeles likt mellom Norge og Danmark.
- Children at Risk Foundation mottar sponsorstøtte på 2 millioner kroner for å bidra til å hjelpe barn i de fattige områdene rundt Sao Paulo i Brasil.

Langsiktig

SKAGEN har i sin sponsorstrategi lagt vekt på langsiktighet, der noen få, men store samfunnsnyttige prosjekter prioriteres. Her ser vi at vi utgjør en forskjell, lokalt og globalt.

I tillegg til den langsiktige sponing, bidrar SKAGEN gjennom samarbeid, sponing og gaver til barne- og ungdomsarbeid, forskning og utdanning, friluftsliv, frivillige organisasjoner, kulturliv og humanitært arbeid.



Representanter fra SKAGEN på besøk i Leger Uten Grensers hovedkontor i Brussel.



SKAGEN bidrar til SOS-barnebyers arbeid i Øst-Europa.



SKAGENS nye kontor ligger sentralt plassert i Londons West End.

London neste

I tråd med SKAGENS internasjonale satsing, åpnes det første kontoret utenfor Skandinavia. Valget falt på et av de mest modne og krevende fondsmarkedene i verden.

Internasjonal avdeling i SKAGEN har brukt en stor del av 2009 til å få alt i orden for å åpningen av London-kontoret i andre kvartal.

Stephen Millar er valgt til å lede teamet i London. Til tross for sin unge alder (40 år) har han mer enn 15 års erfaring fra bransjen.

- Vårt startpunkt blir eksisterende kunder i Storbritannia og vi holder på å bygge opp et team med en sterk og dokumentert evne til å yte service av høyeste klasse, sier Stephen Millar.

Det nye kontoret vil ligge i Albemarle House, en staselig bygning i West End, i nærheten av St. James's Palace .

Spør oss – gode råd for alle

Gode råd handler ikke bare om hvordan du skal få høyest mulig avkastning på sparepengene dine - det handler også om å bevare nattesøvnen. Derfor tar vi i SKAGEN rådgivning alvorlig.

I SKAGEN jobber vi kontinuerlig med å gi kundene våre så gode råd som mulig. Det innebærer at rådgivningen skal være tilpasset hver enkelt kundes økonomiske situasjon, risikovilje og tidshorisonnt på sparingen. Da trenger vi informasjon fra kundene våre.

Rådgivningsunderlag

For å få så grundig oversikt over hver kundes økonomiske situasjon som mulig har vi utarbeidet et rådgivningsunderlag som fungerer som en rettesnor for både kunde og formuesforvalter hos oss. Rådgivningsunderlaget er et spørreskjema som blant annet skal avdekke kundens grunnleggende kunnskap om fond og fondssparing, hensikten med sparingen, risikovilje og hvor lenge kunden ønsker å spare.

- Rådgivning passer alle, enten du sparer et mindre beløp, eller større summer. Selv erfarne investorer kan ha godt av å få en utenforstående syn på sine investeringer. Kanskje har du for høy risikoprofil i forhold til tidshorisonnten eller sparemålet? Våre anbefalinger er ikke bindende, det er alltid kunden som må fatte den endelige beslut-

ningen, sier Asbjørn Vagle, direktør for formuesforvaltning.

Med rådgivningsunderlaget blir det enklere for våre formuesforvaltere å gi deg individuelle råd, samtidig som det kan være nyttig for deg å tenke gjennom hva du egentlig ønsker å oppnå med sparingen. Denne rådgivningssamtalen gir også ekstra sikkerhet siden både du og formuesforvalteren skal signere på at dere er enige om rådgivningen. Det minsker risikoen for at du ender opp med spareprodukter du ikke ønsker.

Ekspert

Selve rådgivningen foregår slik at kunden har en samtale med en formuesforvalter, enten på et av våre kontorer eller på telefon, og diskuterer blant annet kundens erfaring med fondssparing, målet med sparingen og ønsket risikoprofil. Deretter blir de enige om hva som kan være passende sparealternativer.

Siden SKAGEN kun tilbyr fond er vi naturlig nok eksperter først og fremst på egne fond.



Direktør for formuesforvaltning Asbjørn Vagle

- SKAGEN har et begrenset antall fond som gjør at vi kan fordype oss grundig i dem. Jeg tror at det gjør oss i stand til å gi bedre råd om fondssparing enn andre som har mange forskjellige typer spareprodukter, sier Vagle.

Tidlig ute

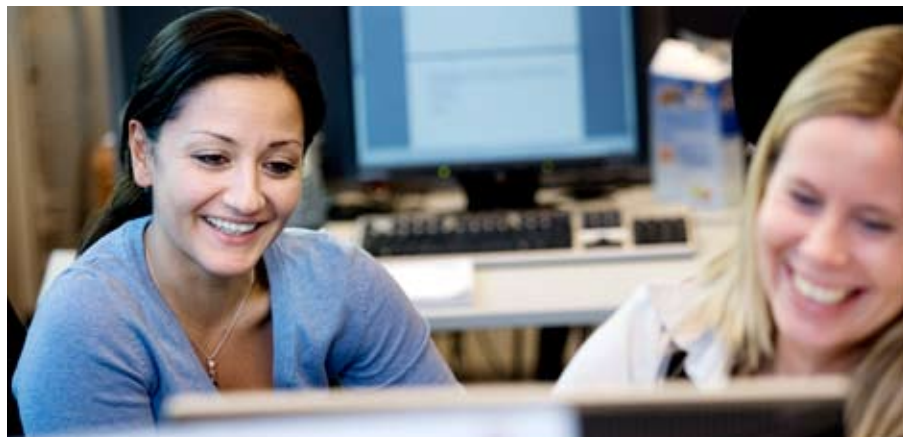
Fleire bransjeforeninger, blant annet Finansnæringsens hovedorganisasjon, Verdipapirfondenes forening og Sparebankforeningen i Norge har gått sammen om å få i stand en autorisasjonsordning for rådgivere. Innen 2011 må alle som vil gi investeringsråd bestå en praktisk og teoretisk prøve. Våre formuesforvaltere er i full gang med å ta disse prøvene og flere har allerede gjennomført dem. I løpet av 2010 vil rådgiverne i SKAGEN bli sertifiserte finansrådgivere.

SKAGEN ligger i forkant av denne utviklingen og har blant annet vært sentrale i å utforme de teoretiske og praktiske prøvene. Ønsker du å lese mer om autorisasjonsordningen kan du gå til www.autorisasjonsordningen.no

Ønsker du rådgivning?

Du kan få rådgivning ved alle SKAGENS kontorer. Vi er spredt rundt store deler av landet, og du er hjertelig velkommen til å besøke oss. Vi har kontorer i Stavanger, Bergen, Ålesund, Trondheim, Tønsberg og Oslo. I tillegg har vi kontorer i Stockholm, Göteborg, København og snart også i London. Du finner besøksadresser på våre nettsider www.skagenfondene.no under Kontakt oss.

Besøk oss eller ring 04001 for mer informasjon. Velkommen til en hyggelig og nyttig fondsprat.



Samtlige av SKAGENS formuesforvaltere skal sertifiseres i løpet av 2010.

B-POSTABONNEMENT

Fra vårt hovedkontor i Stavanger holder SKAGEN et våkent øye med de globale finansmarkedene. Dette gjør vi for å kunne oppnå målsettingen om å være den beste fondsforvalterne på markedet. Målet vil vi nå gjennom å tilby kundene best mulig risikostjustert avkastning, service, kommunikasjon og oppfølging.

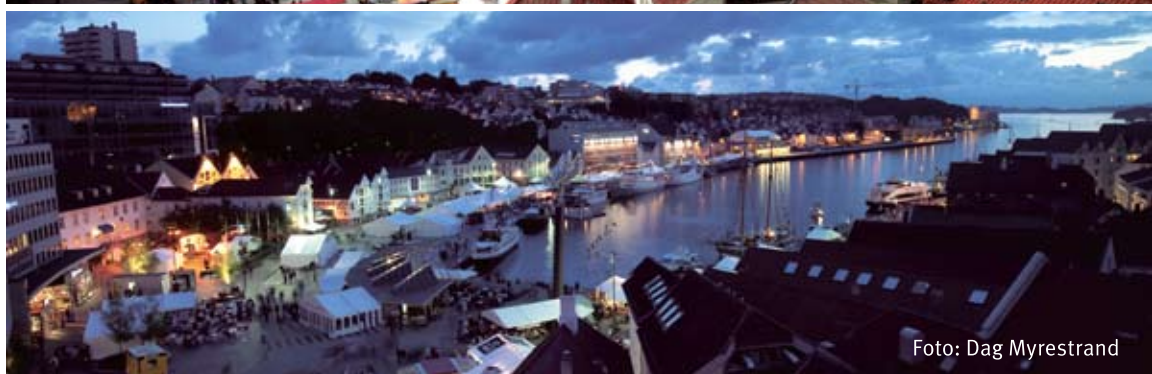


Foto: Dag Myrestrand

Hovedkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, 4001 Stavanger
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon 04001. Telefaks 51 86 37 00
Organisasjonsnummer: 867 462 732
kundeservice@skagenfondene.no
www.skagenfondene.no

Kontakt Kundeservice

Kundeservice er betjent mandag til fredag klokken 9-17. Kom innom et av våre kontorer, ring eller send e-post, så skal vi gjøre alt vi kan for å hjelpe deg!

Telefon: 04001
Telefon pensjon: 800 PENSJON
Telefaks: 51 86 37 00
Hvis du ringer fra utlandet og har problemer med å komme gjennom til Kundeservice, ring +47 51 21 38 58.

Opplag: 140.000
Design: Meze Design
og Sandnes Trykkeri as
Grafer: Meze Design
Trykk: Sandnes Trykkeri (omslag)
og Hjemmet Mortensen Trykkeri