

8

Kriser gir muligheter

Porteføljeforvalterne kjøper når andre tvinges til å selge.

12

Fem bud for verdiinvestorer

Det er ikke nok å finne selskaper som kun er lavt priset.

16

Gull verdt

Hvorfor god selskapsstyring er et godt utgangspunkt for å skape verdier for aksjonærene.

18

Bak eurokrisen

Det brygger opp til en ny statsgjeldkrise i skyggen av den pågående eurokrisen.



PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING SIDE 24:

Svingte i takt

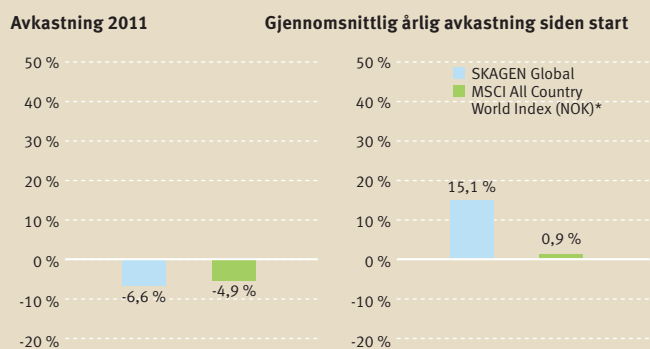
Sjelden har så mange aktivaklasser svingt så mye - i takt. Og aldri før har statsfinansene i eurolandene fått mer oppmerksomhet blant investorene. At vekstmarkedene igjen ble rammet av flukten til sikkerhet gjorde 2011 til et dårlig år for oss.

Uroens år

2011 var preget av stor usikkerhet og dramatiske hendelser. Det fikk konsekvenser for SKAGENs fond, hvor SKAGEN Kon-Tiki var det eneste av aksjefondene som slo sin referanseindeks. SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning klarte ikke å skape meravkastning i et kriserammet rente- og obligasjonsmarked. SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon slo begge sine referanseindekser.

SKAGEN GLOBAL

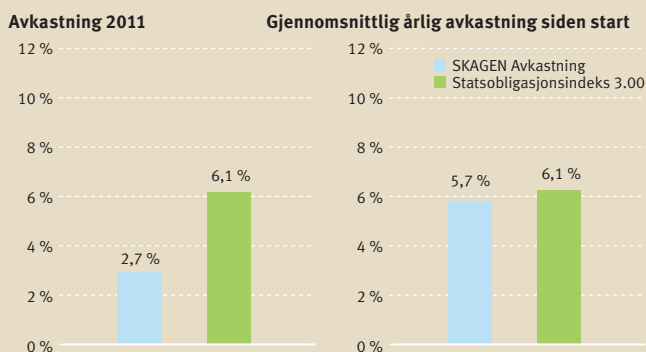
Forvalter: Kristian Falnes Oppstart: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

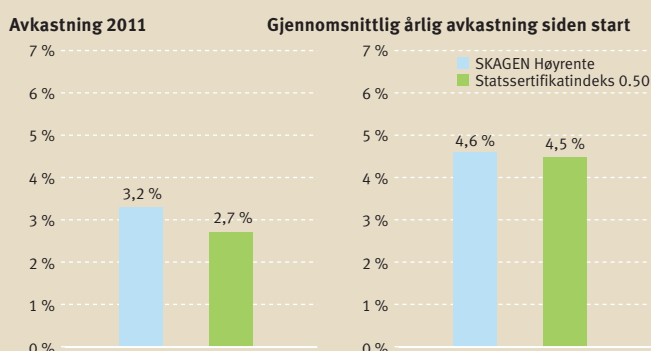
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt Oppstart: 16. september 1994



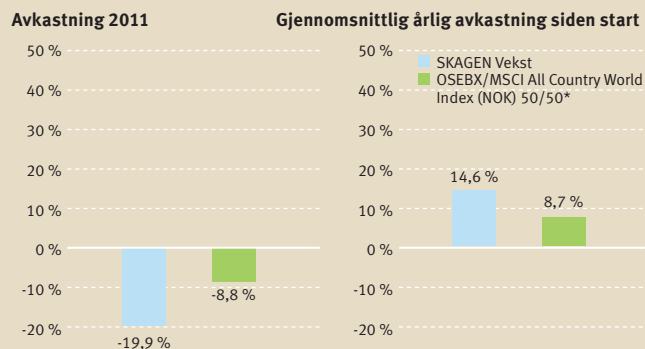
SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Ola Sjöstrand Oppstart: 18. september 1998



SKAGEN VEKST

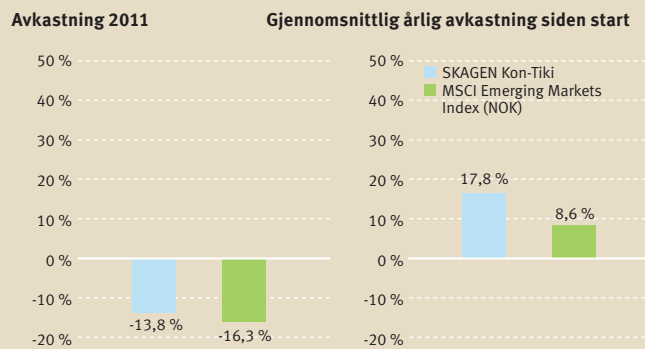
Forvalter: Beate Bredeesen Oppstart: 1. desember 1993



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX

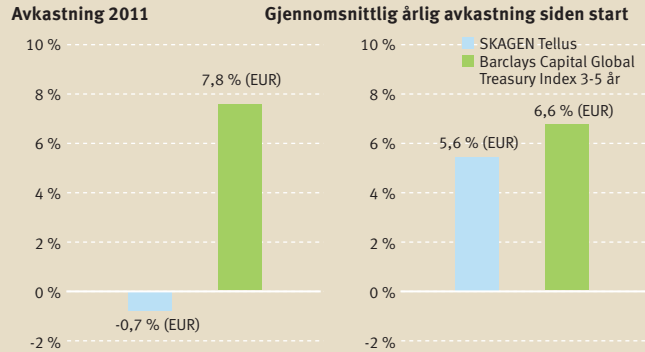
SKAGEN KON-TIKI

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



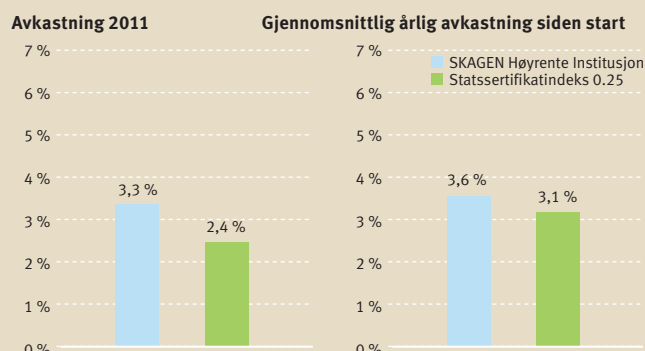
SKAGEN TELLUS

Forvalter: Torgeir Høien Oppstart: 29. september 2006



SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Ola Sjöstrand Oppstart: 14. mars 2003



ÅRSRAPPORT 2011

SKAGENs fond investerer i Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære 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

SKAGEN søker etter beste evne å sikre at all informasjon gitt i denne rapporten er korrekt, men tar forbehold for eventuelle feil og utelatelser. 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 kundeservice på telefon 04001. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no.

Alminnelige forretningsvilkår

SKAGEN har oppdatert de alminnelige forretningsvilkårene. Gjeldende forretningsvilkår er tilgjengelige på våre nettsider. Kontakt Kundeservice dersom du ønsker å få tilsendt et eksemplar av forretningsvilkårene kostnadsfritt.

Innkalling til valgmøte for verdipapirfondene forvaltet av SKAGEN

Vi ønsker andelseiere i SKAGEN Fondene velkommen til valgmøte i Stavanger Konserthus 29. 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 til styret i SKAGEN AS
5. Valg av ett varamedlem til styret i SKAGEN AS
6. Valg av ett medlem til valgkomiteen
7. Innsendte spørsmål fra andelseierne

Styret innstiller at Ola Lauritzen velges til valgkomiteen med varighet frem til 2015.

Valgkomiteen innstiller at Yuhong Jin Hermansen gjenvelges som andelseiervalgt styremedlem med varighet til 2014. Valgkomiteen innstiller videre at Martin Petersson velges som andelseiervalgt varamedlem med varighet til 2014.

Andelseiere som ønsker å foreslå andre kandidater til andelseiervalgt styre- og/eller varamedlem kan sende sine forslag til legal@skagenfondene.no innen 22. februar. En grundig begrunnelse og kandidatens CV må vedlegges forslaget. Valgkomiteens innstilling og eventuelle andre forslag til kandidater vil bli kunngjort på www.skagenfondene.no 23. februar.

Andelseiere i SKAGEN fondene kan forhåndstemme på valg av andelseiervalgt styremedlem og andelseiervalgt varamedlem i perioden 23.-27. februar. Send i så fall din forhåndstemme til legal@skagenfondene.no

Ved valget justeres stemmeretten slik at andelseiere som har lik verdi, får likt antall stemmer. Andelseiere kan stemme ved fullmektig. Godkjent fullmaktskjema er tilgjengelig på www.skagenfondene.no eller ved å ta kontakt med Kundeservice på telefon 04001.

lig 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 forvaltnings-selskapet innen én uke før valgmøtet holdes. Med unntak av valgene kan valgmøtet ikke treffe vedtak som binder fondene eller forvaltnings-selskapet.

Fondssamtale med Einar Lunde

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over vil investeringsdirektør Harald Espedal fortelle om utsiktene fremover. Deretter blir det fondssamtale med porteføljeforvalterne og investeringsdirektøren. Det er mulig å stille spørsmål både via sms eller direkte fra salen. Fondssamtalen blir ledet av Einar Lunde som er journalist og tidligere nyhetsanker i NRK Dagsrevyen.

Nærmere informasjon og påmeldingsskjema for møtet finner du på www.skagenfondene.no eller ta kontakt med Kundeservice på 04001. Påmeldingsfrist er 28. 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

INNHALDSFORTEGNELSE

- 2 Avkastningsresultater
- 3 Innkalling til valgmøte
- 4 Leder
- 5 Profil Harald Espedal
- 6 Ny lov styrker konkurranseevnen
- 8 Kjøp når andre tvinges til salg
- 10 Handlinger sier mer enn ord
- 12 Fem bud for verdiinvestorer

- 14 Berg- og dalbanemarkeder – muligheter og risiko
- 16 God ledelse er gull verdt
- 18 En krise i skyggenes dal
- 20 Langsiktighet til beste for andre
- 21 Kontinuerlig forbedring
- 22 Aksjefondenes honorarer ble lave
- 23 SKAGENs porteføljeforvaltere
- 24 Porteføljeforvalternes beretning om fondene

- 43 Priser og utmerkelser
- 44 Avkastnings- og risikomålinger
- 46 Eierstruktur
- 47 Styrets beretning – et urolig år
- 50 Årsregnskap
- 52 Generelle noter
- 66 Revisjonsberetning
- 68 Lett på nett

Uvanlig taktfast

2011 var året der de finansielle markedene var konsentrert om de store begivenheter i verden. Vi må over tyve år tilbake i tid for å finne så høy samvariasjon i aksjemarkedet, og mellom selskaper og sektorer. Aksjer steg, og falt, stort sett i takt.

Noen år er orientert mot selskaper og andre år mot makroforhold. 2011 var det andre året på rad der de store spørsmålene i økonomien dominerte, og det var mindre fokus på vårt metier: Selskapsplukking basert på selskaperes fundamentale forhold.

I sum kan vi ikke si oss fornøyd med resultatene for 2011, selv om det er lyspunkter i noen fond og langtidsavkastningen i aksjefondene er god. SKAGEN Global og SKAGEN Vekst leverte absolutt, og relativt, dårligere avkastning enn sine respektive referanseindekser i 2011. SKAGEN Kon-Tiki gjorde det bedre enn referanseindeksen, og har gjort det hvert år siden starten i 2002.

Avkastningsresultatene for 2011 er oppstilt på side 2.

Markedets fokus har gjennom året skiftet fra opprør og maktskifter i en rekke arabiske og nordafrikanske land til jordskjelv og tsunami i Japan. På den politiske arena har amerikanske politikere spilt for galleriet under prosessen med å løse landets økonomiske problemer. I Europa har eurokrise, uro for europeiske banker og en pågående europeisk resesjon dominert.

Tid til å vente

Aksjer i globale vekstmarkeder falt mer enn industrialiserte markeder i 2011, blant annet på grunn av flukt til antatt sikrere investeringer og land. Over tid mener vi likevel at verdsettelsen av aksjer vil reflektere de fundamentale forholdene i selskapene. SKAGEN legger vekt på at investeringene går mot hovedtendensene i markedet. Vi leter etter investeringer som er upopulære, undervurderte og underanalyserte. Vi kjøper når vi mener rabattene i et selskap er gode. Vi har anledning til å være langsiktige og vente på at triggerne innfris.

Flere har i løpet av året spurt om det lønner seg å være i markedet når avkastningen er så

dårlig? Ser vi tilbake på de siste ti årene har det vært store svingninger i aksjemarkedene. Rasjonale bak langsiktige aksjeinvesteringer står likevel fast. Vi eier bedrifter i næringslivet som over tid oppnår bedre avkastning på kapitalen enn du ville fått risikofritt i banken.

Positiv nettotegning

Gitt den store usikkerheten om markedene som har preget 2011 har det vært positivt å se at kundene har forholdt seg rolig midt i markedsturbulensen. Det var positiv nettotegning på 601 millioner kroner. Internasjonale markeder med Nederland og Danmark i spissen har bidratt positivt til denne utviklingen. Ser vi bort fra PPM (premiepensjonsmyndigheten), har svenske kunder nettotegnet i 2011. Vi er tilfreds med at svenske myndigheter i løpet av året har innført restriksjoner som motvirker masseflytting av kundemidler i PPM. I Norge, der SKAGEN er markedsleder, har kunder tross fallende fremtidsoptimisme forholdt seg ganske rolig.

Kundene har naturligvis ønsket mer informasjon når markedene er usikre. Vi har derfor økt hyppigheten av kommentarer og artikler på nettsidene, både skriftlig og i form av korte videoer. Takk til alle kunder som har deltatt aktivt med spørsmål og kommentarer i nettmøter, SKAGEN-tv sendinger og sosiale medier i løpet av året. Deres engasjement betyr at vi kan svare på det dere er mest opptatt av.

Rolig vekst

I løpet av året har forvaltningsselskapet hatt rolig vekst. Vi har rekruttert der det har vært behov for det. Kontoret i Amsterdam ble som planlagt åpnet i september. Tre ansatte i Nederland er klar til å yte god service og kommunikasjon til nåværende og nye kunder.

Tilnærmet alle kunderådgivere i Norge er

autoriserte finansielle rådgivere ved utgangen av året. En tilsvarende autorisasjonsordning ble innført i Sverige allerede for seks år siden. Ansattes kompetanse og erfaring er viktige ressurser for å skape god risikostyrt avkastning for kundene, samt yte best mulig service, kommunikasjon og oppfølging.

Bedre oversikt over din portefølje

Timing er ikke en geskjeft vi mener vi er spesielt gode på. Ved andre opp- og nedturer i markedet har vi sett at kunder som kjøper nær en topp (når det er dyrt), eller selger nær en bunn (når det er billig) kan tape avkastning i forhold til fondets avkastning. Regelmessig sparing og uttak gjør at risikoen for å gjøre dårlige kjøp og salg reduseres betydelig.

SKAGENS målsetting er at kundene skal ha like god avkastning som fondet de investerer i. I 2011 fikk kundene også et nytt verktøy, kundeportalen Min side. Siden gir god oversikt over kundens fondsandeler, porteføljesammensetningen, verdien av denne og penge- og tidsvektet avkastning i perioden. Kunder som er i markedet til det snur er sikret å få med seg hele oppturen.

Ved inngangen til januar 2012 er aksjefondenes porteføljer lavt priset og på nesten samme nivå med aksjebunnene vintrene 2002/03 og 2008/09. Vi har tålmodighet til å vente på at de fundamentale verdiene realiseres.

Harald Espedal

ADMINISTRERENDE DIREKTØR



Investeringsdirektør Harald Espedal

Man skulle tro at det var travelt nok å være administrerende direktør for et selskap som SKAGEN. Likevel tok Harald Espedal på seg jobben som investeringsdirektør i tillegg.

De senere årene har SKAGENS forvaltningskapital og antall ansatte i porteføljeavdelingen økt, og det har medført behov for mer ledelse og administrativt arbeid for investeringsdirektøren.

- De virkelig gode forvalterne er mangelvare, derfor er det bedre at de får forvalte fond. Så får heller andre ta seg av ledelse og de administrative oppgavene, sier Harald Espedal. Espedal tok over stillingen fra porteføljeforvalter Kristian Falnes den 1. oktober, etter å ha bistått ham administrativt i over ett år.

- Det viktigste blir å sørge for gode analytiske prosesser. Det innebærer at hver enkelt forvalter deler sin kunnskap med de andre. Jeg er også opptatt av teamfokus på hvordan vi skal finne de rette investeringene, i bransjer og land som passer vår investeringsfilosofi. Kunnskap som hver enkelt forvalter opparbeider seg må deles.

Porteføljeforvalter

Tross sin relativt unge alder har Espedal lang fartstid fra aksjeverdenen, både som forvalter og leder.

- Jeg har fulgt aksjemarkedene tett siden 1980-tallet. Jeg ble porteføljeforvalter på 1990-tallet og administrerende direktør i SKAGEN i 2002, sier Espedal.

Som administrerende direktør har han vært opptatt av å følge arbeidet i porteføljeavdelingen nøye.

- Jeg har holdt på med ledelse siden jeg kom til SKAGEN for ti år siden. I tiden frem til jeg tok over som investeringsdirektør har jeg lagt vekt på å være en del av porteføljeavdelingen og følge med på prosessene.

Leder

- I rollen som investeringsdirektør er jeg nok mer en leder enn forvalter, sier Espedal om hvor han vil plassere seg mellom de to ytterlighetene.

- Det er viktig å ha god og inngående kjennskap til finansmarkedene som investeringsdirektør. Men det er ikke min jobb å bestemme hvilke investeringer som skal inngå i porteføljene. Det gjør den enkelte porteføljeforvalter. Min rolle er å lede personene som hører til porteføljeavdelingen.

- Hvordan har overgangen vært?

- Jeg synes det har gått veldig fint. Det er folk jeg kjenner godt og som er veldig selvgående. Men de har likefullt behov for en leder, en som tar beslutninger og sørger for prosesser for kunnskapsdeling. Porteføljeavdelingen består av 18 personer med vidt forskjellig bakgrunn, og det mener jeg er en stor fordel. Vi må klare å nyttiggjøre oss mangfoldet og sørge for at alle kommer til orde.



Harald Espedal overtok som investeringsdirektør 1. oktober. Som administrerende og investeringsdirektør er han opptatt av gode analytiske prosesser og kunnskapsoverføring.

Harald Espedal: Administrerende direktør og investeringsdirektør

Arbeidserfaring:

- Startet i SKAGEN i februar 2002
- Leder av Andersen (nå Ernst & Young) i Stavanger
- Investeringsdirektør i Vesta
- Europeisk porteføljeforvalter i Skandia
- Finans- og analysesjef i SpareBank1 SR-Bank
- Styreleder i Verdpapirfondenes forening
- Styremedlem i Oslo Børs VPS Holding ASA og Oslo Børs ASA.

Ny lov styrker konkurranseevnen

Ny lov om verdipapirfond trådte i kraft 1. januar 2012. SKAGEN forventer at lovendringen får flere positive effekter for andelseierne.

Nøkkelinformasjon til sammenlikning

Et nytt standardisert dokument med nøkkelinformasjon om fondet innføres, og vil erstatte det tidligere forenklete prospektet. Hensikten med denne nøkkelinformasjonen (Key Investor Information Document, KIID) er å gjøre det lettere for investorer å foreta en sammenlikning mellom fond fra ulike forvaltningsselskaper. Nøkkelinformasjonen skal i et tosiders dokument blant annet gi informasjon om de viktigste karakteristika ved fondet, i tillegg til fondets mål og investeringsfilosofi, tidligere prestasjoner og kostnader.

SKAGEN har siden august 2011 publisert nøkkelinformasjon i henhold til de nye reglene for samtlige fond, og fra juli 2012 vil alle norske forvaltningsselskaper erstatte forenklet prospekt med det nye nøkkelinformasjonsdokumentet.

Andelseiere får mer innflytelse

Andelseierne skal velge minst en tredjedel av medlemmene til forvaltningsselskapets styre, og etter den nye verdipapirfondloven får andelseierne også utvidet beslutningsmyndighet ved vedtektsendringer og beslutning om fusjon av verdipapirfond.

Lovkravet om at Finanstilsynet skal vurdere hvorvidt en vedtektsendring er i andelseiernes interesse gjelder ikke lengre. Nå er det andelseierne selv som skal avgjøre hva som er i deres beste interesse og Finanstilsynet skal vurdere om forvaltningsselskapet har fulgt lovens krav til prosess og informasjon.

Andelseiernes innflytelse kommer til syne når det velges styremedlemmer til forvaltningsselskapets styre på valgmøter (som gjerne sammenliknes med en generalforsamling) etter regler fastsatt i forvaltningsselskapets vedtekter. Etter den nye loven skal det også innkalles til andelseiermøter hvis det skal gjøres materielle endringer i vedtektene, fondsfusjoner eller lignende.

Andelsklasser

Den nye verdipapirfondloven åpner for etablering av verdipapirfond med ulike andelsklasser, og betyr at andelseiernes rettigheter kan være avhengig av hvilken andelsklasse investeringen er knyttet til.

Andelsklasser kan for eksempel benyttes for å differensiere forvaltningsgodtgjørelse, for å gi andelseiere adgang til å tegne andeler i ulike valuta eller skille mellom andelseiere som ønsker å få utbetalt utbytte fra fondet, og andelseiere som ønsker at utbytte skal akkumuleres i fondet. Fordelen med andelsklasser er at de kan tilpasses til de ulike kundegruppernes behov, samtidig som alle kundene er eiere av de samme verdipapirene i fondet. SKAGEN vil vurdere om det er aktuelt å etablere andelsklasser i våre fond.



Andelseiere får større innflytelse etter den nye verdipapirfondloven, blant annet myndighet til å beslutte vedtektsendringer i fondene.

UCITS – Pass til flere markeder

UCITS står for Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities og refererer til et sett av EU direktiver. Det innebærer at verdipapirfond i prinsippet kan operere fritt i hele EU/EØS på grunnlag av en enkelt tillatelse fra én medlemsstat.

Norsk lovgivning har implementert UCITS-direktivene, og norske fond som tilfredsstiller de relevante bestemmelser i verdipapirfondloven er derfor kvalifisert som UCITS fond. Alle SKAGENS fond er norskregistrerte UCITS fond.

Den nye verdipapirfondloven gjennomfører det siste direktivet i rekken: UCITS IV-direktivet. Hensikten bak UCITS IV-direktivet er blant annet å gi investorene større valgmulighet og bedre informasjon om fondene. Ved implementering i norsk rett har myndighetene benyttet muligheten til å endre gjeldende verdipapirfondlov for å gjøre regelverket lettere tilgjengelig.



Foto: iStockphoto

Harmonisert regelverk



SKAGEN har etablert alle sine fond i Norge og eksporterer disse til utlandet ved hjelp av UCITS passet. For at kundene skal få best mulig service og oppfølging i det landet de bor samarbeider vi med utvalgte distribusjonspartnere, blant annet verdipapirforetak, banker og verdipapirregistre som alle er underlagt offentlig tilsyn i sitt hjemland. Når en av disse aktørene skal stå oppført i SKAGENS andelseierregister på vegne av kundene kalles det forvalterregistrering. Aktøren som ønsker å stå oppført på vegne av sine kunder må godkjennes av Finanstilsynet.

SKAGEN er aktive i arbeidet med å harmonisere regelverket på tvers av landegrensene i Europa, for å tilrettelegge for best mulig infrastruktur for kundene uansett hvilket land de er hjemhørende i.

Tilsyn og depot

Alle norskregistrerte verdipapirfond er underlagt tilsyn av Finanstilsynet. Finanstilsynet godkjenner etablering av alle norske verdipapirfond. I tillegg skal forvaltningsselskapene regelmessig rapportere om sin virksomhet til Finanstilsynet. Finanstilsynet kan til enhver tid innhente informasjon om forvaltningsselskapet og dets virksomhet, samt gjennomføre stedlige tilsyn.

Alle forvaltningsselskaper plikter å inngå avtale om depot av fondets midler med en kredittinstitusjon (depotmottaker) for å sikre at midler som tilhører fondet holdes adskilt fra forvaltningsselskapets midler og derigjennom å ivareta andelseiernes interesser. Depotmottaker skal føre kontroll med forvaltningsselskapets disposisjoner, men har ingen egen disposisjonsrett over fondets midler.

Kjøp når andre tvinges til salg

Når aksjemarkedene er lavt priset og andre selger hals over hode viser historien at SKAGENS porteføljeforvaltere får større muligheter til å finne særlig undervurderte selskaper til fordel for våre andelseiere.

SKAGENS porteføljeforvaltere har frihet til å gå mot strømmen i harde tider og investere i utvalgte billige selskaper hvor andre er tvunget til å selge. Det har ofte gitt gode resultater. Denne delen av SKAGENS erfaring er høyst aktuell i dagens marked. Etter et brokete aksjeår i 2011 er selskapene i fondenes porteføljer lavt prissatt, både i forhold til inntjening og bokført verdi.

Siden SKAGEN ble grunnlagt i 1993 har vi opplevd Mexico-krisen i 1995, Asia-krisen i 1997, krisen i Russland i 1998, dot-com boblens sprekk i 2000-2002, finanssammenbruddet i 2008 og statsgjeldskrisen i 2011. Selv om SKAGEN bare har eksistert i 18 år, har disse opplevelsene gjort oss rike på erfaring. Bakteppet til krisene er ulike, men erfaringen er den samme: Vi finner de billigste selskapene når det er krise i markedene.

- Kjennetegnet på en finanskris, som høsten 2011, er at det er mange tvungne selgere i aksjemarkedene. For eksempel kan større institusjonelle investorer ha interne og regulatoriske krav og forpliktelser de må leve opp til, slik at de ikke kan håndtere store kortsiktige tap. Det gir lav likviditet i markedet og irrasjonell lav prisfastsettelse – og dermed muligheter på sikt

for investorer som oss, sier porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud.

Mulige vinnere

Porteføljeforvalterne Kristoffer Stensrud og Kristian Falnes har lengst erfaring i aksjefondene, og har begge dratt fordeler av å plukke selskaper når markedene har vært på bunn. Før vi tar et tilbakeblikk skal vi først se på et par friske spådommer om hvilke selskaper som kommer til å utmerke seg etter denne krisen.

Renault, Gazprom, China Mobile og Bharti Airtel er blant selskapene som kan få en opptur i følge porteføljeforvalterne.

- Man får kjerneforretningen i Renault billigere enn gratis nå. Verdien av selskapets aksjeposter i blant annet Nissan er klart høyere enn verdien av selskapet samlet sett. Selskapet har et dårlig hjemmemarked i Søreuropa, men vokser i vekstmarkedene og er ikke lengre under finansiell stress. Vi har tjent på opptur i Renault en gang og forventer at det gjentar seg, sier Falnes.

- Gazprom har et helt unikt ressursgrunnlag, og for fire år siden var selskapet voldsomt populært blant aksjonærene. Selskapet har siden den gang forbedret sin utnyttelse av akti-

vaene, blant annet med salg til Kina. Denne forbedringen har ikke overbevist investorene, som frykter dårlig ledelse. Det er nå tegn til bedring i selskapsstyringen, blant annet med stigende utbytter, sier Stensrud.

- Både China Mobile og Bharti Airtel er i nøkkelposisjon til å bringe internett og mobil kommunikasjon til Asia, India og Afrika. Vi har bare sett begynnelsen av dette, ivrer han.

Fremgang etter krise

Historisk har SKAGENS fond klart seg meget godt i oppgangstider etter en krise, og disse oppgangsperiodene har bidratt vesentlig til fondenes høye avkastning. I 2003 steg aksjefondene mellom 63 og 103 prosent, i 2009 mellom 27 og 63 prosent.

Selskapene i SKAGENS porteføljer har ikke nødvendigvis ligget i landene som har vært i krisenes sentrum, der man har sett de absolutte bunnkursene. Derimot har hver enkelt finanskris hatt en global effekt som har skapt muligheter i alle markeder.

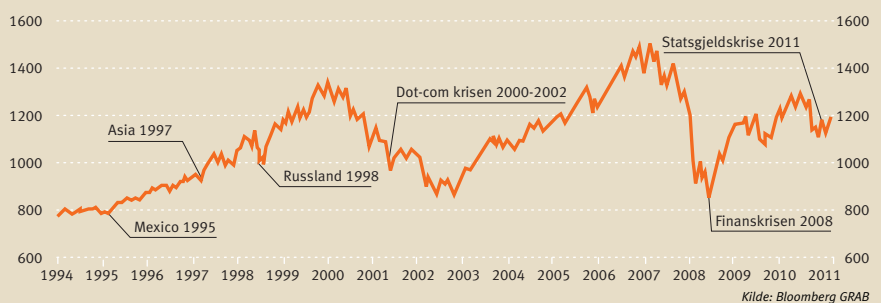
- Eksempelvis investerte SKAGENS aksjefond i utvalgte danske og greske aksjer på høsten 1998. Ingen av disse områdene var kriserammede. Derimot utviklet Hellas seg



Porteføljeforvalter Kristian Falnes

MANGE FINANSKRISER I SKAGENS LEVETID

MSCI World Index siden desember 1993



Kilde: Bloomberg GRAB

til en overvurderte boble i 1999, da grekerne klemte seg inn i euro-sonen. Det tjente vi godt på, forteller Falnes.

- Som porteføljeforvalter skal man spre sine investeringer og plukke levedyktige selskaper som man kan eie i årevis. Selv om vi fremhever mulighetene i en krise, er vi ikke konstant på farten mellom verdens urosentre på jakt etter et kupp, tilføyer han.

Dyster markedsrapport

Finanskriser er som regel en voldsom opplevelse mens de står på, både for porteføljeforvalterne og andelseierne.

Da Russlands krisen brøt ut i august 1998 mistet fondene brått rundt 15 prosent av verdien. Porteføljeforvalterne hadde også den gang fotfeste i SKAGENS investeringsfilosofi og sammenfattet situasjonen på denne måten:

- I vår grunnholdning ligger at det er umulig å spå markedets topper og bunner. men at selskapenes resultater, vekst og en i utgangspunktet nøktern vurdering over tid skal gi gode resultater. Slike investeringsmuligheter finner vi lettest i de svakeste aksjemarkedene. Disse gir også størst mulighet for tap, hvis ikke risikopredning og kvalitet kontrolleres nøye.

Den gang var utfordringene Asia og Russland, såkalte vekstmarkeder. Høsten 2011 var Europa sentrum for vanskelighetene. Men budskapet er det samme.

Ekstremt lav tillit

Under den langtrukne aksjenedturen i 2000-2002 klarte SKAGENS aksjefond seg godt sammenliknet med markedene. Andelsverdien var likevel redusert etter tre harde år.

I november 2002 gjorde porteføljeforvalterne opp status og spådde en lysere fremtid.

- Det var ekstremt lav tillit til aksjer, og de globale vekstmarkedene som aktivaklasse var helt i bunn i 2002. Det var bakgrunnen for opprettelsen av SKAGEN Kon-Tiki. Shipping var

spesielt presset, etter å ha levert lav avkastning på kapitalen i 20 år, forteller Stensrud.

- Kinas medlemskap i verdenshandelsorganisasjonen WTO i 2001 endret den globale handelssituasjonen for alltid, og førte til en gigantisk shipping boom. Tegnene var tydelige allerede den gang, og i 2003 var avkastningen voldsom, tilføyer han.

Russlands medlemskap i WTO i 2012 vil neppe gi samme verdensrystende effekt som Kinas inntreden gjorde, men porteføljeforvalterne ser fram til at medlemskapet kan sette fart i handel og investeringer.

Russisk gevinst

Etterkrigstidens største finanskriser var sterkest i 2008 og de to første måneder i 2009. SKAGENS aksjefond holdt fast ved investeringsfilosofien i 2008. og opplevde tøffe tider på grunn av det. Vi økte ikke omløpshastigheten i fondene, det vil si at vi ikke byttet ut porteføljen bare på grunn av krisen. Relativt sett var det en fordel å være lite investert i de ulykksalige finansaksjene, men vekstmarkedene klarte seg vesentlig dårligere enn USA og Japan, både når det gjaldt aksjer og valuta.

I 2009 lå aksjemarkedene og især Russland brakk. Fondene investerte i de russiske mobil- og dagligvaresektorene der aksjekursene bokstavelig talt var på bunn. Tre mobiloperatører kom inn i porteføljene. Relativt sett klarte Vimpelcom og MTS seg best, men mest synlig var SKAGEN Kon-Tikis milliardgevinst i mobilkonglomeratet Sistema. I dagligvaresektoren investerte fondene i X5, Magnit og Efes Breweries

- Russland fikk mest juling av alle, og det var uten grunn. Det var de dominerende milliardærene, oligarkene, som var ille ute, ikke staten. All kreditt tørket inn og det var masse-likvidering i russiske aktiva. Vi vurderte potensialet til å være større enn den finansielle risikoen, sier Stensrud.



Porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud

Blink- og bomskudd

Selv om SKAGENS aksjefond har brede investeringsmandater kan de bare være investert i en brøkdel av verdens mer enn 60.000 børsnoterte aksjeselskaper. Det kan være muligheter vi går glipp av og tap vi må tåle. Samsung Electronics, som kom inn i porteføljen i 1997, var et skikkelig blinkskudd, og har siden den gang gitt gode bidrag til avkastningen.

I årenes løp har det også vært noen bomskudd, men det verste porteføljeforvalterne vet er å ha vært på sporet uten å ha investert.

- Vi så grundig på investeringscaset Apple i 2002. Den gang bygget de opp sitt univers i det stille og var i gang med iPod. Teknologi var utrolig upopulært og derfor var selskapet billig. Vi så ikke den nye trenden, at de ville kapre forbrukermarkedet med iPhone i 2007. Vi undervurderte dem som alle andre. Siden er aksjen steget fra 10 til 400 dollar og Apple har blitt verdens høyest verdsette selskap, brummer Stensrud. Det ergrer ham fortsatt, ti år etter. Man kan som kjent ikke treffe blink hver gang.

Christian Jessen

ANALYTIKER



-Handlinger sier mer enn ord

SKAGEN er mer opptatt av hva selskapene faktisk gjør enn det de sier de skal gjøre. Vi ser etter selskaper hvor det er samsvar mellom liv og lære.

Tidligere i min karriere har jeg vært ansvarlig for investorkommunikasjon i to børsnoterte selskaper. Denne erfaringen drar jeg nytte av i mitt arbeid som porteføljeforvalter i SKAGEN Vekst, både under analysen av selskapene og i dialogen med dem.

Ethvert børsnotert selskap med respekt for seg selv er åpne om sine langsiktige planer. Selskapet vil for eksempel styrke sin markedsposisjon, øke forrentningen av sin kapital og delta i veloverveide oppkjøp. For å nå målene vil selskapene være tettest mulig på kundene, utvikle og forbedre produktene og tiltrekke seg de best kvalifiserte medarbeiderne. Næringslivet er darwinistisk. Hvis selskapet ikke søker vekst og dominans i sitt markedsområde, er det allerede på vei ut.

Alle selskapene lykkes ikke i å realisere sine mål og drømmer. Hadde de klart det, ville jordens omsetning vært mye større enn den faktisk er. Som porteføljeforvaltere må vi skille mellom selskapene som bruker store ord og de som jobber målrettet for å realisere sine planer.

Skjult agenda

Ledelsens egentlige dagsorden er ofte en annen enn det selskapet forteller utad. Den kan også være i strid med investorenes interesser. Ledelsens sanne agenda kan for eksempel være: "Vi er ikke ledende i vårt forretningsområde. Gjennom kostnadsreduksjoner og lavere investeringer i fremtiden kan vi likevel skape god

inntjening de kommende årene. Dermed stiger aksjekursen."

En slik dagsorden betyr at selskapet prioriterer kortsiktig aksjekursstigning på bekostning av det langsiktige verdipotensialet. Investorene ser primært den løpende forbedringen i inntjeningen. Den tilsynelatende positive utviklingen kan gjøre det vanskelig å få øye på at selskapet faktisk undergraver sin egen langsiktige konkurransekraft. Det øker risikoen for investorene betydelig.

Det tenkte eksempelet er satt på spissen, men forklarer hvorfor SKAGEN som aktive, langsiktige investorer foretrekker å analysere hva selskapene faktisk gjør, enn å basere verdifastsettelsen på kommuniserte fremtidsplaner. Handlinger sier mer enn ord.

Nyttig erfaring

Aksjonærer får del i virksomhetens inntjening ved at selskapet gir utbytter. Utbytteforventningen blir innregnet i aksjekursen. Investorenes tro på selskapets fremtid er avgjørende for aksjekursen, og selskapene er derfor interessert i å tegne et positivt bilde. Veien til god fremtidig inntjening er at selskapet hver dag treffer fornuftige beslutninger.

I min erfaring stiller de beste investorene og analytikerne konkrete spørsmål om hva som faktisk foregår i et selskap, her og nå. De beste selskapene leverer troverdige svar og reduserer dermed investorenes usikkerhet.

Sterke forretningsmodeller

Som langsiktig investor kan SKAGEN utnytte markedets overdrevne stemningsskift og kurssvingninger i forhold til de underliggende verdiene i selskapene. Grunnlaget for fondenes avkastning er likevel investeringer i lavt vurderte selskaper, som over tid forbedrer sine resultater. Vi selger med gevinst når markedsdeltakerne ønsker å betale en (for) høy pris for våre aksjer.

Forretningsmodellen er avgjørende for selskapets evne til å skape resultater. Når vi analyserer et selskap prøver vi å avdekke hvordan selskapet jevnt og trutt arbeider for å tilfredsstille sine kunders behov og derigjennom skape inntjening og resultater for aksjonærene.

Analytikerne vil fremheve at det finnes mange forskjellige forretningsmodeller. Vår holdning er at essensen er den samme: Selskapets omsetning bør være klart høyere enn driftskostnadene og investeringene. Selskapet

KONGSBERG GRUPPEN

I 2006 sa Kongsberg Gruppen at deres mål var å doble salget og øke inntjeningsmarginen innen 3-5 år. Konkret skulle det skje ved å klatre i verdikjeden for forretningsområdene maritime og forsvarsrelaterte systemer. SKAGEN og andre langsiktige investorer har fulgt Kongsberg Gruppen kvartal for kvartal, år for år, og i 2009 ble målet nådd. Aksjen har reagert i takt med utviklingen, selv om den fikk et tilbakeslag i 2011.



Hyundai er Sør-Koreas største bilprodusent. Fra fabrikkene i Ulsan. Virksomhetens forretningsmodell har skapt betydelige verdier for aksjonærene.

bør klare å skape en forrentning av kapitalen som klart overstiger kapitalkostnadene. Dette skaper en naturlig og god kapitalflyt.

Sjekk av selskapets tilstand

Verdien av SKAGNs aksjefond svinger fra år til år. Verdifastsettelsen av de enkelte selskapene i porteføljen svinger enda mer. Etter vår oppfatning er aksjekursendringene større enn endringene i selskapenes reelle verdi skulle tilsi. Som aksjonærer forventer vi at eierperioden blir begivenhetsrik og fylt med gleder og skuffelser. Det langsiktige målet er et godt resultat for hver enkelt investering.

Vi følger alle selskapene vi har investert i og overvåker resultatene og utviklingen i deres virksomhet. Vi gjør vårt beste for å eliminere støy fra medier og markeder for å holde fokus på reelle endringer. Den enkleste formen for overvåking er å observere utviklingen av aksjekursen. Men siden aksjekursen er en funksjon av mange faktorer som vektas av samtlige markedsdeltakere, og gjerne svinger mer enn de fundamentale selskapsverdiene, må det mer til.

Selskapene i porteføljen lager budsjetter, aktivitetsplaner og driftsplaner, som skal lede mot et langsiktig strategisk mål. Selv om styret

og ledelsen i selskapet sitter tett på driften, er det min oppfatning at de ikke vet mer om framtiden enn eksterne analytikere som kjenner deres sektor og de generelle økonomiske utviklingstendensene.

SKAGEN lager egne analyser, studerer selskapets regnskaper, regnskapene til konkurrentene og leser sektoranalyser og generelle økonomiske studier. I tillegg snakker vi med ledelsen i selskapene for å røyke ut deres reelle vurdering av omsetningen, kostnadene og kapitalbehovet. Vi får enten bekreftet vår oppfatning av selskapet, eller blir bekymret for utviklingen og intensjonene. Vi uttrykker vår bekymring når det er grunn til det, og støtter opp om virksomheten når utviklingen er god.

Motivert for å skape verdier

Det hender at våre analyser ikke innfrir og selskapet ikke er så veldrevet som vi forventer. I tillegg kan det skje ting i omverdenen som forverrer selskapets fremtidige inntjening. Dette fører som oftest til at vi selger aksjene. Har vi rett mer enn annenhver gang vil det gi en fornuftig avkastning i fondene på sikt.

Selskapets organisering kan være vanskelig å tallfeste, men har stor betydning for selska-

pets fremtidige muligheter. Vi vurderer blant annet om ledelsen blir avlønnet hensiktsmessig, om selskapets ledelse virker motivert for å skape verdi på lang sikt, også for aksjonærene, og om selskapet har sine ansatte med på laget.

SKAGEN foretar langsiktige investeringer og det er essensielt for oss å forstå selskapenes arbeid. Det tar tid å skape resultater og veien til målet går via en rekke delmål. Selskapet må hele tiden foreta vellykkede beslutninger. Derfor sjekker vi jevnlig at det er samsvar mellom liv og lære i selskapene. Handlinger sier mer enn ord.

Ole Sæberg

PORTEFØLJEFORVALTER



Fem bud for verdiinvestorer

For å lykkes som aktiv verdibasert investor er det ikke nok å finne selskaper som i dag er lavt priset basert på inntjening og bokført egenkapital.



Benjamin Graham og David Dodd etablerte tidlig på 1930-tallet en egen filosofi for investering i verdiaksjer. Tanken var enkel. Ved å fokusere på fundamental selskapsanalyse kan investorene oppnå gode resultater i aksjemarkedet. Analysen bestod i hovedsak av å finne selskaper som ble handlet til en vesentlig rabatt i forhold til inntjening (P/E) og bokført egenkapital (P/B).

Tankegodset til Graham og Dodd gir fortsatt fast grunn under føttene i urolige markeder. Utfordringen for verdiinvestorer er imidlertid at utgangspunktet er statisk. Bedriftenes nøkkeltall analyseres uten å ta høyde for at selskapet er i stadig endring. For en langsiktig investor, med 3-5 års perspektiv, får disse endringene ofte betydelige effekter på selskapets fundamentale verdi.

Vår erfaring er at kombinasjonen av å kjøpe billig og å ha god forståelse for hva som påvirker bedriften over tid, er nøkkelen til langsiktig suksess.

Med dette i bakhodet tar vi her for oss fem sentrale suksesskriterier for en aktiv verdibasert aksjeinvestor, som SKAGEN.

Første bud: Unngå tap

Dersom en ønsker å tjene penger, er det ofte et godt utgangspunkt å unngå å tape penger. Da er det viktig å skille mellom midlertidige og

permanente tap av kapital.

Et midlertidig tap skjer når en aksje faller i pris selv om det ikke har funnet sted noen endringer i selskapets underliggende verdier. Et permanent tap oppstår når selskapets fundamentale verdi endres fordi fremtidige muligheter til å tjene penger svekkes.

Historisk har det vært to hovedkilder til permanent tap for verdibaserte investorer. Den første, og viktigste, er gjeld. Vår erfaring er at selskaper som tar opp mye lån for å tjene penger skal behandles med stor grad av skepsis, banker inkludert. Årsaken er en mindre sikkerhetsmargin ved svingninger i resultatet fra den ordinære driften. Et dårlig driftsår, som enten skyldes svak realøkonomi eller andre uforutsette hendelser, kan lett føre til at selskapet tvinges til å reise ny kapital, eller i verste fall å gå til skifteretten. Begge utfall gjør uopprettelig skade for aksjonærene.

Et mer stille skadedyr er "creative destruction", som enkelt forklart er den iboende kapitalistiske prosessen hvor nye og kostbare produkter erstattes av bedre og/eller billigere produkter. Det gjør at selskapenes konkurransefordel og profitt gradvis eroderer over tid. Du som forbruker får billigere og bedre mobiltelefoner og TVer, mens produsenter som ikke er konkurransedyktige bukker under.

Tar man en titt på de opprinnelige selska-

pene i den amerikanske aksjeindeksen Dow Jones, er det i dag bare to av totalt 30 som eksisterer i sin opprinnelige form. Kapitalismen er kapitalistens verste fiende.

Andre bud: Vekst er vår venn når vi får den billig

Ofte skapes det et kunstig skille mellom vekst og verdiaksjer. Den fundamentale verdien til et selskap er en funksjon av fremtidige kontantstrømmer. Størrelsen på kontantstrømmene knyttes opp mot forventet vekst i inntjeningen.

FLERE SOFISTIKERTE AKTØRER

Dagens aksjemarked består av mer sofistikerte aktører enn det Benjamin Graham og David Dodd opererte i for 80 år siden. Et voksende antall datamaskiner og forvaltere skanner de globale aksjemarkedene daglig på jakt etter feilprisede aksjer. Å finne gode investeringer bare basert på statiske måltall har dermed blitt vanskeligere over de siste 20 årene.

Aksjemarkedets iboende paradoks er likevel at den kollektive langsiktighet og rasjonalitet fortsatt er synkende.

Er SKAGENs investeringsfilosofi tilpasset at aksjemarkedene er i stadig endring? Vi tror det. Kunsten er å kombinere Graham og Dodds statiske prinsipper med en dyp forståelse av hvordan endringer i selskapsdynamikken skaper verdier for aksjonærene. Så lenge selskapene skaper verdier, og markedene fortsetter å lide av humørsyke, bør denne kombinasjonen også kunne fungere i tiden fremover.

Fordi vekst er en komponent i verddivurderingen av et selskap, er de to uatskillelige - både i praksis og teorien.

Historien har vist at mange investorer er villige til å betale en irrasjonell høy pris på forventninger om høy fremtidig vekst. Derfor håndterer vi alltid forventninger til fremtidig vekst med en stor dose sunn fornuft og skepsis. Betalingsviljen vår for vekst er avhengig av prisen, og i hvilken grad av sikkerhet den fremtidige inntjeningsveksten kan estimeres.

Til tross for vår innebygde skepsis, har inntjeningsveksten for selskapene over tid vist seg å være en av de viktigste driverne for avkastningen til noen av SKAGENs største og beste investeringer.

Samsung Electronics er et godt eksempel på hvordan vekst fungerer som vedvarende verdiskaper. Da selskapet først ble tatt inn i porteføljen til SKAGEN Global i desember 1997, ble verdien av gjelden og egenkapitalen handlet til 5,6 ganger kontantstrømmen (EV/EBITDA). I dag, 14 år senere, er forholdstallet det samme. I denne perioden har vi som aksjonærer kunnet glede oss over en årlig gjennomsnittlig avkastning på 28 prosent, takket være en 25 prosent årlig inntjeningsvekst.

Tredje bud: Egenkapitalavkastning er langsiktige investorers beste venn

Sett med en verdiinvestors øyne er avkastningen selskapet oppnår på sin egenkapital vekstens tvillingbror. Vekst krever nemlig kapital, og avkastningen på denne avgjør i hvilken grad veksten er verdiskapende eller ødeleggende.

Det er vanskelig for et selskap å skape verdier for eierne - både med og uten vekst, dersom de ikke kan vise solid avkastning på egenkapitalen. Derfor er det på lang sikt nesten umulig å oppnå høyere avkastning på aksjene enn det selskapet oppnår på sin egenkapital.

Mye av vår preferanse for koreanske selskaper fremfor japanske skyldes at koreanerne er adskillig flinkere til å skape vekst via avkastning på egenkapitalen enn japanerne.

Fjerde bud: God ledelse er bedre enn dårlig

SKAGEN er skeptisk til å sette god ledelse som det eneste kriteriet for å investere i et selskap. Ledelsens evne og vilje til å skape verdier er likevel avgjørende for om selskapets underliggende verdier foreldes, eller rustet bort.

Ledere som forrenter aksjonærenes penger best mulig ved å være fokuserte og dyktige på den operasjonelle driften setter vi selvsagt pris på. En dyktig, finansielt orientert ledelse, som deler verdiskapningen med aksjonærene gjennom utbytter, tilbakekjøp av aksjer og strukturelle finansielle grep er også i SKAGENs ånd.

Dersom ledelsen i et selskap har en dårlig historie å vise til, eller fortsatt sliter med frynsete rykte, vil ikke det nødvendigvis utelukke



Foto: Bloomberg

Vekst er vår venn, som i tilfellet med Samsung Electronics. Takket være jevn årlig inntjeningsvekst, har selskapet gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 28 prosent siden 1997.

en investering fra vår side. Hvis det er endringer på gang i ledelsen som kan være en trigger for aksjekursen, kan vi være interesserte. Likeledes om de underliggende verdiene er av så høy kvalitet at selv en katastrofal ledelse har problemer med å ødelegge dem. Ett eksempel på sistnevnte er det brasilianske statsdominerte kraftselskapet Eletrobras, som er en relativ stor investering i alle våre tre aksjefond.

En god lærdom hva gjelder god og dårlig ledelse har vi fått innen riggsektoren. I 2005-2006 valgte våre aksjefond å investere i amerikanske Pride International (Pride). Selskapets rigger var da lavt priset i forhold til antatt markedsverdi, men selskapet hadde en dårlig ledelse.

Omtrent på samme tidspunkt valgte SKAGEN Kon-Tiki å kjøpe aksjer i Seadrill. Basert på prisingen av riggene var Seadrill objektivt sett dyrere basert på pris i forhold til bokført egenkapital (P/B), men ledelsen var vesentlig bedre til å skape verdier for aksjonærene.

Da Pride i 2011 ble kjøpt opp av den amerikanske konkurrenten Ensco viste fasiten at vi siden utgangen av 2005 bare hadde oppnådd en samlet avkastning på 45 prosent på våre Pride-aksjer. Seadrill kunne i samme periode vise til en avkastning på 458 prosent!

Femte bud: Utbytte - ja takk

I det lange bildet viser det meste av empiri at selskapenes utbytter utgjør rundt 50 prosent av avkastningen en kan forvente å få i aksjemarkedet. Litt forenklet kan en derfor si at ved å kjøpe aksjer som gir solide utbytter er en halvveis til målet om å slå markedet. Og en slik drahjelp kan jo ikke aktive forvaltere som oss si nei til.

Effekten av utbytter slår sterkere ut på lang enn på kort sikt og det gjør at ofte de undervurderes av kortsiktige investorer. Det er også noe

av grunnen til at en rekke akademiske studier viser at aksjer med høyt utbytte over tid har høyere avkastning enn aksjer med lavt eller ikke noe utbytte.

Utover den rent økonomiske effekten av utbytte er vår erfaring at en solid forankret utbyttepolitikk er god indikasjon på selskapets langsiktige helse, og ledelsens vilje til å skape verdier for aksjonærene. Dessuten er utbytter et langt bedre instrument til å belønne aksjonærene enn programmer for tilbakekjøp av egne aksjer. Det skyldes at selskapene stort sett er dårlige investorer i egne aksjer. En nylig studie fra McKinsey viste at i 77 prosent av tilfellene ville aksjonærene vært bedre tjent med å motta kvartalsvise utbytter som de selv reinvesterte i aksjen.

Et praktisk eksempel på dette så vi under finanskrisen. Da frykten satte inn ble de fleste programmene for tilbakekjøp av egne aksjer kansellert. Selskapene fortsatte imidlertid, stort sett, å betale utbytter. De aksjonærene som fortsatt mottok utbytte kunne dermed selv velge å kjøpe flere billige aksjer. Aksjonærer som derimot opplevde kansellerte programmer for tilbakekjøp gikk glipp av denne muligheten, da deres penger var "strandet" på selskapets bankkonto.

Torkell Eide

PORTEFØLJEFORVALTER



Berg-og-dalbanemarkeder - Muligheter og risiko

Tross markedenes brå kast mener visse økonomer at markedet alltid har rett og at det er umulig å prestere bedre enn indeks. Vi mener at markedene tidvis tar feil og at det er fullt mulig å prestere bedre enn indeks.



Foto: iStockphoto

”Frustrerende”. Slik omtalte porteføljeforvalter Torkell Eide aksjemarkedet i en gjestekronikk i Kapital i oktober 2011. Det frustrerende var markedets høye korrelasjon, det vil si perioder hvor aksjer som gruppe beveger seg i samme retning, opp eller ned, som følge av makroøkonomisk uro.

For markedet spiller det i slike situasjoner en mindre rolle om et enkelt selskap leverer bra resultat eller ikke – hvert fall på kort sikt. Generelt kan en høy korrelasjon være en kjøp situasjon for aktive aksjeplukkere som SKAGEN, som velger selskaper basert på deres prestasjoner.

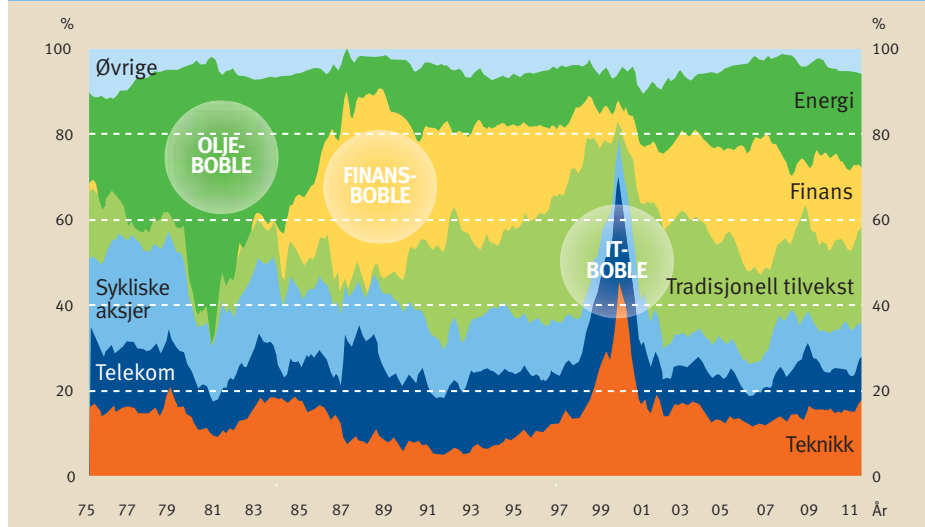
Den andre siden av medaljen er at det kan oppstå bra kjøpsanledninger når markedet opptrer irrasjonelt. Investeringer som forhåpentligvis kan belønnes når korrelasjonen i markedene avtar og selskapene prises etter sine prestasjoner.

I et intervju med Terrance Odean, finansprofessor med behavioural finance som spesialitet, uttrykker han ingen videre forbauselse over at markedet opptrer irrasjonelt.

Lærdommene fra finansiell atferdsteori, hvordan menneskelig psykologi påvirker markedene, har funnet lett tilgjengelige for investorer i mange tiår - hvordan har det seg at vi ikke ser mer bevis på rasjonell atferd i markedene?

- Dersom investorer som gruppe hadde dratt rask lærdom av sine egne og andres feil ville de vært eksepsjonelle i menneskehetens historie. Det er de ikke. Jeg mistenker at flertallet av investorer som leser min forskning, som viser at investorer driver for mye trading, tenker for seg selv ”det er alle andre som trader for mye, ikke jeg”, sier Odean.

GLOBAL SEKTORBALANSE



Utviklingen for de største globale børselskaperne (Mega-Cap Universe) fra 1975 til slutten av 2011 viser at det historisk har oppstått finansbobler i forskjellige bransjer. Kilde: MSCI & Bernstein Research.

Flokkatferd

Et marked med høy korrelasjon viser den menneskelige psykologiens effekter og flokkatferd, et fenomen som Terrance Odean mener hemmer investorenes avkastning. Det er også et fenomen som SKAGEN streber å unngå ved å bruke investeringsfilosofien. Den går ut på å investere i upopulære, underanalyserte og undervurderte selskaper - det vil si å gå mot strømmen.

Det er ingen nyhet at samfunnsøkonomien pendler opp og ned i lav- og høykonjunktur. Aller mest svinger det i aksjemarkedene, noe som har vært ekstra tydelig siden finanskrisen startet i 2008. Men er de brå kastene berettiget?

Forenklet kan man si at aksjer prises på for-

ventninger om selskapenes fremtidige fortjenester. Er det en forventning om stadig stigende fortjeneste går aksjeprisene opp i en skyfri himmel. Om økonomiens veksthastighet derimot går ned, faller forventningene, det samme gjør fremtidstilliten, med kraftige børsfall som følge.

For SKAGEN er det tidvis åpenbart at markedene ikke prissetter aksjer på en måte som oppleves som korrekt på lang sikt. Det ser man tydelig i den historiske bransjebalansen blant globale storselskaper.

Grafen over illustrerer bobler som har oppstått i forskjellige bransjer - senest i forbindelse med den såkalte dot-comboblen ved årtusenskiftet (boblen lengst til høyre i grafen).

Bobleperiodene er tider når prisingen på bransjeselskaper ikke tilsvarer den verdiskapningen som bransjene har klart å levere på lang sikt.

Atferdsteoretikere mener at mennesket har en tilbøyelighet til å tro at en trend som varer en stund også vil fortsette fremover. Enkelt beskrevet, dersom prisen på aksjer går opp, ønsker personer å investere i troen på at tendensen skal fortsette. Det kan drive opp aksjekursene enda høyere, som igjen kan få enda flere personer til å henge seg på den stadig sterkere trenden. I ekstremtilfeller skapes en boble som ikke har med rasjonelle verdier eller verdiskapning å gjøre. Det motsatte gjelder når boblen vel har sprukket. Nok en gang følger investorene trenden med synkende aksjekurser i det som til slutt kan ses som et overdrevet kursras. Prisingen på verdipapirer er igjen frakoblet fra rasjonelle verdier og styres i stedet av angst for at aksjekursene skal fortsette å synke og skape enda større tap.

Utifra den forskningen som er gjort innenfor finansiell atferdsteori - har markedet overhodet blitt mer rasjonelt på de siste 25 årene?

- Jeg tror ikke at menneskets psykologi forandres mye på 25 år. Men institusjonelle investorer er mer sofistikerte i dag enn hva de var for 25 år siden, og det merkes, sier Odean.

Han nevner to områder hvor tekniske endringer har økt sårbarheten for brå endringer i markedene, uten forankring i fundamentale verdier.

1. Datamaskinstyrte aksjehandelsstrategier kan for eksempel forårsake den type krasj som skjedde i oktober 1987 eller 6. mai 2010.
2. Korrelerte trading-strategier førte til at høyt belånte hedgefond i løpet av få dager i august 2007 ikke overlevde på grunn av dårlig likviditet. Krasjet så ikke ut til å være drevet av fundamentale årsaker.

Flaks eller dyktighet?

Tilhengerne av den rasjonelle markedsteorien hevder at markedene fortsatt er rasjonelt styrte. Det som bryter mot det rasjonelle blir

erklært som tilfeldige anomalier eller avvik. At markedet er rasjonelt betyr at all informasjon sprer seg effektivt, og at det over tid ikke er mulig å fatte bedre investeringsbeslutninger enn gjennomsnittet.

Beviselig finnes det forvaltere og investorer som over tid har klart å slå indeks. Hvordan forklares det av økonomene som støtter teorien om effektive markeder? Det henger kort og godt sammen med flaks, hevdet for eksempel økonomiprofessor Harry Flam i SVT's program "Oppdrag Granskning" i januar 2008.

Harry Flam ble intervjuet i den svenske utgaven av Markedsrapporten nummer 4, 2009. Da ble han spurt hvor lang tid det må gå før man kan utelukke flaks som årsak til at en forvalter klarer å slå indeks. "Grovt regnet seks år. Det vil si, det er usannsynlig å slå gjennomsnittet syv år på rad på grunn av flaks. Forskningen har ingen forklaring på hvorfor visse forvaltere klarer å slå indeks over lengre tid," sa professoren den gang.

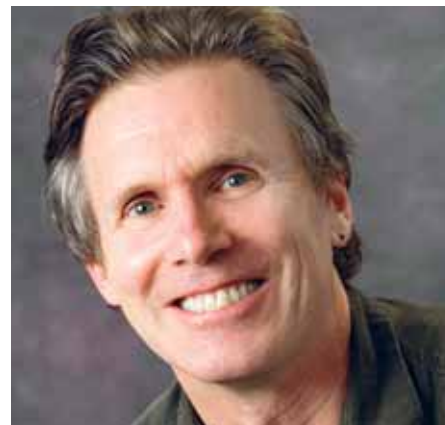
SKAGENs porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud har slått indeks hvert eneste år siden 1993, i alle fond han har forvaltet. Alle SKAGENs aksjefond har dessuten slått sine referanseindekser over tid.

Superinvestoren Warren Buffett er et annet eksempel på en investor som har skapt merverdi utover markedsgjennomsnittet. Odeans favorittsitat med hensyn til om markedene er effektive eller ikke kommer nettopp fra Buffett: "I'd be a bum on the street with a tin cup if the markets were always efficient."

Det kan legges til at Buffetts selskap Berkshire Hathaway for andre gang siden 1990 ikke klarte å prestere bedre enn den amerikanske indeksen S&P 500 i 2011. Det var også det andre året SKAGEN Global ikke klarte å slå sin referanseindeks siden starten i 1997.

Bedre enn snittet

La oss igjen kaste et blikk på grafen med historiske bobler. Som følge av boblen som oppsto



Terrance Odean er professor i finansiell økonomi ved Berkeleyuniversitetet i USA, med finansiell atferdsteori som spesialitet.

mot slutten av 1990-tallet, først gjennom oppblåste priser blant amerikanske storselskaper (blue chips) og deretter IT-selskapene, har det tatt tolv lange år for aksjemarkedene å justere ned selskapsprisene til mer normale og attraktive nivåer.

For de som har fulgt flokken på de globale markedene, har verdensindeksen gitt en totalavkastning på 14 prosent siden august 1997. Den som i samme periode har vært investert i SKAGEN Global har fått en avkastning på 658 prosent per slutten av desember 2011.

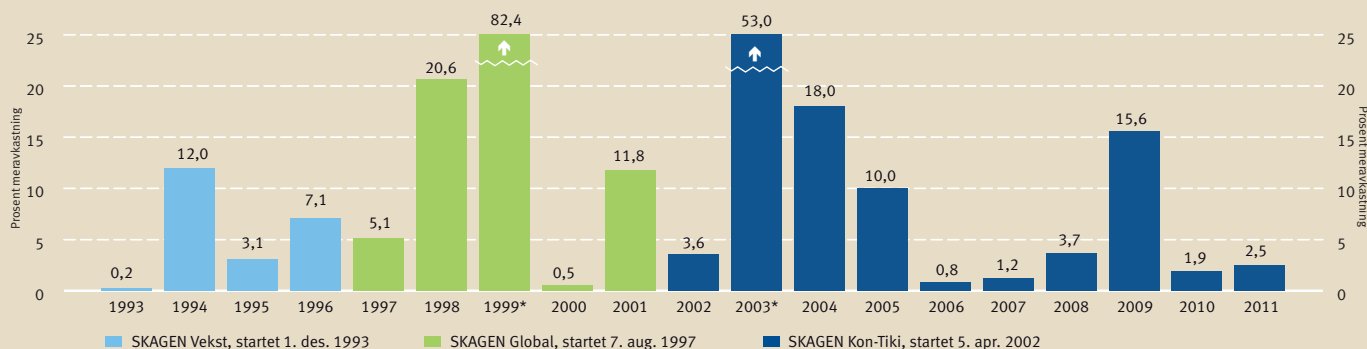
Forvaltere som SKAGEN og investorer som Warren Buffett kan i noen grad takke markedenes manglende evne til å prissette aksjene riktig for sin langsiktige fremgang. Det gjenstår å se om markedene fortsetter å se seg irrasjonelt fra tid til annen, og om SKAGEN vil fortsette å dra nytte av dette.

Michael Metzler

KOMMUNIKATØR



KRISTOFFER STENSURD HAR SLÅTT INDEKSEN HVERT ÅR. SØYLENE VISER HVOR MYE OVER INDEKSEN HAN HAR PRESTERT, 1993-2011



*Søylene for 1999 og 2003 er brutte av hensyn til illustrasjonen.

Kilde: SKAGEN AS

God ledelse er gull verdt

Hvilke prinsipper et selskap ledes etter, hvem som er hovedeiere og hvilken innflytelse disse har på ledelsen, er en naturlig, og nødvendig, del av forarbeidet til en god investeringsbeslutning i SKAGEN.

Hvordan et selskap styres påvirker hvordan markedet verdsetter selskapet. God ledelse gir grunnlag for verdiskaping og reduserer generelt risikoen for regnskapsskandaler og annet fusk som kan gi dramatiske fall i aksjekursene.

Hvordan markedet oppfatter selskapsstyringen påvirker aksjekursen. SKAGEN kan få uttelling hvis vi klarer å finne et selskap der markedets oppfatning av selskapsstyringen er dårligere enn vår vurdering, og det er muligheter for at selskapets verdier blir gjort synlig for flere.

Ikke alle koreanere er japanske

Det koreanske aksjemarkedet har lidd under markedets oppfatning av at selskapene har dårlig corporate governance, og det har gitt lavere prisfastsettelse. Det trekkes ofte paralleller til Japan, hvor selskapene generelt har forrentet sin kapital dårlig, og aksjonærene historisk har hatt liten innflytelse. Det finnes flere slike eksempler i Korea, men også unntak.

SKAGENS gamle kjenning, Samsung Electronics, er billig fordi det er koreansk. Markedet mener selskapets corporate governance er svak fordi selskapet prioriterer reinvesteringer foran



Gazprom er Russlands største og mest ressursrike energiselskap. En av de store kurstriggerne for Gazprom er forbedret selskapsstyring.

Foto: Bloomberg

HVA ER SELSKAPSSTYRING?

Selskapsstyring er den norske betegnelsen på corporate governance. Formålet er å styrke tilliten til selskapene og bidra til størst mulig verdiskaping over tid, for eiere, ansatte og andre interessenter.

Eierne, styret og den daglige ledelsen i et selskap skal ha klart definerte roller i styringen av selskapet.

Selskapsstyringen skal angi retningslinjer på en rekke viktige områder, blant annet:

- virksomhet, mål og strategier
- egenkapital, utbyttepolitikk og kapitalforhøyelser
- internkontroll

Kilde: Norsk utvalg for eierstyring og selskapsledelse (www.nues.no)

utbytter. Selskapet har likevel skapt fremragende avkastning på sine investeringer og derigjennom betydelige verdier for aksjonærene.

Investerer når andre er blakke

En av hemmelighetene bak suksessen til Samsung Electronics er den konservative kapitalstrukturen. Selskapet er i den unike posisjonen at det kan opprettholde, eller øke, sine investeringer i tider konkurrentene er under finansielt press.

Dette har bidratt til at Samsung Electronics har blitt verdensledende innen produksjon og salg av minneteknologi til data-, mobil- og elek-

tronikkindustrien med tilhørende høy avkastning på kapitalen. Selskapets investeringer innen forbrukerelektronikk utvikler seg også i riktig retning. Ikke minst for smarttelefoner, hvor selskapet øker sin markedsandel i høyt og lønnsomt tempo.

Nøkkelen til den gode avkastningen for aksjefondenes investeringer i Samsung Electronics de siste 14 årene har vært å kjøpe den underliggende verdiskapingen til en attraktiv pris. Det har vært mulig fordi aksjemarkedet konsistent har overvurdert risikoen for at selskapets ledelse ikke handler til aksjonærenes beste.

Samsung GALAXY



Foto: Bloomberg

Samsung Electronics opplever sterk vekst, blant annet på grunn av produksjon av smarttelefonen Samsung Galaxy. Noe av hemmeligheten bak fremgangen er selskapets evne til å øke investeringene mens konkurrentene er under finansielt press.

Det er retningen som teller

God selskapsstyring er generelt et godt utgangspunkt for å skape verdier for aksjonærene. Utfordringen er at det som regel er relativt åpenlyst hvilke selskaper som behandler sine aksjonærer bra eller mindre bra. Dette er dermed tatt høyde for i aksjekursen. Derfor er det viktigere å se på fremtidig retning for selskapsstyringen enn dagens nivå. Hvis utviklingen er bedre enn markedet forventer, slår det positivt ut i aksjekursen. Der det er dårlig selskapsstyring vil bare en liten forbedring kunne føre til relativt stor aksjekursoppgang. Før SKAGEN investerer i et selskap analyserer vi forventet selskapsstyring og tar en selvstendig vurdering av om planene faktisk vil kunne realiseres.

Gazprom - risiko eller mulighet?

Russiske Gazprom er et selskap alle SKAGENS aksjefond har investert i. Selskapet er verdens største gassprodusent og eier ti prosent av verdens gassreserver. I tillegg er Gazprom Russlands største strømprodusent og femte største oljeprodusent. Selskapet kontrollerer landets nettverk av gassrør og besitter betydelig lagringskapasitet.

Til tross for at Gazprom er ett av få store, globale energiselskaper med organisk inntjeningsvekst de kommende årene, tilsvarende selskapets markedsverdi bare tre års inntjening. Selskapets olje- og gassreserver prises til rundt 20 prosent av tilsvarende globale selskaper.

Hadde ikke Gazprom vært kontrollert av staten, ville selskapet sannsynligvis vært priset som verdens mest verdifulle selskap. Russland er beryktet for korrupte politikere, og historisk har staten som dominerende eier vist at den prioriterer investeringer med lav forrenting fremfor utbytte til aksjonærene.

Riktig retning

Gassprisene i Russland er i dag langt under markedspris. I tillegg til økende gasspriser, mener SKAGEN at bedre selskapsstyring kan gi kursstigning i Gazprom. Siden 2010 har selskapet beveget seg i riktig retning.

Det er klare tegn på at maktøverne i Russland legger mer press på statsdominerte selskaper for få ut en større andel av verdiskapingen for å finansiere økt offentlig forbruk. Gazprom har gradvis økt utbetalingen av utbytte. Vi ventet at prosessen fortsetter slik at selskapet

vil forvalte kapitalen bedre i fremtiden, og at de kraftig undervurderte aktivaene blir omvurdert av aksjemarkedet.

GOD LEDELSE OG KAPITALSTRUKTUR

Selskapsstyring skaper gode rammer for driften og kan i tillegg ha betydning for om og hvordan investorer får avkastning på sine investeringer.

En del av selskapsstyringen er å fastsette en utbyttepolitikk som sikrer best mulig verdiskapning for aksjonærene. En god utbyttepolitikk vil sørge for at selskapet reinvesterer overskuddet i nye prosjekter så lenge disse gir høyere avkastning enn investorene kan få ved alternative plasseringer. Dersom det ikke finnes gode prosjekter for selskapet å investere i, utbetales overskuddet til investor i form av utbytte.

Dersom selskapet har dårlig selskapsstyring kan investor risikere at overskuddet blir igjen i selskapet med en lav forrentning. Grunnen kan være ledelsens eller de største eierens motvilje mot å utbetale utbytte, manglende investeringsvilje eller dårlig prosjektstyring slik at selskapets investeringer ikke gir god avkastning.

Søren Milo Christensen

PORTEFØLJEFORVALTER



En krise i skyggenes dal

I skyggen av den pågående krisen i eurosonen kan det brygge opp til en ny gjeldskrise. De offentlige finansene i noen av de store, utviklede økonomiene utenfor eurosonen er i dårligere forfatning enn i de perifere eurosonelandene. Hvis en gjeldskrise rammer disse landene, vil det manifestere seg som "fiskal inflasjon."

Offentlig gjeld sammenliknet med bruttonasjonalprodukt er høyere i Japan enn i Italia. I Storbritannia er offentlig gjeld og underskudd høyere enn i Spania relativt til landenes bruttonasjonalprodukt, og i USA svekkes de offent-

lige finansene raskere enn i Frankrike. Offentlig gjeldskrise trenger ikke forbli et middelhavsproblem.

En gjeldskrise utenfor eurosonens periferi blir annerledes enn den som har plaget euro-

landene. Den slår ikke ut i høyere kredittrisiko, men høyere inflasjon.

Ulempen med felles valuta

I eurosonen har ikke medlemslandene egne valutaer. Det betyr at offentlig gjeld oppfører seg som om den var utstedt i en fremmed valuta. Disse landene har ikke en egen sentralbank som kan trykke penger og kjøpe opp statsgjelden. Kreditorne kan derfor med rette bekymre seg over om de får tilbake pengene sine når statsfinansene er skakkjørte. Og høyere kredittrisiko gir høyere renter.

Fordelen med å trykke egne penger

Det står i motsetning til Japan, Storbritannia og USA, som låner i egen valuta. Deres sentralbanker kan, om nødvendig, trykke penger og betale tilbake all gjeld som staten har tatt opp. Gjelden kan med andre ord bli monetarisert.

Men selv om disse landenes myndigheter kan betale tilbake alt de har lånt, er det ikke sikkert at kreditorne får tilbake pengene sine i reelle termer. Pengens kjøpekraft kan bli uthulet ved at prisnivået løper løpsk. I stedet for kredittrisiko står offentlig sektors kreditorer i disse landene overfor inflasjonsrisiko.

Markedet trenger ikke å sitte rolig og vente på at gjelden monetariseres en gang i fremtiden. Hvis kreditorne ikke regner med at statsfinansene er bærekraftige, kan man få langt høyere inflasjon nå.

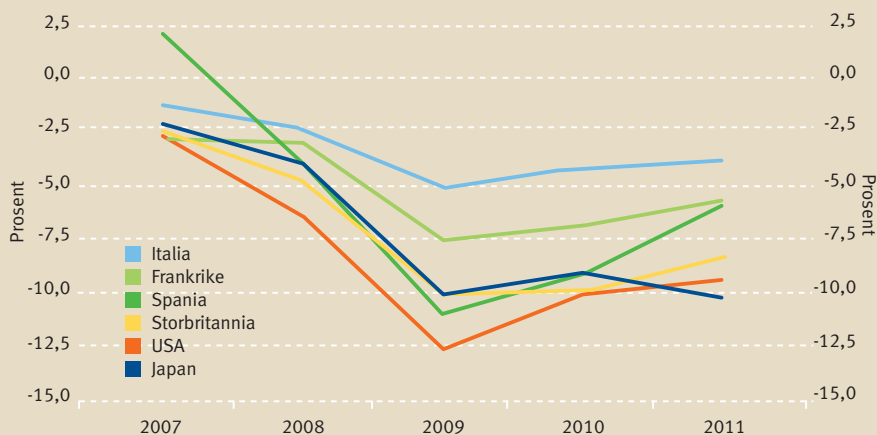
Det kan diskuteres om de offentlige finansene i Japan, Storbritannia og USA er solide. Derfor bør en forberede seg på muligheten for "fiskal inflasjon" i disse landene.

Fiskal inflasjon

Vanligvis ser en på inflasjon som et sentralbankfenomen. Inflasjonen overskyter målet når styringsrenten er for lav, og motsatt. Denne typen inflasjon kan karakteriseres som monetær inflasjon. Fiskal inflasjon, på den annen side, er forårsaket av for stor offentlig gjeld. Hvordan henger dette sammen?

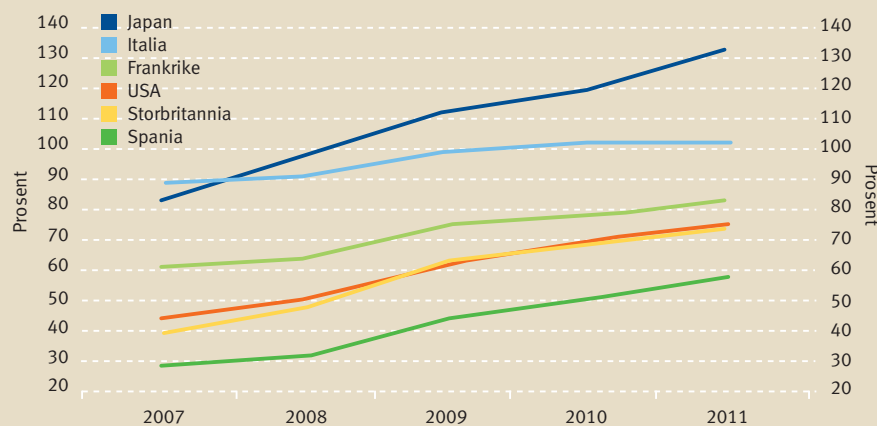
Verdien på den offentlige gjelden er understøttet av investorenes forventninger til fremtidige budsjettoverskudd – akkurat som

OFFENTLIGE UNDERSKUDD I PROSENT AV BNP



Kilde: IMF

NETTO OFFENTLIG GJELD I PROSENT AV BNP



Kilde: IMF



aksjekurser er avhengig av forventninger til fremtidige overskudd i bedriftene. Dette betyr at hvis investorene begynner å tvile på om overskuddene er store nok til å betale tilbake gjelden, vil gjeldens verdi falle.

Hvordan faller verdien på offentlig gjeld?

Anta at de offentlige lånene har kort tid til forfall. Da faller verdien gjennom et hopp i prisnivået, det vil si en stigning i konsumprisindeksen. Som et resultat vil derfor den reelle verdien av offentlig gjeld falle.

Hvis den offentlige gjelden først forfaller om en stund, faller verdien gjennom lavere obligasjonspriser og gradvis høyere inflasjon. Jo lenger det er igjen til forfall jo lenger er inflasjonen ut i tid. Resultatet er det samme uansett: Kreditorne får tilbake alle pengene sine, men kraftig inflasjon spiser opp kjøpekraften.

Eurosonen er ikke immun

Det er verdt å legge merke til at Eurosonen som helhet kan oppleve fiskal inflasjon. Hva om gjeldskrisen sprer seg fra periferien til kjernen, det vil si Tyskland, for eksempel gjennom store overføringer? Det er usannsynlig at investorer vil tillegge Berlin kredittrisiko. I stedet vil markedene anta at sentralbanken i Frankfurt trykker de nødvendige euroene. Dette betyr at en i stedet for kredittrisiko i kjernen får ukomfortabelt høy inflasjon i hele eurosonen.

Syttitallet om igjen?

Den tosfrede inflasjonen på syttitallet var sannsynligvis et resultat av fiskal inflasjon. Raskt voksende velferdsstater, sammen med begrensede offentlige inntekter, gjorde at investorer antok at underskuddene ikke kunne møtes med fremtidige overskudd. Prisinivået steg derfor inntil den reelle verdien av den offentlige gjelden igjen var på et opprettholdbart nivå.

Fiskal inflasjon er sjelden stimulerende for økonomien. Faktisk er det motsatt. 70-tallet var plaget av stagflasjon, en kombinasjon av inflasjon og resesjon. Økonomer som snakker om at inflasjon kan kurere økonomiske problemer bør være forsiktige med hva de ønsker seg.

Sentralbanker som tilskuere

Sentralbanker er maktesløse når det gjelder fiskal inflasjon. Hvis prisnivået akselerer på grunn av et sammenbrudd i statsfinansene vil sentralbankene sannsynligvis reagere med å øke styringsrentene. Men hvis finanspolitikken ikke legges om, vil høyere rente nøre opp under inflasjonen. Hvorfor? Med en høyere styringsrente blir det dyrere for staten å rullere gjelden fordi det må betales høyere renter.

Finanspolitisk edruelighet

Myndigheter kan unngå fiskal inflasjon ved å føre en edruelig finanspolitikk. Det utelukker ikke underskudd i perioder med økonomisk

nedgang. Men det forutsetter at primærover-skuddet er i balanse over tid, og at offentlig sektor kan gi kreditorne en tilstrekkelig avkastning på investeringene.

Offentlige finanser kan bli brakt under kontroll enten gjennom økninger i skattene eller reduksjon i utgiftene. Noen land har allerede så høye skattesatser at en økning ikke vil gi mye mer inntekter. Og stater som har muligheten til å hente mer skatteinntekter kan få motbør fra velgere som ikke godtar høyere skattesatser. Å kutte i utgiftene er heller ikke kurant politisk og har økonomiske ulemper i det korte løp. Med andre ord er det ikke enkelt å få orden på statsfinansene, om de først har kommet i ulage.

Nøkkelen er forberedelser

De nåværende rentene på japanske, britiske og amerikanske statsobligasjoner tyder på en forventning om at politikerne vil få orden på statsfinansene. Men det kan ikke utelukkes at investorene kan komme til en annen konklusjon. Da kan man stå overfor en situasjon med raskt tiltakende inflasjon og mye høyere lange renter. Vi tror det er klokt å være forberedt på en slik eventualitet.

Torgeir Høien

PORTEFØLJEFORVALTER



Langsiktighet til beste for andre

SKAGEN sponset ulike virksomheter med 16 millioner kroner i 2011.

Samarbeidet med Kolibri - Children at Risk Foundation, SOS-barnebyer og Leger Uten Grenser er langsiktig. I 2011 sponset SKAGEN prosjekter til disse tre hovedsamarbeidspartnere med til sammen åtte millioner kroner.

- Disse organisasjonene gjør noe helt annet enn det vi gjør. De arbeider for å bedre forholdene til vanskeligstilte barn og ungdommer i ulike deler av verden. Gjennom seks år har vi opplevd at arbeidet de gjør skaper engasjement hos ansatte og kunder, sier administrerende direktør Harald Espedal i SKAGEN.

Brer sine små vinger

Children at Risk Foundation bruker kolibrien som navn og symbol.

- Kolibri er en liten organisasjon, men stor på inspirasjon, kunnskap og visdom. SKAGEN har oppdaget dette, og tilrettelagt for at denne lille "fuglen" får en unik mulighet til å legge flere "KolibriEgg". Det er bygget tre slike kunst- og aktivitetssentre for barn og unge i løpet av

samarbeidet, sier Sigve Fjeldtvedt, daglig leder i Kolibri.

Trygge hjem for barn

SKAGENS engasjement for SOS-barnebyer har ført til finansiering av fem familiehus i barnebyen i Pskov, Russland. Her har foreldreløse og sårbare barn fått en ny familie og et trygt hjem. Her bor barna sammen med en omsorgsperson, de vokser opp med søsken og tilhørighet i et trygt hjem, noe som er grunnleggende i arbeidet for å skape en stabil og god oppvekst.

- Det er nesten vanskelig å uttrykke hvor stor verdi dette bidraget til SOS-barnebyer i Pskov har. Det er en verdi som strekker seg langt utover det enkelte barn som får et trygt hjem, utdanning og fremtidsmuligheter. Det er også en verdiskapning for et helt samfunn. SKAGENS langsiktige engasjement sikrer en god oppvekst for de mest sårbare barna, sier Svein Grønnern, generaliseretær i SOS-barnebyer Norge.

Stort behov

- Leger Uten Grenser verdsetter vårt mangeårige partnerskap med SKAGEN Fondene og muligheten det har gitt for å hjelpe mennesker i en veldig vanskelig situasjon, sier Dag Horntvedt, generalsekretær i Leger Uten Grenser.

SKAGEN har sponset livreddende arbeid i Afrika med øremerkede midler til flere ulike prosjekter.

Sponser lokal viten

SKAGEN sponset i tillegg en ny permanent utstilling i Vitenfabrikken med åtte millioner kroner.

- Nå får vi endelig muligheten til å utvikle nye tema knyttet til byhistorien i Sandnes og får formidle mye av historien om næringslivet i denne regionen – som har vært, og fremdeles er – preget av stor verdiskaping og gründermentalitet, sier Målfrid Snørteland, direktør ved Jærmuseet.



Foto: Kolibri

Kolibri – Children at Risk Foundation – tilbyr barn og unge i Brasil en lysere fremtid ved kunst- og aktivitetssentrene.



SKAGEN-ansatte var med under åpningen av et nytt hus i barnebyen i Pskov, Russland.



Foto: Leger Uten Grenser

Leger Uten Grenser jobber blant annet med hiv-pasienter og underernærte barn i Afrika.

Kontinuerlig forbedring

SKAGEN har etablert tre forsvarslinjer for å hindre tap som følge av dårlige rutiner, eksterne hendelser og menneskelige feil.

Verden er i konstant forandring, og med endring skifter oppfatningen og opplevelsen av risiko. Hendelser som finanskrisen, nedgang i verdens aksjemarkeder og krisen i eurosonen i 2011 påvirker hva samfunnet retter søkelyset mot. Det som er uendret er prosessene og systemene implementert i SKAGEN for å avdekke risiko og hva det kan bety for vår forvaltning og forretningsdrift.

SKAGEN har gjort flere grep for å redusere operasjonell risiko. Med operasjonell risiko mener vi tap grunnet forsømmelse i daglige rutiner, utilstrekkelige eller uriktige interne prosesser, menneskelige feil og/eller eksterne hendelser.

Forvaltningsselskapet går rutinemessig og systematisk til verks for å identifisere hva som kan gå galt i driften. Operasjonell risiko er et område hvor det kontinuerlig arbeides med å forbedre identifisering, håndtering og kontroll av risikoer.

Risiko kartlegges ved en kombinasjon av sannsynligheten for feil og konsekvensen dersom feilen inntreffer. Dersom en identifisert risiko har en høyere sannsynlighet eller konsekvens enn SKAGEN finner akseptabelt, etableres ytterligere tiltak for å redusere risikoen til et akseptabelt nivå. Det er ikke alle hendelser vi kan planlegge oss ut av, men hensikten er å unngå uønskede hendelser og minimere tap dersom en hendelse skulle inntreffe.

Ansvarliggjør ansatte

Det formelle internkontrollmiljøet skal sørge for at den øverste ledelsen i SKAGEN til enhver tid er oppmerksomme på det operasjonelle risikonivået, enten det dreier seg om fare for automatiserte eller menneskelige feil.

Alle ansatte i SKAGEN håndterer risiko i utførelsen av sine daglige arbeidsoppgaver, det være seg kunderådgivning eller kjøp av aksjer på vegne av et fond. I tillegg til klare arbeidsrutiner og nødvendig verktøy må personene som utfører jobben ha tilstrekkelig kompetanse og gode holdninger. Arbeidskulturen legger vekt på risikoreduserende tiltak. For å sikre at de ansatte i SKAGEN er oppmerksomme på risikoen knyttet til egne arbeidsoppgaver, har alle avdelinger en systematisk gjennomgang av identifiserte risikoer to ganger i året.



Foto: iStockphoto

Automatiserte kontroller

Noen kontrolltiltak er automatiserte, for eksempel et IT system som varsler ansvarlig person dersom det oppstår unormalt høye eller lave verdier på en måleindikator. Andre tiltak er manuelle kontroller, for eksempel at to personer må godkjenne en transaksjon før den gjennomføres.

Dersom uønskede hendelser inntreffer kobles disse til relevant risiko og aktuelle risikoreduserende tiltak. Sammenhengen mellom risiko, etablerte tiltak og uønskede hendelser gir et bilde på hvorvidt det etablerte kontrollmiljøet er tilfredsstillende, eller om SKAGEN må forbedre sine arbeidsmetoder for å unngå tilsvarende hendelser i fremtiden. På denne måten kan SKAGEN stadig forbedre sin drift, redusere risikonivået i virksomheten og forhindre at nye uønskede hendelser inntreffer.

For å håndtere følgene av uforutsette hendelser som naturkatastrofer, terrorisme eller tilsvarende har SKAGEN etablert en beredskapsplan. Beredskapsplanen sikrer kontinuitet i driften selv om SKAGEN for eksempel ikke får tilgang til hovedkontoret i Stavanger der porteføljeforvalterne normalt arbeider. Beredskapsplanen er utarbeidet i henhold til IKT-forskriften og er alltid oppdatert.

Tre forsvarslinjer

SKAGEN følger lover og regler vi er pålagt for å opprettholde konsesjonen fra Finanstilsynet til å forvalte verdipapirfond, blant annet forskrift om risikostyring og internkontroll. Forskriften setter krav til hvordan risikostyringen i SKAGEN skal utføres. For å sikre at det etablerte kontrollmiljøet er effektivt og tilpasset virksomheten har SKAGEN tre forsvarslinjer for risikostyring.

- 1) Eieren av arbeidsoppgaven hvor risikoen er identifisert har ansvar for at tiltakene utføres.
- 2) Avdelingen Forretningsstøtte og kontroll er ansvarlig for oppfølging, kontroll og risikostyring i SKAGEN. Avdelingen er uavhengig av SKAGENS operasjonelle virksomhet og overvåker identifiserte risikoer, påser at etablerte kontrolltiltak blir overholdt og at arbeidsprosesser og rutiner følges. Alle risikoer, tiltak og uønskede hendelser registreres i et risikohåndteringssystem som muliggjør en løpende status på internkontrollen i SKAGEN.
- 3) Internrevisor, Ernst & Young, er engasjert av styret i SKAGEN for å årlig vurdere om første og andre forsvarslinje fungerer tilfredsstillende.

Finanstilsynet overvåker løpende SKAGENS virksomhet, og kommer med jevne mellomrom på stedlig tilsyn. Finanstilsynet hadde ingen vesentlige merknader etter siste stedlige tilsyn i mars 2011.

Internasjonal standard

I tillegg til disse tre forsvarslinjene har SKAGEN valgt å la seg revidere i henhold til den internasjonale ISA 402 standarden. ISA 402 legger vekt på å identifisere de viktigste og mest kritiske aktivitetene i en organisasjon. Hensikten er å få en bekreftelse på hvorvidt de implementerte risikoreduserende tiltakene fungerer og identifisere eventuelle avvik. Det er SKAGENS eksterne revisor (PwC) som årlig gir en uttalelse i henhold til ISA 402 standarden, og rapporten er tilgjengelig for kunders revisor på forespørsel.

Aksjefondenes honorarer ble lave

Aksjefondenes prestasjoner førte til lave forvaltningshonorarer i 2011.

Dessverre får vi si. Årets resultater for fondene er vi ikke fornøyd med. To av tre aksjefond tapte mot sine referanseindekser. SKAGEN har alltid lagt vekt på at honorarmodellene skal være relatert til prestasjoner. Når vi underpresterer skal dette ha som resultat at forvaltningen blir billigere. 2011 var et spesielt år, men som aktive forvaltere kan vi aldri bruke markedet som unnskyldning. Våre avvik fra markedet er basert på at vi skal kunne konstruere porteføljer som gir bedre resultater med hensyn til avkastning og risiko. Når vi ikke klarer dette har SKAGEN kostnadsmodeller som resultat at fondene bare skal belastes et lavt fast honorar.

I tabellen til høyre er avkastningen til fondene og deres respektive referanseindekser, sammen med fondenes honorarer i 2011 presentert.

Tabellen viser at SKAGEN Global og SKAGEN Vekst ble belastet med 1 prosent i forvaltningshonorar som tilsvarer det faste forvaltningshonoraret, mens SKAGEN Kon-Tiki har blitt belastet et honorar på 2,28 prosent. SKAGEN Kon-Tiki slo sin referanseindeks for tiende år på rad siden oppstart. Dette er vi selvfølgelig fornøyd med, mens SKAGEN Vekst sin mindreverdi er for stor i forhold til hva vi forventer av oss selv. Mer eller mindre verdien viser hvor mye mer eller mindre fondene er verdt i forhold til om de hadde utviklet seg som referanseindeksen.

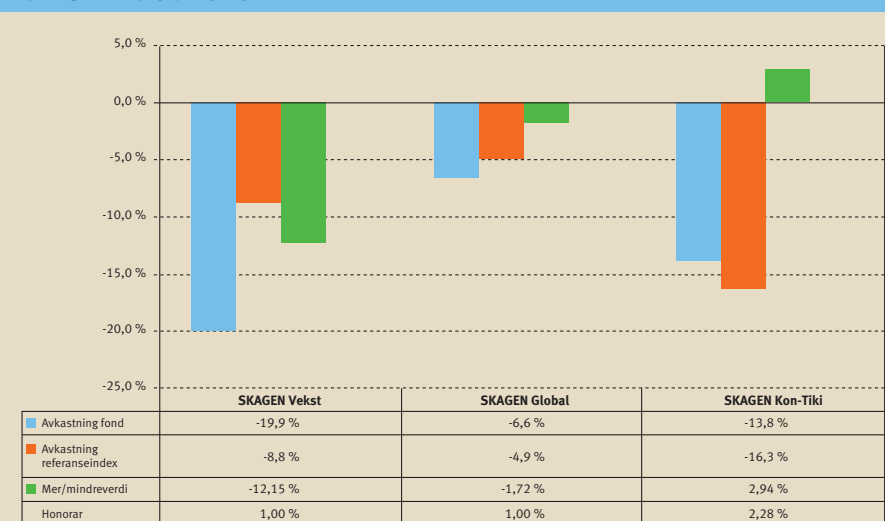
SKAGEN fondenes totalkostnader

SKAGENS aksjefond belastes et fast og et variabelt forvaltningshonorar som til sammen utgjør fondets totalkostnad. Det variable honoraret belastes kun dersom fondet skaper merverdier i forhold til et avtalt referansenivå. Honorarene beregnes daglig og inngår i den fastsatte fondskursen. Alle aksjefondene har et nedre fast honorar på en prosent av fondets gjennomsnittlige forvaltningskapital.

Sammenhengen mellom honorarer og prestasjoner

SKAGENS honorarer har direkte sammenheng med prestasjon. I det følgende gis en oversikt over hvordan honorar og avkastning for de enkelte fondene henger sammen.

AVKASTNING OG HONORARER



SKAGEN Vekst

SKAGEN Vekst belastes med et årlig fast honorar på 1 prosent og et variabelt honorar på ti prosent av avkastningen som overstiger seks prosent per år. Dette er en absolutt modell for beregning av variabelt honorar og påvirkes ikke av fondets prestasjon i forhold til referanseindeksen. Fordelen med dette er at variabelt honorar bare beregnes når den årlige avkastningen er positiv (over seks prosent). Ulempen er at det kan bli beregnet variabelt honorar selv om fondets avkastning er dårligere enn referanseindeksens. Vi har gjort beregninger på modellen som viser at på lang sikt ville denne gitt et honorar tilsvarende 1,8 prosent p.a. hvis fondet utviklet seg på linje med referanseindeksen.

Fondets prestasjoner måles mot en referanseindeks som er likevektet og kontinuerlig rebalansert sammensatt av Oslo Børs Hovedindeks og MSCI All Country World Index (NOK). I 2011 leverte SKAGEN Vekst en avkastning på -19,9 prosent etter honorarer som førte til at forvaltningshonoraret ble 1 prosent.

SKAGEN Global

SKAGEN Global belastes med et årlig fast forvaltningshonorar på 1 prosent. Fondet har en relativ modell for beregning av variabelt forvaltningshonorar. Det betyr at fondet belastes

et variabelt honorar på ti prosent hvis fondets avkastning er bedre enn referanseindeksens. Fondet kan belastes variabelt honorar selv om avkastningen er negativ. Det variable honoraret utgjør ti prosent av meravkastningen som oppnås i forhold til fondets referanseindeks, MSCI All Country World Index (NOK). Fondets mindreverdi på 1,7 prosent medførte at honoraret for 2011 ble lik det faste honoraret på 1 prosent.

SKAGEN Kon-Tiki

SKAGEN Kon-Tiki belastes med et fast årlig forvaltningshonorar på 2 prosent. SKAGEN Kon-Tiki har i likhet med SKAGEN Global en relativ modell for beregning av variabelt honorar. Fondet belastes et variabelt honorar på ti prosent av avkastningen som er bedre enn referanseindeksens. SKAGEN Kon-Tiki sitt variable honorar kan bli negativt. Fondet kan dermed motta variabelt forvaltningshonorar fra SKAGEN AS hvis avkastningen blir lavere enn referanseindeksen. Det faste honoraret er 2 prosent, mens det variable honoraret er mellom -1 og 2 prosent. Det betyr at fondet har en øvre og nedre grense for totalkostnad på henholdsvis 4 og 1 prosent.

Fondets merverdi på 2,9 prosentpoeng medførte en totalkostnad på 2,28 prosent i 2011. Fondet oppnådde for tiende år på rad meravkastning relativt til referanseindeksen.

SKAGENs porteføljeforvaltere

SKAGEN har som målsetting å gi kundene best mulig avkastning for den risikoen de tar. For å lykkes med vår aktive forvaltning bruker vi en verdibasert investeringsfilosofi med brede mandater – en filosofi som bygger på sunn fornuft.

SKAGEN Global



Kristian Falnes



Torkell Eide



Søren Milo Christensen



Chris-Tommy Simonsen

SKAGEN Vekst



Beate Bredeesen



Ole Sæberg



Geir Tjetland
(Ny i 2012)

SKAGEN Kon-Tiki



Kristoffer Stensrud



Knut Harald Nilsson



Ross Porter



Cathrine Gether
(I permisjon)

SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon



Ola Sjöstrand



Tomas N. Middelthon
(Ny i 2012)



Elisabeth A. Gausel
(I permisjon)

SKAGEN Avkastning



Jane Sirevåg Tvedt

SKAGEN Tellus



Torgeir Høyen

Investeringsdirektør



Harald Espedal

SKAGENs investeringsfilosofi utmerker seg ved at vi investerer i selskaper som er Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære og som har potensial til å øke i verdi. Selskaper der vi har identifisert mulige hendelser som kan synliggjøre skjulte verdier og skape meravkastning for våre andelseiere.

Engasjerte porteføljeforvaltere

Porteføljeforvalterne deler overbevisningen om at anvendelsen av investeringsfilosofien krever tålmodighet, begeistring og grundige analyser.

Uavhengige og engasjerte er ord som beskriver porteføljeforvalterne, som med stor munterhet arbeider i team der yrkesfaglig stolthet og hardt arbeid er nøkkelverdier.

Interessefellesskap

Porteføljeforvalterne jobber tett ved hverandre i det samme lokalet ved hovedkontoret i Stavanger. Teamet har blitt styrket kontinuerlig for å sørge for god kunnskapsoverføring mellom forvalterne, som har ulik erfaring og bakgrunn. Det å sitte sammen åpner for kommunikasjon på

tvers av forvalterteamene og gjør det enkelt å dele ideer og analyser i investeringsprosessen.

Porteføljeforvalterne har en resultatavhengig lønnsordning og har plassert en betydelig andel av egne midler i SKAGENs fond. Nøkkelmedarbeidere er også medeiere i selskapet, slik at SKAGEN kan tiltrekke seg og beholde motiverte og kompetente medarbeidere.

Utfordrende å stå rett i motvind

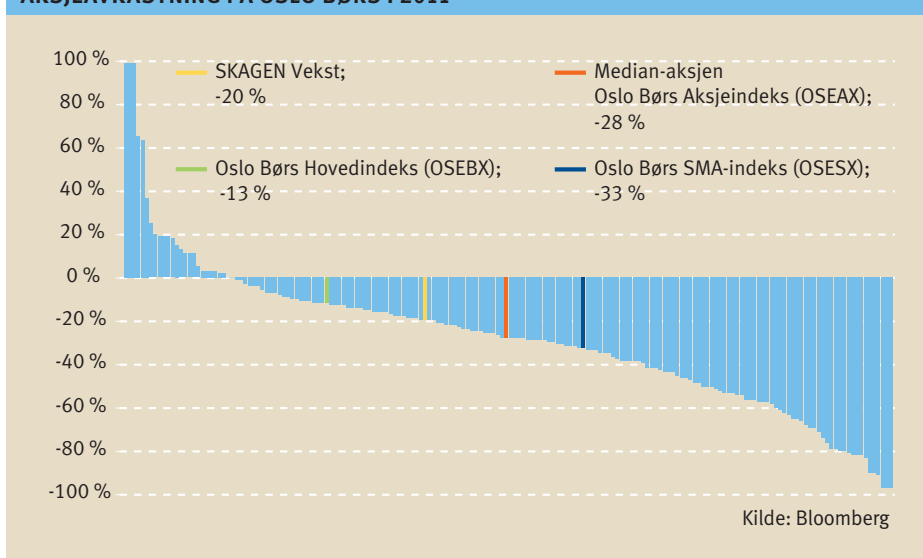
2011 ble svært utfordrende og SKAGEN Vekst opplevde til tider sterk motvind. Fondets avkastning ble på langt nær tilfredsstillende.

Ved inngangen til 2011 syntes store norske selskaper å være bortimot fullpriset, samtidig som det var mer verdier å finne i underskogen på Oslo Børs. I tråd med investeringsfilosofien investerte vi mer i disse undervurderte og upopulære selskapene. Når vi nå sitter med fasiten kan en trygt si at året ikke ble som ventet.

Bakgrunnen er blant annet at nyhetsbildet gjennom året ble mer og mer makrodominert. Dette var frustrerende for oss som verdibasert investor fordi det tok fokus bort fra selskapenes underliggende utvikling. Spesielt prøvende ble det da nervøse investorer beveget seg bort fra de mindre og over til de store og mer likvide selskapene på Oslo Børs. Dette illustreres ved at median aksjen ved Oslo Børs var ned 28 prosent mens Oslo Børs Hovedindeks var ned 13 prosent.

Det var ikke bare på Oslo Børs vi fikk utfordringer. Blant de utenlandske investeringene var det også store negative bidragsyttere. Inn-tjeningsforventingen i de investeringene som fungerte dårligst ble kraftig nedjustert gjennom året. Som et resultat ble dessverre både vi og andelseierne vitne til at allerede billige selskaper ble enda billigere, både i Norge og internasjonalt.

AKSJEAVKASTNING PÅ OSLO BØRS I 2011



Bedre dager vil komme

Det sagt, så skapte utviklingen gjennom 2011 nye muligheter. Vi er av den oppfatning at fokus vil svinge tilbake til enkelt-selskaper, og så lenge vi fortsetter å finne godt rabatterte selskapsverdier vil det komme den tålmodige andelseier til gode. Ved utgangen av året ser vi at verdsettelsene er kommet ned til nivåer hvor oppkjøpsaktiviteten er på vei opp.

Til tross for utfordringene i 2011, var det også lyspunkter. Fondet fikk eksempelvis glede av en del oppkjøp. Riggselskapet Pride International, diagnostikk-selskapet Axis-Shield og Gregoire, som lager utstyr til vinproduksjon, ble i løpet av året kjøpt opp. Vi kunne notere oss solide gevinster fra samtlige. Like før årsslutt kom det i tillegg bud på jordbruksmaskinprodusent Kverneland og den amerikanske supermarkedskjeden Winn-Dixie Stores. Tre industrielle aktører har vist interesse for Kverneland. Prosessen er i skrivende stund ikke avsluttet, men vi har sikret fondet en god gevinst og forventer slutføring av oppkjøpet innen kort tid.

De mange sår

Energisektoren er størst i SKAGEN Vekst med 22 prosent av investerte midler. Vi må konstatere at vi i 2011 har vært mindre heldige med selskapsutvelgelsen i sektoren.

I et stormende høstmarked og med et dårlig

spotmarked for supply, ble en aksjeemisjon i rederiet DOF svært tyngende for aksjekursen. Gjennom 2011 forsvant hele 56 prosent av selskapets børsverdi, og DOF ble således fondets største negative bidragsyter i 2011. Vi ser dog lyst på DOFs fremtid. De har en topp moderne flåte, med god eksponering mot blant annet Brasil og Nordsjøen. Sett opp mot de prognoser som finnes for oljeinvesteringer og riggleveranser i årene som kommer, tror vi ikke bare selskapet vil klare sine gjeldsforpliktelser, men vil også tjene gode penger for sine aksjonærer. Selskapet verdsettes pr dags dato til under en halv ganger bokført egenkapital, mot for eksempel riggselskap som verdsettes opp mot to ganger egenkapitalen. Vi har for øvrig ca 6 prosent av fondet eksponert mot supply, fordelt på seks selskaper.

Vår mangeårige tvillinginvestering i Bonheur og Ganger Rolf ble heller ingen suksess. Investerers appetitt for konglomeratinvesteringer falt merkbart, og i kombinasjon med tidvis dårlig likviditet i aksjen økte rabatten fra 35 til 45 prosent i forhold til underliggende verdier. Vi er imidlertid tilfreds med Fred Olsen Energy's utvikling gjennom året, som er hovedingrediensen i konglomeratet, og er av den oppfatning at vi vil bli belønnet for vår tålmodighet.

Sevan Marine og Norwegian Energy Company (Noreco) var også store negative bidragsyttere. I førstnevnte tok vi feil av selskapets evne

SKAGEN VEKST 2011 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsyttere

Axis Shield	65
Gjensidige Forsikring	52
dtac	41
Kverneland	41
Winn-Dixie Stores	39

5 største negative bidragsyttere

DOF	-141
Bonheur/Ganger Rolf	-130
Morpol	-115
Norwegian Air Shuttle	-92
Sevan Marine	-85

5 største kjøp

Sevan Drilling	140
Royal Caribbean Cruises	125
Kesko	104
Carnival	98
Danske Bank	91

5 største salg

Pride International	-252
Axis-Shield	-158
Carnival	-130
Stolt-Nielsen	-108
dtac	-107

til å utnytte vårens gode riggmarked til å hente kapital. I stedet havnet selskapet i full restrukturering. Drillingenheten ble i første omgang skilt ut i Sevan Drilling, og Sevan Marines resterende eierandel i selskapet ble til slutt solgt til Seadrill. Mot slutten av året fremstod selskapet som nytt. Teknologien var igjen mens gjelden var borte. Den industrielle aksepten av teknologien er også styrket ved at Teekay overtok eierskapet til selskapets flytende produksjonsenheter.

For Noreco har produksjonsforstyrrelser gjort at kontantstrømmen ikke har blitt som forventet og de positive leteresultatene har uteblitt. Store deler av styret er skiftet ut og ny ledelse er på plass. Mange eiendeler er solgt, kostnadene er trimmet kraftig og deler av gjelden er reforhandlet. Grepene har vært nødvendige, og ser i skrivende stund ut til å være tilstrekkelige, til å skape et godt utgangspunkt for fremtiden. Vi har igjen et selskap med en spennende leteportefølje som skal bores i tiden fremover, kombinert med en gjeldstruktur og kostnadsnivå som er tilpasset planene.

Heldigvis var det også lyspunkter i energisektoren, der det var gode bidrag fra seismikk-selskapene TGS Nopec, EMGS og Spectrum.

Nye investeringer

Vår største nye investering gjennom året var Sevan Drilling. På grunn av sin historiske binding til Sevan Marine handles aksjen til betydelig rabatt. Vi mener industriens aksept av teknologien er ytterligere styrket gjennom året, både gjennom tilfredsstillende opptid på boreriggen i drift, Teekays bindinger til Sevan Marine og ikke minst Seadrills eierskap. Selskapet har fornuftig finansiering og ser ut som en klar oppkjøpskandidat.

Fondet gjorde også en investering i det russiske gasselskapet Gazprom, som fra før er en investering i SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global.

På salgssiden avhendet vi store deler av innehavet i Farstad Shipping. I tillegg ble den amerikanske utstyrsleverandøren til oljeindustrien, Superior Energy, solgt ut.

Råvaresektoren ga dårlig avkastning i både referanseindeksen og i SKAGEN Vekst i året som gikk. Utsikter til lavere global vekst reflekteres hurtig i råvareprisene. Aluminiumsprisen falt kraftig i andre halvår, det samme gjorde aksjekursen på vår største investering i denne sektoren, Norsk Hydro.

Lys i tett skog

Norske Skog var en berg- og dalbane i 2011. Vi venter fortsatt på konsolidering og kraftige kapasitetskutt i bransjen. Lyspunkter for selskapet er at de har klart å reforhandle betingelsene på deler av gjelden i kombinasjon med



DOF har en topp moderne flåte med god eksponering mot blant annet Brasil og Nordsjøen.

Foto: DOF

prisfall på viktige innsatsfaktorer. Neste store gjeldsforfall finner ikke sted før i 2014 og faren for aksjeemisjon den neste toårsperioden er etter vår oppfatning redusert. Lav verdsettelse gir dessuten stor oppside om vi får rett. Av hensyn til fortsatt høy risiko er posten kun 0,4 prosent av fondet.

SKAGEN Vekst sine nyeste investeringer i råvaresektoren er det biologiske plantegjødselselskapet Agrinos, malingsprodusenten Akzo Nobel og det tyrkiske gullselskapet Koza Altin. Alle bidro positivt i 2011. Vi solgte oss samtidig helt ut av den tyske såkornprodusenten KWS Saat og det norske gruveselskapet Northland Resources. Begge selskapene ble solgt med gevinst.

Kverneland ble beste bidragsyter innen sektoren kapitalvarer, service og transport. Vi fikk en fantastisk avkastning på investeringen i Golar LNG, som triplett seg i 2011, og endte opp som vinneraksjen på Oslo Børs. I kontrast står Norwegian Air Shuttle og Dockwise. Investering i flyselskap ble ikke overraskende mindre bra i et år hvor syklistisk industri fungerte dårlig. I Dockwise ble fjorårets inntjening verre enn forventet. Vi ser en økt aktivitet innen sjøtransport av store moduler i årene som kommer, og dette er bakgrunnen for vår investering.

Justert inntjening

Den største investeringen i fondet er Kongsberg Gruppen. En reduksjon i planlagte leveranser av våpenstyringssystemer til det amerikanske forsvaret ga en nedjustering i forventet inntjening. Vi er imidlertid godt fornøyd med utviklingen i selskapets forsvars- og maritime del, samt at selskapet leverer rekordhøye marginer.

I kombinasjon med laveste prising på 10 år, ser vi med økt optimisme på aksjens videre reise.

Ellers tilføyde vi bilfraktselskapet Norwegian Car Carriers i 2011. Samtidig trimmet vi ned posten i kjemikalietankrederiet Stolt-Nielsen.

Sektoren for inntektsavhengige forbruksvarer ble årets nest dårligste, og Carnival Cruise Lines var stor skyld i det. Inn i 2011 skiftet vi fra Royal Caribbean Cruises (RCCL) og over til Carnival. Selv om vi tapte betydelig mindre i Carnival enn om vi hadde blitt værende i RCCL, ble året sett under ett ikke bra for cruiseinvesteringer. Det er verdt å merke seg at det ikke er inntjeningsfall, men fravær av forventet vekst som har skuffet markedet og sendt aksjekursene ned. Flåteveksten de kommende årene er svært moderat og cruise som ferieform vinner popularitet. Dette skulle danne et godt utgangspunkt for inntjeningsvekst i årene som kommer. Vi syns begge selskapene er lavt verdsatt, men prisningsdifferansen har vendt i RCCLs favør. Derfor har vi i løpet av høsten valgt å skifte hovedtyngden av vår investering tilbake til RCCL.

Godt dekket inn

I løpet av 2011 takket vi farvel til dekkprodusentselskapet Hankook Tires. Dette ble gjort til nær "all time high" kurser, og vi kunne notere en meget pen gevinst. Vi erstattet posten med konkurrenten Continental. I tillegg til å være lavere verdsatt har selskapet også utviklet teknologier til bilindustrien. Dette mener vi har potensialet til å bli viktig bidragsyter til inntjeningen i årene som kommer.

Det positive innen defensive konsumvarer er

at de største positive bidragene i 2011 kom fra relativt nye investeringer. Supermarkedskjeden Winn-Dixie var ny av året. I tillegg kom det danske bryggeriet Royal Unibrew inn i porteføljen.

Det største negative bidraget i sektoren kom fra lakseforedlingselskapet Morpol. I første halvdel av året inngikk selskapet større laksekontrakter enn det som var lagt til grunn i deres strategi, og på et tidspunkt som i ettertid skulle vise seg å være særdeles dårlig. I tillegg har det vært hyppige utskiftninger i styret og ledelsen. Frykten er at gründer, hovedaksjonær og konsernsjef, som for øvrig er en og samme person, ikke alltid har minoritetsaksjonærenes interesse for øyet. Vi mener imidlertid at forretningsmodellen er intakt, og at selskapet har mulighet til å gjenoppbygge investorenes tillit. Vi følger selskapet spesielt nøye og er rede til å agere om vi skulle få fornyet grunn til å frykte for våre verdier.

Foruten de tidligere nevnte nye navnene, er den største endringen i denne sektoren at vi økte vår beholdning i den finske detaljhandelsskjeden Kesko. I tillegg har vi solgt oss ned i lakseselskapet Cermaq, og nesten ut av kinesiske kjøttprodusenten People's Food.

Trenger medisiner

I urolige tider skulle en tro at alle trenger medisiner. Denne sektoren var da også fondets nest beste i 2011. Axis-Shield ble kjøpt av Alere. Kreftmedisinselskapene Clavis Pharma og Algeta var også hyggelige bidragsytere. Vår største investering derimot, det generiske legemiddelselskapet Teva Pharma, fungerte dessverre ikke like bra. Ei heller vår nye investering, Karolinska Development, bidro positivt. Vi har gjennom året solgt oss helt ut av Pfizer og kvittet oss med noen mindre koreanske medisinselskaper, som samlet ga oss en pen gevinst.

Gjensidige nest beste bidrag

Bank og finans har lidd mye under finanskrisene de senere år. Det er derfor en glede å si at vi er fornøyd med våre investeringer i sektoren i året som gikk. Gjensidige Forsikring var fondets nest beste bidragsyter, og var også vår største eksponering i sektoren. Like godt fornøyd er vi ikke med vår nye investering, Danske Bank, hvor vi har vært for tidlig ute med investeringen i forhold til en stabilisering av inntjeningsbildet.

I løpet av våren deltok vi i en emisjon i tyske Aareal Bank, hvorpå vi snudde oss rundt og solgte med gevinst både aksjene vi kjøpte i emisjonen samt en stor del av vår opprinnelige investering. Vi gjorde også en elegant exit fra både Rezidor Hotel Group og Norwegian Property på vårparten. Begge falt markant i andre halvår.

Gamle venner leverte

Gamle venner er slett ikke å forakte, selv i et år hvor ting gikk trått. Informasjonsteknologi ble



Foto: Bloomberg

Det ble en kort visitt i den amerikanske supermarkedskjeden Winn-Dixie. Selskapet kom inn i porteføljen i første kvartal og i desember kom det et oppkjøpstilbud på selskapet.

fondets beste sektor. Samsung Electronics, en gammel SKAGEN kjenning og sektorens største investering, imponerer spesielt med sitt salg av smarttelefoner. Også svenske Proact IT Group, som leverer løsninger for digital datalagring, ga oss et hyggelig bidrag til avkastningen.

Den nye investeringen i sektoren er Corning, en ledende produsent av glass til IT- og telekomindustrien. Vi er spesielt optimistiske i forhold til selskapets salg av gorilla glass, det supertynne og slitesterke glasset som først og fremst blir brukt på smarttelefoner. Her er selskapet markedsledende, og reell konkurranse vil tidligst inntreffe i 2013/2014. Vi solgte oss helt ut av Seagate Technology, som i løpet av et drøyt halvår hadde gitt oss gevinst.

Telekommunikasjonssektoren var i sum litt negativ i 2011. Hoveddelene av vårt russiske telekomkonglomerat, Sistema, utviklet seg bra gjennom året. Dette står i kontrast til aksjekursen. SKAGEN Vekst har gjennom flere år hatt hyggelige bidrag fra Sistema, og vi innser at vi må være tålmodige. Utgangspunktet for investeringen, lav verdsettelse, lave inntjeningsforventninger og høy utbytteutbetaling, var ikke nok til å holde aksjekursen oppe i France Telecom. Posten ble redusert noe mot slutten av året. Vi solgte også helt ut av Total Access Communication (dtac) hvor vi realiserte en svært hyggelig gevinst.

Innen nyttetjenester har det brasilianske kraftselskapet Eletrobras vært vår hovedeksponering og bidragsyter gjennom mange år. I 2011 bidro Eletrobras ikke positivt. Vi økte vår posisjon i forbindelse med vinterens aksjeemisjon.

Mer konsentrasjon

Vi har det siste året fortsatt arbeidet med å konsentrere porteføljen og har derfor reduserte

antallet investeringer ytterligere. Utviklingen har gått saktere enn planlagt fordi vi ikke har latt tempoet gå på bekostning av pris. Vi ønsker fortsatt å øke både konsentrasjonen og likviditeten i porteføljen, og resultatene vil komme over tid.

Selv om SKAGENs verdiorienterte investeringsfilosofi ikke ga de ønskede resultater i SKAGEN Vekst i 2011, er det vår klare oppfatning at selskapenes evne til å skape verdier igjen vil komme i investorenes fokus, og dermed også i større grad reflekteres i aksjekursene. Når dette skjer er uvisst, men det er med økt optimisme og lav verdsettelse av selskapene vi starter ett nytt år for SKAGEN Vekst.

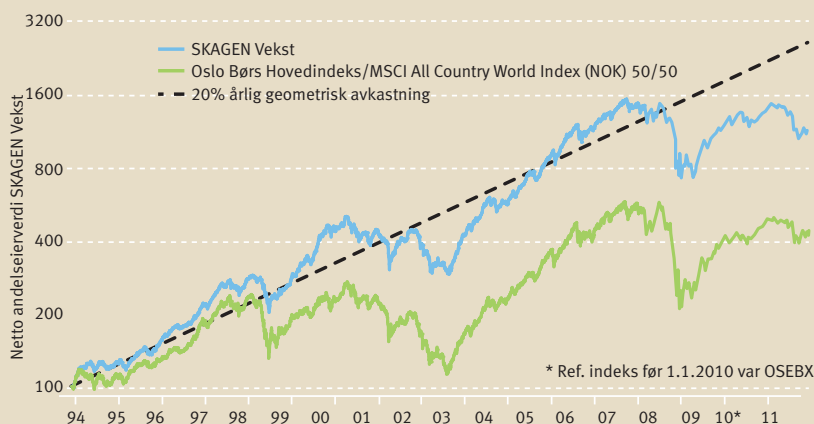
Aksjefondet SKAGEN Vekst har som målsetning å oppnå best mulig risikojustert avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje av norske og internasjonale aksjer. Denne kombinasjonen gjør at fondet kan ta del i verdiskapningen i selskaper som ikke er tilgjengelige i det norske markedet. Fondets strategi er å finne selskaper av høy kvalitet til en lav pris, som kjenne-tegnes av å være undervurderte, underanalyserte og upopulære.

SKAGEN Vekst passer for dem som ønsker et fond med god balanse og med et bredt mandat som gir stor frihet til å investere i en rekke selskaper, bransjer og regioner.

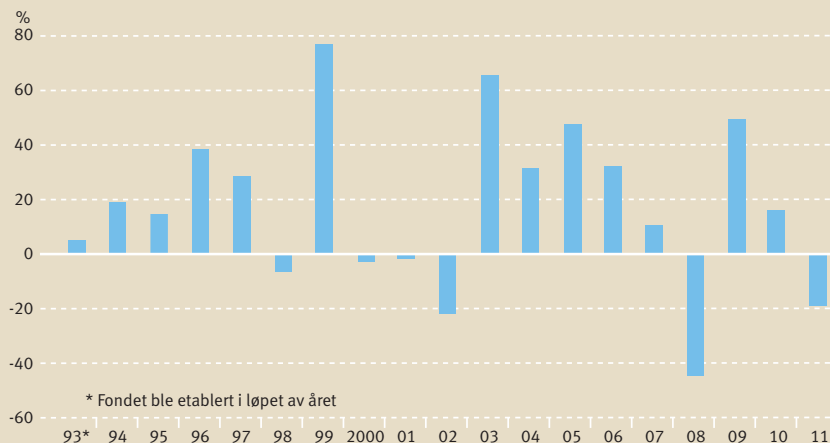
Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere	Totalkostnad %
2011	-19,85 %	-8,76 %	7 324	91 709	1,00 %
2010	15,40 %	16,03 %	10 212	92 978	1,87 %
2009	48,06 %	64,78 %	10 372	93 807	4,50 %
2008	-43,65 %	-54,06 %	6 153	88 349	1,00 %
2007	9,85 %	11,46 %	11 551	87 559	1,26 %
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	28,97 %	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 KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR

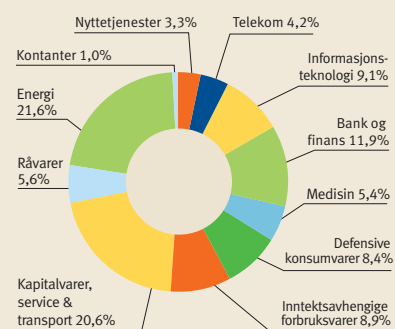


SKAGEN Vekst

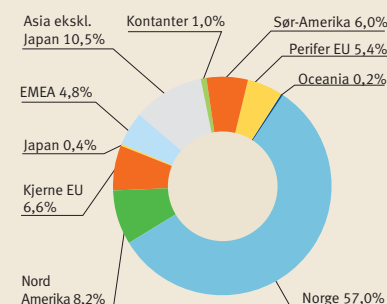
En håndplukket bukett

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 1073,0 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 14,6 %

Forvaltningskapital 7 324 mill NOK

Antall andelseiere 91 709

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, Luxembourg og Sveits

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

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvaltere Beate Bredeesen
Ole Sæberg
Geir Tjetland (ny i 2012)

Ikke fornøyd med 2011

Et aksjeår preget av makroøkonomiske nøkkeltall og frykt er ikke det beste klimaet for en aktiv forvalter som SKAGEN. Vi kan ikke si oss fornøyd med fondets prestasjon i 2011.

Avkastningen for andelseierne i SKAGEN Global ble minus 6,6 prosent, mens fondets referanseindeks var ned 4,9 prosent. Dermed opplevde vi for andre gang siden oppstarten av SKAGEN Global i 1997 å bli slått av verdensindeksen. Forrige gang det skjedde var i finanskrisetåret 2008 da vår relativt høye eksponering i vekstmarkedene fikk unngjelde.

Andelseiere som har vært med SKAGEN Global helt siden fondet så dagens lys for 14 år siden, kan fortsatt glede seg over en gjennomsnittlig årlig avkastning på 15,1 prosent. I samme periode har de som satset pengene på verdensindeksen opplevd en gjennomsnittlig årlig avkastning på 0,9 prosent.

Lignet på 2008

2011 ble preget av store svingninger i verdens kapitalmarkeder. I første halvår opplevde vi stigende aksjemarkeder og råvarepriser, mens amerikanske dollar og generelle risikopremier



Foto: Bloomberg

Greske demonstranter har flere ganger tatt til gatene. Amerikanske politikeres teatraliske opptreden i forbindelse med en nødvendig økning av landets gjeldstak og nytt fokus på gjeldsproblemene i Europa, fikk de globale investorene til å søke nødhavner i 2011.

SKAGEN GLOBAL 2011 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Parmalat	421
dtac	378
Tyco International	272
Pfizer	235
Pride International	184

5 største negative bidragsytere

Citigroup	-561
Ternium	-284
Vimpelcom	-224
LG Corp	-216
Randstad	-200

5 største kjøp

Oracle	852
Citigroup	809
Tesco	799
Goldman Sachs	645
Gazprom	585

5 største salg

Parmalat	-1 511
Pride International	-1 149
Accenture	-1 046
dtac	-923
Renault	-534

falt. Denne utviklingen kulminerte på sommeren og ble i andre halvår snudd på hodet.

Amerikanske politikeres teatraliske opptreden i forbindelse med en nødvendig økning av landets gjeldstak og nytt fokus på gjeldsproblemene i Europa, fikk de globale investorene til å søke nødhavner.

Statsgjeld i land som USA, Japan og Sveits ble, i tillegg til gull, populære investeringsobjekter. Mens risikable aktiva som aksjer, selskapsobligasjoner, vekstmarkedsvalutaer og råvarer ble upopulære. Det samme så vi høsten 2008, da risikoaversjonen rådet. Forskjellen denne gangen var at prisutslagene ikke ble så ekstreme, verken på opp- eller nedside.

I likhet med 2008 utviklet aksjer i vekstmarkedene seg dårligere enn i de utviklede markedene. Spesielt svake var BRIC-landene. Tyrkia, hvor fondet er overvektet i forhold til verdensindeksen, var også blant fjorårets desidert svakeste aksjemarkeder.

Av de større aksjemarkedene topper USA listen, slik de også gjorde i 2008. Den brede aksjeindeksen S&P 500 kunne faktisk vise til en oppgang på 4 prosent målt i norske kroner.

Sammenliknet med referanseindeksen har SKAGEN Global en større andel i vekstmarkedene, og er undervektet i det amerikanske aksjemarkedet. Ved årsskiftet var fondets andel 32 prosent i begge markedene. Verdensindeksen hadde til sammenlikning 13 prosent i vekstmarkedene og 46 prosent i det amerikanske aksjemarkedet.

2008 viste at vi er sårbare for dårlig relativ utvikling i perioder hvor investorene foretar en, etter vår mening, irrasjonell flukt til såkalte sikre havner i USA, Japan og Sveits. Denne gangen hadde vi en bedre geografisk balanse i fondet som bidro til at vi taklet perioden med sterkt stigende risikoaversjon relativt bedre enn i 2008.

Oljen opp - oljeservice ned

I et år hvor det hersket stor usikkerhet rundt utviklingen i verdensøkonomien endte oljeprisen opp 12 prosent, og brorparten av de større oljeselskapene kunne vise til kursoppgang. Som følge av at investorene utover høsten økte avkastningskravet endte imidlertid de fleste oljeserviceselskapene 2011 med kursfall. Vår sektoravkastning ble -10 prosent, på linje med utviklingen til den amerikanske oljeserviceindeksen.

I forbindelse med Ensco's oppkjøp av Pride International solgte vi en stor del av våre aksjer, og det amerikanske riggselskapet ble sektorens beste bidragsyter. Etter store driftsproblemer og verdiodeleggende oppkjøp av Aker Drilling, med etterfølgende emisjon, valgte vi å selge mesteparten av aksjene i Transocean med tap.

Vi mer enn doblet posisjonen i Gazprom. Det østerrikske oljeselskapet OMV og det amerikanske oljeserviceselskapet Weatherford var nykommere i porteføljen.

Elendige råvarer

Med et verdifall på 26 prosent ble råvarer fondets dårligste sektor. Fallende råvarepriser og dårlige konjunkturutsikter førte til at det søramerikanske stålselskapet Ternium, tyske Heidelbergcement og Norsk Hydro opplevde relativt store kursfall.

Vi solgte oss ut av det tyske såkornselskapet KWS Saat, og mer enn doblet posten i det hollandske malingsselskapet Akzo Nobel.

Etter kjøpet av Georgia Pacific's europeiske virksomhet er svenske SCA blitt Europas soleklare markedsleder innen papirbaserte hygieneprodukter. Økt fokus blant investorene på SCAs betydelige skogeierdommer og bedrede fortjenestemarginer kan være trigger for fortsatt god kursutvikling i 2012. For øvrig er fondets råvareselskaper posisjonert for en fortsatt god vekst i vekstmarkedene.

Tyco opp på splitt

Sektoren kapitalvarer, service og transport var ned 11 prosent. Amerikanske Tyco International ble kursvinneren. Beslutningen om å splitte virksomheten i tre separate børsnoterte selskaper fikk fart på aksjekursen. Basert på en individuell verdsettelse av de tre enhetene mener vi det er potensial for ytterligere omvurdering av selskapet i 2012.

LG Corp opplevde negativ kursutvikling, hovedsakelig grunnet særdeles dårlige resultater fra det tilknyttede selskapet LG Electronics. Vikarselskapet Randstad ble, i likhet med resten av bransjen, rammet av svake konjunkturutsikter.

Nedsalg i Renault

Fondets investeringer innen sykliske for-



Foto: Bloomberg

Oppkjøpet av den italienske meierigiganten Parmalat gjorde selskapet til den beste bidragsyteren i fondet i 2011.

bruksvarer hadde en verdiutvikling omtrent på linje med fondets avkastning. Svake resultater innen mobiltelefondivisjonen førte til at LG Electronics ble den store kurstaperen. Det amerikanske kabel-TV selskapet Comcast ble sektorens beste bidragsyter. Selskapet leverte bedre resultatutvikling enn de fleste av konkurrentene.

Med god kursutvikling i etterkant av at Renault solgte flertallet av sine Volvo-aksjer, mer enn halverte vi posten vår i selskapet. Frykten for dårlig bilsalg i Europa førte imidlertid til at Renault-kursen i ettertid falt betydelig, og vi benyttet anledningen til å igjen øke beholdningen noe i den franske bilprodusenten.

Basert på børsverdien av Nissan, hvor Renault har en eierandel på 43,3 prosent, tilsier Renaults aksjekurs at selskapets kjernevirksomhet har negativ verdi. Det mener vi er altfor pessimistisk. Ikke minst tatt i betraktning selskapets attraktive markedsposisjoner og betydelige salgsvekst i flere vekstmarkedsland.

Italiensk meierigevinst

Med en verdøkning på 30 prosent var konsumvarer fondets beste sektor. Først og fremst var det gevinsten ved salget av aksjene i det italienske meieriselskapet Parmalat til franske Groupe Lactalis som dro opp. Parmalat ble som følge av dette oppkjøpet fondets beste bidragsyter i 2011.

Unilever og Tesco ble tatt inn som nykommere i porteføljen. Felles for begge er at det er posisjoner i vekstmarkedene som vil være

hovedbidragsytere til fremtidig vekst. Førstnevnte har allerede mer enn 50 prosent av omsetningen fra vekstmarkedsøkonomier.

Endelig god medisin

Siste års tapersektor, medisin, fikk et kjærkomment løft. Fondets medisinaksjer steg hele 25 prosent. En meget lav prising ved inngangen til året lokket stadig flere investorer til å satse penger på både Pfizer og Roche. Da avstanden til vårt fundamentale kursmål gikk betydelig inn, valgte vi å redusere posisjonen noe i førstnevnte.

Verdens største produsent av generiske legemidler, Teva Pharmaceutical (Teva) og den tyske sykehusoperatøren Rhoen Klinikum kom inn som nye selskaper i porteføljen.

Som følge av at Teva i 2014 mister patentet på sitt viktigste legemiddel, Copaxone, har aksjekursen falt betydelig. Verdsettelsen av selskapets voksende generiske virksomhet er nå blitt veldig lav.

Også Rhoen Klinikum har mistet mye av populariteten blant investorene. Årsaken er at selskapet etter kapitalutvidelsen i 2009 ikke kan vise til noen nye investeringer av betydning. Vi har sympati for selskapets syn om at det er viktig å utøve disiplin ved oppkjøp. Vi tror det kommer til å by seg flere lønnsomme muligheter i privatiseringsprosessen av tyske sykehus de kommende årene og kan, mens vi venter, glede oss over at eksisterende sykehusportefølje i øyeblikket prises lavt.

Amerikansk bank

Bank og finans ble en tapersektor for SKAGEN Global, slik den også ble for de globale aksjemarkedene. Kursfallet endte på 25 prosent. Det aller meste stod våre amerikanere for, Citigroup, Goldman Sachs og Bank of America. I løpet av året gikk Bank of America ut og Goldman Sachs inn i porteføljen.

Vi står fortsatt på synet om at våre amerikanske banker er fundamentalt billige. Eksempelvis prises Citigroup til rundt halvparten av bokført egenkapital, fratrukket alle immaterielle eiendeler (goodwill osv.). En nedskalering av den dårlige virksomheten til Citi Holding og lønnsom vekst innen konsumentfinansiering i flere vekstmarkedsland, kan skape stor utbytteevne i årene fremover. I løpet av året doblet vi derfor posten i Citigroup, finansiert ved blant annet salg av aksjene i den japanske investeringsbanken Mizuho.

Vi har unngått eksponering mot europeiske banker. Det er stor forskjell på banksektoren i Europa og USA. I kjølvannet av finanskrisen i 2008 foretok de amerikanske bankene store tapsavsetninger, og fikk tilført betydelig ny egenkapital. Denne renselsesprosessen har vi ikke sett i Europa. I dag fremstår de amerikanske bankene mye sunnere og mer velkapitaliserte enn sine europeiske motstykker.

Vi innrømmer gjerne at vår inntreden i amerikansk bank har vært prematur, men har store forhåpninger til at klinten skilles fra hveten, og at omvurderingspotensialet er stort i 2012.

Sektorens lyspunkt var det norske skadeforsikringselskapet Gjensidige, hvor god inntjeningsutvikling gjorde aksjen til en av de desiderte kursvinnerne på Oslo Børs.

Accenture innfridde – Kyocera skuffet

Våre investeringer innen teknologi kunne samlet sett fremvise et resultat marginalt i pluss. Beste bidragsyter var konsultentselskapet Accenture. Etter en periode med sterke resultatrapporter og ditto kursutvikling, solgte vi alle aksjene våre i selskapet.

Kursutviklingen for vår gode, gamle japaner, Kyocera, skuffet. Svakere marked for keramiske komponenter til elektronikkindustrien førte til at selskapet nedjusterte sine resultatprognoser. Kyocera har betydelige aktiva utenom kjernevirksomheten. Justert for disse prises nå kjernevirksomheten i forhold til løpende inntjening på rekordlave multipler.

Samsung Electronics fortsetter å levere gode resultater. I 2011 var det smarttelefoner og nettbrett som bidro mest. Fondets preferanseaksjer prises til i overkant av seks ganger forventet fortjeneste i 2012, og på linje med

bokført egenkapital. Siden selskapet kan vise til en overtruffet evne til organisk vekst, er det lite immaterielle verdier i balansen.

Ledelsen i Samsung har også vist styrke gjennom innovasjon og korte, men lønnsomme produkttykler innen elektronikkomponenter og forbrukerelektronikk. Lav verdsettelse, kombinert med operasjonell dyktighet, er gode argumenter for å beholde selskapet som fondets største investering.

Oracle og Yahoo!

Nye investeringer innen teknologisektoren var den amerikanske softwareprodusenten Oracle og internettelskapet Yahoo!.

Basert på forventet vekst syns prislappen til Oracle å være lav. Selskapet har også en mer robust forretningsmodell enn de fleste av konkurrentene, og bør kunne håndtere svakere konjunkturer uten vesentlige svekkelser av resultatet. Yahoo! er en fallert internettstjerne, som i lang tid har vært under sterkt kurspress. Hvis en legger en moderat verdsettelse av selskapets aksjeposter i Yahoo Japan og kinesiske Alibaba Group til grunn, får man nå kjøpt selskapets kjernevirksomhet til en meget billig penge. Mye tyder på at verdien på nevnte aksjeposter blir synliggjort i løpet av 2012.

Ut av thailandsk telesuksess

Innen telekommunikasjon var thailandske Total Access Communication (dtac) opp hele 110 prosent og skal ha æren for sektorens avkastning på 12 prosent. Meget god resultatutvikling, en aksjonærvennlig utbyttepolitikk og fornuftig kapitalstruktur gjorde dtac stadig mer populær. Vi solgte oss suksessivt ned i selskapet gjennom året. Det siste store salget skjedde i forbindelse med at dtac i desember ga et stort engangsutbytte til aksjonærene.

Etter en periode med god kursutvikling ble også indiske Bharti Airtel solgt ut av porteføljen. Inn kom det franske tele- og medieselskapet Vivendi, som prises med stor rabatt i forhold til de underliggende verdiene. Økt konkurranse i det franske mobiltelefonmarkedet fikk investorenes entusiasme for Vivendi til å kjøle betydelig. Lav pris i forhold til inntjening, en utbytteavkastning på ni prosent og mulig rendyrking av konglomeratstrukturen kan trigge aksjekursen fremover. For øvrig doblet vi vår eierandel i Vimpelcom, og økte posten i China Mobile.

Innen nyttetjenester ble Calpine solgt ut, med god gevinst. Det brasilianske statsdominerte elektrisitetsselskapet Eletrobras, der vi i 2011 måtte se et verdifall på 13 prosent, er dermed vår eneste investering i sektoren. På

kort sikt blir den brasilianske stats håndtering av kraftkonsesjoner som skal fornyes i tiden fremover sentral for kursutviklingen til Eletrobras. Vi mener dagens kurs tilsier at forventningene er lave. Konsesjonsfornyelser kan derfor representere et stort potensial for en omvurdering av aksjen.

Store utfordringer

Ved inngangen til 2012 står verdensøkonomien foran store utfordringer. Den økonomiske veksten i Europa ser ut til å kunne bli negativ, i alle fall i første halvår. I USA forventes lav, men positiv vekst.

Det store spørsmålet er hvordan de store vekstmarkedslandene utvikler seg. Selv om mye tyder på redusert vekst også der, er det realistisk å tro at veksten opprettholdes på et nivå som ikke fører verdensøkonomien inn i global resesjon. Slik tilfellet var ved årsskiftet 2008/09.

Selv om verdsettelsen av porteføljen til SKAGEN Global ikke er like attraktiv som ved inngangen til 2009, er prisingen lav i forhold til den verdiskapningen vi forventer fremover. Fondets ti største investeringer er i gjennomsnitt verdsatt til 8,3 ganger forventet inntjening i 2011 og kun 90 prosent av den bokførte egenkapitalen.

Til tross for de relativt dystre utsiktene for verdensøkonomien mener både vi og analytikerne at det er god grunn til å regne med vekst i inntjeningen til selskapene også neste år. Da vil forholdet mellom pris og inntjening (P/E) til selskapene i porteføljen falle ytterligere. Det er også verdt å merke seg at direkteavkastningen fra selskapenes utbytter nå er betydelig høyere enn renteavkastningen fra statsobligasjoner.

Et stemningsskifte fra frykt til mer optimisme og fremtidstro kan føre til en betydelig kursoppgang. Om stemningsskiftet finner sted i 2012, er ikke godt å si. Vi står klar uansett.

Aksjefondet SKAGEN Global har et internasjonalt investeringsmandat. Fondets strategi er å finne selskaper av høy kvalitet til en lav pris, som kjennetegnes av å være undervurderte, underanalyserte og upopulære. For å redusere risiko søker fondet å opprettholde en fornuftig geografisk og sektormessig balanse.

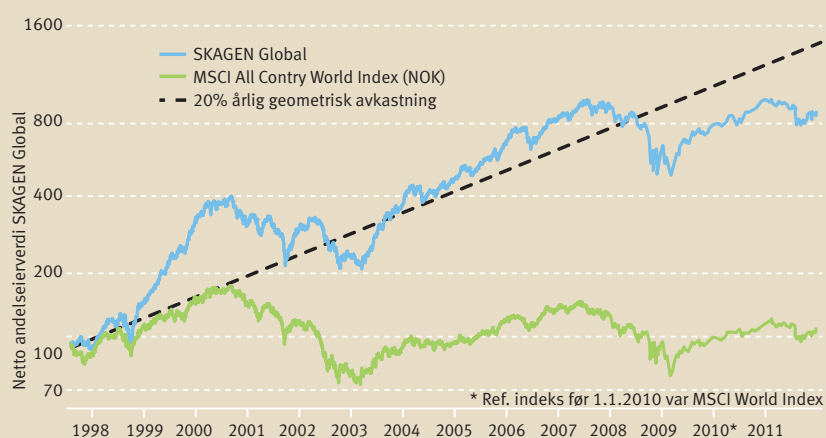
SKAGEN Global passer for investorer som ønsker å spre sine investeringer over hele verden og oppnå diversifisering, både geografisk og bransjemessig.

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere	Totalkostnad %
2011	-6,56 %	-4,92 %	31 436	97 317	1,00 %
2010	16,27 %	13,08 %	32 169	94 966	1,29 %
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 %	28,04 %	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	113,15 %	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 %

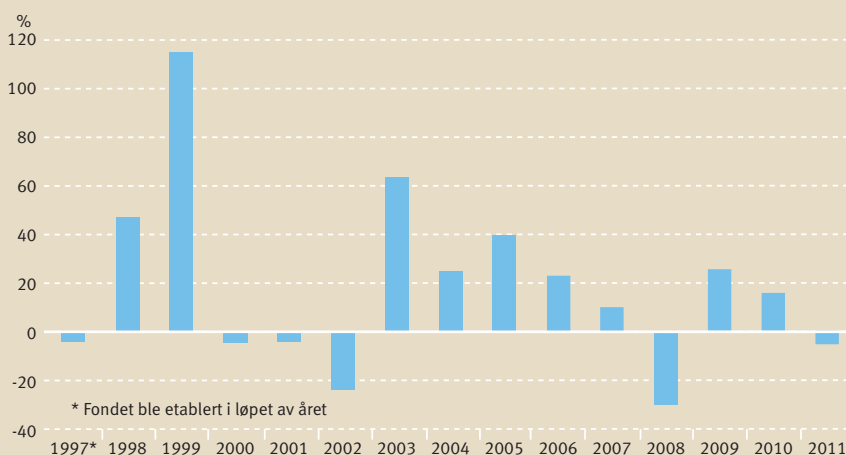
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR



* Fondet ble etablert i løpet av året

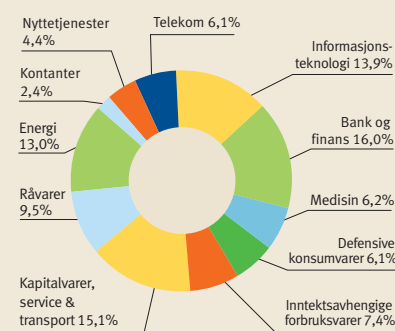


SKAGEN Global

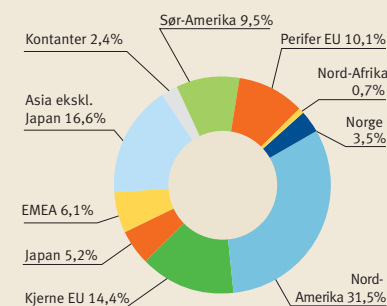
En verden av muligheter

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 658,3 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 15,1 %

Forvaltningskapital 31 436 mill NOK

Antall andelseiere 97 317

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

Minste tegningsbeløp Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 250

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

Referanseindeks MSCI All Country Index (NOK)

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvaltere Kristian Falnes
Torkell Eide
Søren Milo Christensen
Chris-Tommy Simonsen

Dårlig betalt for gode ideer

I år har investorer igjen rømt vekstmarkedene, og vi fikk dårlig betalt for gode investeringsideer. Trøsten er at selskapene i porteføljen er nesten like lavt vurderte som på bunnen høsten 2008. Og det etter en periode hvor fondskursen har doblet seg.

I første og fjerde kvartal 2011 var aksjemarkedene forholdsvis normale, og SKAGEN Kon-Tiki oppnådde en god risikojustert avkastning. I andre og tredje kvartal svingte investorenes risikovilje stort. Vi opplevde et aksjemarked preget av "risk on – risk off". I denne perioden var fondets avkastning svak, både absolutt og relativt.

Året som helhet endte med et verdifall for fondet på 13,8 prosent. Noe vi selvsagt er misfornøyd med. Vekstmarkedsindeksen var ned 16,3 prosent.

SKAGEN KON-TIKI 2011 (MILL. NOK)

5 største positive bidragsytere

Pride International	305
Equinox Minerals	291
Golar LNG	249
Great Wall Motor	203
Hyundai Motor	180

5 største negative bidragsytere

VTB Bank	-513
Sistema	-474
Sabanci Holding	-389
Vale	-381
Hon Hai Precision Industry	-357

5 største kjøp

State Bank of India	662
VTB Bank	649
Exxaro Resources	513
Eletrobras	508
Richter Gedeon	453

5 største salg

Pride International	-1727
Equinox Minerals	-885
dtac	-353
Standard Chartered	-329
Seadrill	-298

Ukritisk nedslag

Høstens flukt fra vekstmarkedene førte til at fondets konsentrasjon om større, likvide selskaper ble hardest rammet. Og i likhet med 2008 fikk vi ikke noen nedsidebeskyttelse ved å eie lavere vurderte preferanseaksjer, som er mindre likvide, men har prioritet utbytte. Investorenes ukritiske nedslag for å sikre sårt tiltrengte kontanter førte til at preferanseaksjene fikk tøffere medfart enn de ordinære aksjene.

Spesielt skuffende i 2011 var den dårlige betalingen vi fikk for våre, om vi skal si det selv, til tider briljante ideer og meget grundige investeringsprosesser. Årsaken var i stor grad samvariasjonen mellom aktivaklasser, land, sektorer – og ikke minst selskaper – som skjer i tider med stor usikkerhet.

Selv om fondets kursutvikling var svak, var den underliggende utviklingen til selskapene i porteføljen generelt sett god.

Utfordringene kom ikke uventet

2011 ble preget av makroøkonomiske utfordringer. Stigende råvarepriser og sterk økonomisk vekst førte i første halvår til at inflasjonen i flere vekstmarkedsland ble faretruende høy. Kombinasjonen av nedkjølende tiltak fra myndighetenes side og dårligere tider globalt, medførte avtakende inflasjon i andre halvår.

Til tross for klare tegn på svakere vekst i de utviklede markedene var det først på slutten av året at myndighetene viste viljestyrke til å gjennomføre stimulerende tiltak. I en rekke land ble både renten og reservekravet til bankene kuttet. Gjennom andre halvår foretok også investorene og analytikerne kutt i forventningene til selskapenes inntjening. Ikke først og fremst som følge av lavere økonomisk vekst,

men frykten for fallende marginer som følge av kostnadspress.

Flukten til antatt sikrere havner førte til at flere vekstmarkedsvalutaer falt kraftig. Mange selskaper er dermed blitt mer konkurransedyktige. Når fryktnivået blant investorene avtar, er det grunn til å tro at flere valutaer styrker seg igjen. Grunnet fundamentale forhold kan valutasvekkelsen for enkelte land bli av en mer varig karakter. India er et eksempel i så måte, hvor både politisk og økonomisk infrastruktur er dårlig.

Sett under ett gikk risikopremiene på statsgjeld noe ut i vekstmarkedene, men utslaget var lite i forhold til eurosone. Dette reflekterer at de fleste landene har kontroll på både statsfinansiering og utenriksbalanser. Inflasjonen synes nå å være under kontroll. Det er også få tegn til at bedriftene har problemer med finansieringen slik tilfellet var for tre år siden.

Likviditet gjennom oppkjøp

Flere selskaper i SKAGEN Kon-Tiki porteføljen ble kjøpt opp, først og fremst i første kvartal. Det ga god likviditet gjennom året. Vi valgte å skynde oss langsomt med å investere pengene. Som følge av fortsatt lavere prising økte vi konsentrasjonen av store selskaper (målt i børsverdi) i porteføljen ytterligere. I denne prosessen ble antallet selskaper redusert. Skjønt på slutten av året tok vi inn noen nye, mindre, attraktivt prisede selskaper.

Andelen av selskaper notert i de utviklede markedene falt noe. Det skyldes en kombinasjon av høyere relativ prising og at de fleste oppkjøpene var i selskaper notert i utviklede markeder.

Vant på Pride

Energisektoren ble fondets relative vinner, og en moderat absolutt taper. Det amerikanske riggselskapet Ensco overtok Pride International tidlig på året skal ha det meste av æren for det.

Vi økte beholdningen vesentlig i Petrobras og Gazprom. Dette er selskaper med store og unike reserver, og i en verden med høy oljepris bør de ha en høyere prislapp. Investorenes skepsis til selskapsstyringen førte imidlertid til at begge aksjene falt overraskende mye.

Årets mysterium ble den svake utviklingen for oljeservicesektoren. De fleste selskapene opplevde en god operativ og resultatmessig utvikling. At aksjekursene stort sett falt må henge sammen med at de ble rammet av den generelle skepsisen til aksjer som aktivaklasse.

Vi byttet ut våre aksjer i Golar LNG Energy med aksjer i gassrederiet Golar LNG. I North Atlantic Drilling både kjøpte og solgte vi aksjer, mens hele posten i kullselskapet Indo Tamban-graya ble avhendet.

Ny i porteføljen er Siem Offshore, som kan skilte med en ny og moderne flåte av ankerhåndteringsfartøy. Basert på markedsverdien til skipene er selskapet priset med nesten 50 prosent rabatt. Vi forventer et noe bedre marked for selskapets fartøyer i 2012, samtidig som det kan finne sted strukturelle endringer innen dette fragmenterte skipsegmentet.

Kinesere reddet svake råvarer

Råvarer var en tapersektor, men ga fondet svært god relativ avkastning. Også her ble utviklingen preget av overtakelser. Vår post i kobberprodusenten Equinox Minerals ble i april solgt til Barrick Gold med solid gevinst, etter budkamp med kinesiske Minmetals Resources.

Alle aksjene i First Quantum Minerals, Aquarius Platinum, Norske Skog og Northland Resources ble solgt i løpet av året. En post i Suzano Papel e Celulose ble kjøpt, men senere solgt ut igjen. Årsaken til helomvendingen var en ny vurdering av markedssituasjonen og de finansielle utfordringene selskapet står overfor.

Innen mineralsand og kull kjøpte vi sørafrikanske Exxaro Resources. En strukturell høy etterspørsel og et beskjedent tilbud bør borge for gode resultater fremover. I 2012 skal Exxaro Resources gjennom en omstrukturering. Forhåpentligvis vil det føre til at investorene fatter større interesse for selskapet. Høyere pris på både mineralsand og kull vil i tillegg bedre inntjeningen.



Foto: iStockphoto

SKAGEN Kon-Tiki kjøpte seg opp i gassrederiet Golar LNG.

Venter på løft i Norwegian

Industri var den svakeste sektoren i de globale vekstmarkedene, men ga en akseptabel relativ avkastning for SKAGEN Kon-Tiki.

På taperlisten finner vi først og fremst entreprenørselskapene Aveng og Empresa ICA, samt kraftutstøyrprodusenten Harbin Electric. Tapene på disse ble bare delvis kompensert gjennom realisasjon av gevinst i Strabag. Forventningene til offentlige investeringer som konjunkturregulatorer ble svekket i året som gikk. Ved årsskiftet handles nevnte taperaksjer til rekordlave vurderinger.

Flyselskapene AirAsia og Norwegian hadde en flott fundamental utvikling. Vi fikk bare betaling i form av kursøkning i AirAsia, som ble revurdert i året som gikk. Vi håper og tror det samme skjer med Norwegian i 2012.

Betydelige shippingtap

Skipsnæringen hadde et vanskelig år. Vi gikk på betydelige tap i danske A.P. Møller - Mærsk og det norske tankrederiet Nordic American Tankers. Ekstrem knapphet på naturgass førte til at Golar LNG opplevde meget gode rater, og ble en særdeles god bidragsyter.

I 2011 ble forbløffende mange nybygde skip absorbert i de respektive markeder, og overhenge av nye skip som skal leveres fra verftene blir etter hvert mindre.

Finanstørke gjorde det særdeles vanskelig å få finansiert skip, slik at skipsredere med sterke finansielle muskler får muligheten til å gjøre gode strukturelle forretninger i tiden fremover.

En av disse er John Fredriksen. Vi kjøpte oss derfor inn i Golden Ocean og Frontline 2012, hvor Fredriksen er majoritetseier. Kjøpene ble delvis finansiert gjennom en halvering av posten i A.P. Møller - Mærsk.

Aksjeposten i sørafrikanske Bidvest ble økt. Selskapets globale divisjon for matvareforsyning er alene verdt mer enn børsverdien til hele selskapet. I forbindelse med en oppkjøpssituasjon solgte vi aksjene våre i Freeworld Coating. Posten i Kumho Industrial forsvant også ut av porteføljen.

Fullt kjø

Inntektsavhengige forbruksvarer var en bra sektor, både i absolutte og relative termer. Bilprodusentene våre, Hyundai Motors, Great Wall Motor og Mahindra & Mahindra, som også produserer traktorer, ga alle gode bidrag. I globale vekstmarkeder er bilproduksjon en vekstindustri, og alle tre har et betydelig potensial på verdensbasis.

Malaysiske DRB-HICOM og Proton fortsetter å levere gode resultater for fondet.

Sektorens store taper var koreanske LG Electronics. Selskapet har ikke mestret overgangen til smart telefoner, men aksjen har nå kommet ned på et prisnivå i forhold til inntjening som vi ikke har sett på ti år. Et svært depressivt marked for kinesiske forbruksaksjer gjorde at vi mot slutten av året lot oss friste til å kjøpe aksjer i selgeren av sveitsiske klokker, Hengdeli, og kjøpesenterutvikleren Renhe Commercial Holdings.

Defensive forbruksvarer var vinnersektoren i globale vekstmarkeder og de fleste av våre selskaper klarte seg også svært bra. Unntakene var Marine Harvest, hvor vi solgte oss ut, og tyrkiske Yazicilar Holding, morselskapet til Efes-bryggeriene. Nytt selskap var det nederlandske bryggeriet Heineken NV. Investorene synes ikke å sette høy nok pris på selskapets ledende posisjon blant de internasjonale aktørene i Asia.

Dårlig ungarsk helse

I et dårlig børsår, hvor frykten råder, pleier defensive aksjer som helse og medisin å gjøre det relativt godt, uavhengig av svingninger i aksjemarkedet. Slik gikk det ikke for våre aksjer innen sektoren. Etter et betydelig kursfall for ungarske Richter Gedeon økte vi opp i selskapet. En synliggjøring av hvilke verdier som kan ligge i forskningsporteføljen er en sentral trigger for at aksjekursen skal snu oppover igjen. En annen er den sterkt fallende valutakursen, trigget av Ungarns stødige marsj mot en økonomisk hengemyr.

Etter et betydelig kursfall gjennom 2011 kjøpte vi tilbake aksjene "våre" i China Shine-way Pharmaceutical.

Svake finanser

Finans, den største sektoren i vekstmarkedene, opplevde et meget svakt år. Smitteeffekten fra gjeldskrisen i eurolandene og stram kredittpolitikk i flere vekstmarksland skapte problemer med finansieringen, og økte risikoen for store utlånstap. Vi holdt oss stort sett borte fra vanskelige områder som kinesisk bank og forsikring, men var for tidlig ute med å kjøpe aksjer i State Bank of India.

Tyrkiske Sabanci Holding og Bank Asya, samt egyptiske EFG Hermes, hadde et særdeles svakt år. Vi finner ingen gode selskapsspesifikke årsaker til de store kursfallene for disse aksjene.

Postene i AFP Provida, Aksigorta, MBK Development, Polaris Securities og Kim Eng ble avhendet. De to sistnevnte gikk ut som følge av overtakelser.

Vi deltok i delprivatiseringen av VTB Bank i Russland og økte dermed aksjeposten vår betydelig. Så langt har det kostet oss dyrt. Dette er den første store russiske privatiseringen i tiåret og det er naturlig å vente en ny og bedre selskapsstyring enn hva vi normalt ser i russiske statsdominerte selskaper. Den fundamentale situasjonen for banken er i dag vesentlig bedre enn for tre år siden, uten at aksjekursen har reagert noe særlig.

State Bank of India betjener et underutviklet marked for banktjenester. Overgangen fra statsbank til privat sektor går langsomt, men

fjorårets lederskifte gir håp om bedring. En delvis rekapitalisering av banken kan trigge kursoppgang. Banken prises på linje med de første kjøpene vi gjorde i 2003. Vi gikk ut av State Bank of India i 2007, og kjøpte oss inn igjen våren 2011.

Vi er glade over en fortsatt god utvikling, både kurs og driftsmessig, for Banrisul, Standard Chartered og Aberdeen Asset Management. I sistnevnte økte vi innehavet vesentlig. Også Gjensidige Forsikring var en god bidragsyter. I takt med den gode kursutviklingen reduserte vi fondets eierskap noe gjennom året.

Sure epler

Informasjonsteknologi var en forholdsvis bra sektor i vekstmarkedene. Vår hovedinvestering gjennom mange år, Samsung Electronics, viste nok en gang god omstillingsevne. Selskapet seiler opp som en av to globale markedsledere, først og fremst innen distribuert databehandling. Til tross for en oppvurdering av aksjen gjennom året, kan aksjekursen og fondets posisjon i Samsung Electronics forsvares.

Vi kjøpte oss inn i taiwanske Hon Hai Precision Industry, hovedleverandøren til amerikanske Apple. Investeringen påførte fondet et betydelig tap. Det ser nå ut som om selskapets dårlige resultatutvikling er snudd, med økende driftsmarginer og bedre avkastning på kapitalen.

Hon Hai Precision Industry har endret sin forretningsmodell fra å være personaltung til å bli mer kapitaltung. Stadig dyrere kinesisk arbeidskraft skal byttes ut med roboter. Selskapet handles til historisk lave nøkkeltall, og vi regner med at snuoperasjonen gir synlige resultater i 2012.

Japansk mobil og kinesisk internett

I SKAGEN Kon-Tiki består sektoren telekommunikasjon stort sett av mobilselskaper. Med unntak av nevnte LG Electronics var resultatet for våre selskaper godt. Økt penetrasjon av ny teknologi, og stadig flere forbrukere som setter pris på "våre" mobiltelefoner, skal ha æren for det.

Ny post i porteføljen var det ledende selskapet innen mobiltelefoni i Japan, Softbank. Selskapet er også sentral medspiller til Yahoos satsning på internett i Kina. Et lederskifte i Yahoo har imidlertid skapt usikkerhet om utviklingen fremover. Fortsatt ser vi en betydelig oppside i de kinesiske aktivaene, samtidig som telefonselskapet generer en god løpende kontantstrøm.

Posisjonen i sørafrikanske Naspers ble økt. Selskapet er ledende på internett i globale vekstmarkeder, med fotavtrykk i alle verdensdeler. Børsnoteringene av russiske Mail.ru og kinesiske Tencent Holdings ble en suksess. I

tiden fremover vil verdien av aktivaene i Afrika, Latin-Amerika, Øst-Europa og Facebook bli mer synlige.

Etter to gode år fikk aksjekursen til det russiske konglomeratet Sistema et tilbakeslag. De to viktigste aktivaene, telekommunikasjon og oljeselskapet Bashneft, utviklet seg imidlertid bra. Gjelden i morselskapet er nå svært lav. Vi ser tegn til bedre selskapsstyring, og frigjorte midler synes å bli anvendt produktivt. Rabatten på underliggende aktiva er igjen nær rekordhøye nivåer.

China Mobile, Bharti Airtel og Indosat utviklet seg på linje med forventningene, men ga forskjellige investeringsresultater. Etter en kraftig omvurdering solgte vi posten i thailandske dtac, som har gitt oss en særdeles god avkastning siden vi kjøpte de første aksjene i 2002.

Innen nyttetjenester er det statsdominerte brasilianske kraftselskapet Eletrobras fortsatt vår eneste investering. I likhet med 2010 ga selskapet et godt bidrag til fondets resultat. Eletrobras besitter aktiva i toppklasse, men sliter fortsatt med selskapsstyringen. 2012 bør gi svar på usikkerheten knyttet til fornyelser av kraftkonsesjoner. Et friere marked for elektrisitet bør slå enda mer positivt ut for Eletrobras i 2012 enn i 2011.

Kraftig oppgradering av kraftsektoren i sentrale land som India og Kina gjør potensialet innen bransjen vesentlig større fremover. Vi er på plass til å ta del i de mulighetene som byr seg.

Forsiktig optimisme

Ved inngangen til 2012 er det grunn til forsiktig optimisme. Vi er lite rammet av permanente tap av kapital. Kursfallet i 2011 er mer å betrakte som en midlertidig priskorreksjon, grunnet globale makroøkonomiske bekymringer.

Den europeiske sentralbanken har sørget for at likviditeten i banksystemet er intakt, og at følgene for global handel kan bli mindre enn fryktet. Samtidig har svekkelsen av euroen gjort europeisk næringsliv mer konkurransekraftig, som er viktig for å få balanse internt i eurosonen.

Investeringsvalgene vi har gjort i 2011 har forbedret kvaliteten til porteføljen. Og til tross for at fondskursen har doblet seg siden forrige bunn, høsten 2008, er prisingen av selskapene nesten like attraktive. Rabatten til det generelle vekstmarkedet er høyere enn den gang.

Så et trøstens ord til andelseierne i SKAGEN Kon-Tiki: Som kjent svinger aksjekursene mer enn resultatutviklingen for selskapene, men verdiene vinner alltid til slutt.

Aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki har et internasjonalt investeringsmandat, men skal investere minst 50 prosent av fondets midler i vekstmarkeder, det vil si land eller markeder som ikke omfattes av MSCI Developed Market Series. Fondets målsetting er å finne selskaper av høy kvalitet til en lav pris, som kjennetegnes av å være undervurderte, underanalyserte og upopulære. For å redusere risiko søker fondet å opprettholde en fornuftig geografisk og sektormessig balanse.

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

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere	Totalkostnad %
2011	-13,82 %	-16,28 %	40 672	85 525	2,28 %
2010	21,23 %	19,31 %	47 155	82 198	2,14 %
2009	63,36 %	47,77 %	33 091	74 443	3,26 %
2008	-36,13 %	-39,85 %	12 313	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 %	49,88 %	1 711	9 835	3,85 %
2002 **	-29,82 %	-33,37 %	250	4 190	3,89 %

* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

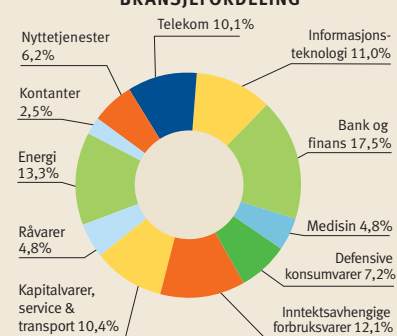


SKAGEN Kon-Tiki

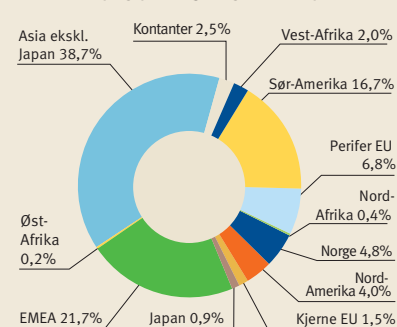
Viser vei i nytt farvann

Skagen Revfyrskib. 1892. Utsnitt.
Av Carl Locher, en av Skagemalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

BRANSJEFORDELING



GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 5. april 2002

Avkastning siden oppstart 392,0 %

Gjennomsnittlig avkastning pr år 17,8 %

Forvaltningskapital 40 672 mill NOK

Antall andelseiere 85 525

Forvaltningshonorar 2 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK

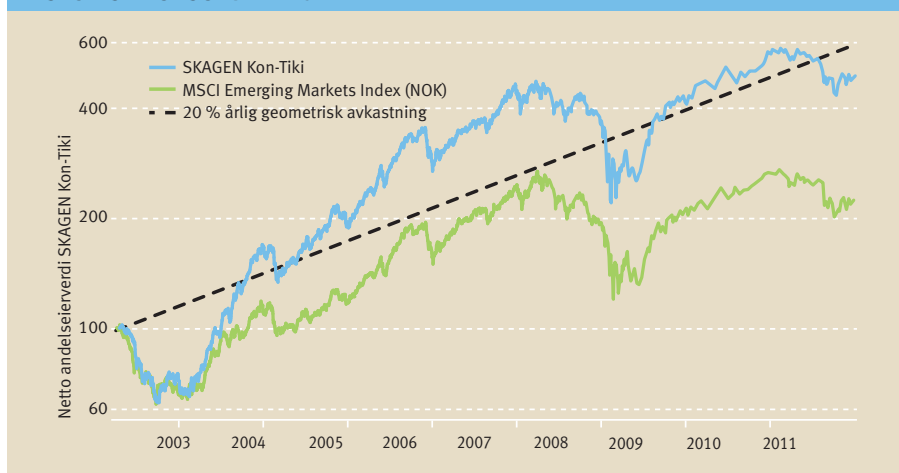
Godkjent for markedsføring i Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Nederland, Storbritannia, Luxembourg og Sveits

Referanseindeks MSCI Emerging Markets Index (NOK)

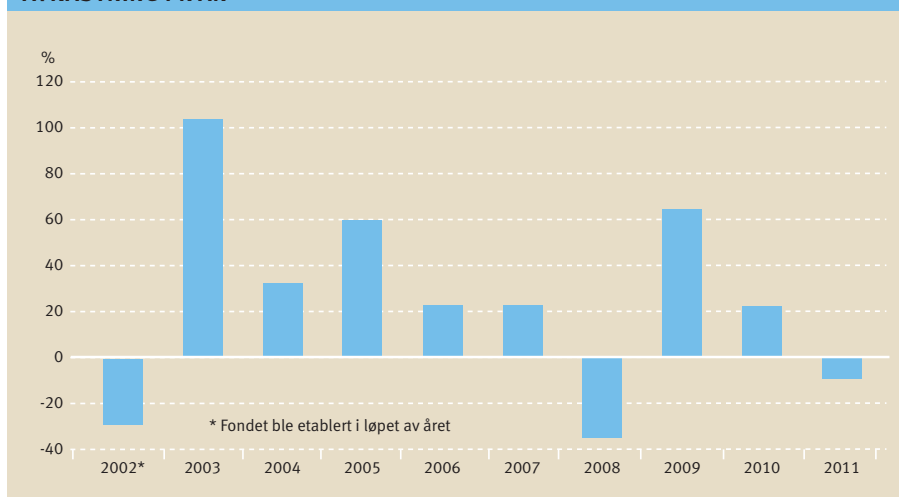
UCITS-fond Ja

Porteføljeforvaltere J. Kristoffer C. Stensrud
Knut Harald Nilsson
Cathrine Gether
Ross Porter

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR



Tapte muligheter

Ved inngangen til 2011 forventet vi fortsatt bedring i den økonomiske aktiviteten med gradvis økende obligasjonsrenter. Japansk jordskjelv og eurokrise førte til en flukt til sikkerhet, som sendte obligasjonsrentene til rekordlave nivåer.

Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning hadde en avkastning på 2,7 prosent i 2011. Fondet tapte mot sin referanseindeks, som økte med 6,1 prosent over året. Fondet hadde også noe svakere utvikling enn pengemarkedsfondet SKAGEN Høyrente, som hadde en avkastning på 3,2 prosent i 2011.

Hvorfor havnet SKAGEN Avkastning så langt bak referanseindeksen i 2011? Hovedforklaringen er at vi valgte å ha en lav rentedurasjon i Norge. Vi forutså ikke at statsobligasjonsrentene i Norge skulle falle til de rekordlave nivåene de gjorde, og derfor plasserte vi den norske delen av porteføljen i bankpapirer med flytende rente. Fra april til utgangen av desember falt renten på norske statsobligasjoner med 3 års løpetid fra 3 prosent til 1,5 prosent. Siden fondet ikke var investert i papirer med så lang durasjon fikk vi ikke høstet gevinster fra dette rentefallet.

Ved inngangen til 2011 trodde vi at økt vekst i industriland og høyere inflasjon i fremvoksende økonomier ville gi økte lange renter globalt. Vi justerte porteføljen og reduserte rentedurasjonen betydelig de første månedene av 2011. I perioder hadde vi også veldig lav eller ingen utenlandseksposering.

I samme periode ble verdensøkonomien utsatt for flere sjokk, deriblant tsunamien i Japan. Fra april falt vekstforventningene kraftig og det samme gjorde lange renter. Vi ble tatt på sengen av dette rentefallet. Utviklingen i euroområdet, og særlig Hellas, ble også langt verre enn vi trodde ved inngangen av året. Vi var raske til å selge fondets greske statsobligasjon før situasjonen tilspisset seg, og unngikk dermed store tap.

Fra mai økte vi utenlandsandelen og rentedurasjonen noe igjen. Fra september har utenlandsandelen vært omkring 20 prosent, som er det som er normalt for fondet. November ble en dårlig måned for fondet fordi økt uro omkring eurosamarbeidet medførte økte kredittpremier både for statsobligasjonene i fondet og for norske bankpapirer. Den absolutte avkastningen til fondet var bedre i andre halvår enn første

halvår. Samtidig var den relative avkastningen dårligere.

Kredittpremiene på norske bankpapirer med løpetid på over 12 måneder falt i begynnelsen av året. De økte kraftig igjen i andre halvår. Økningen skyldtes en smitteeffekt fra et svært vanskelig finansieringsmarked for europeiske banker som følge av krisen i euroområdet. Bankpapirene i fondets portefølje hadde per slutten av desember et jevnt forfall over en periode på 3 år. Vi får kursgevinster på bankpapirene når kredittpremiene går inn, som følge av at tiden til papiret går til forfall reduseres. Vektet kreditturasjon for bankpapirene i fondet er på 1,5 år.

Størst muligheter i vekstmarkeder

Ved inngangen til 2012 er det mange muligheter i obligasjonsmarkedet. Den store risikoen er eurokrisen. Vårt hovedscenario er at det kommer en løsning på krisen i euroområdet i 2012 som er tilstrekkelig til å roe markedet.

Hvis usikkerheten rundt euroen blir mindre, kan det bety økte renter i de solide industrilandene. Dette blant annet som følge av forventninger om høyere vekst og en normalisering av kredittpremiene.

Vi tror mulighetene for kursgevinster er størst i fremvoksende økonomier med solide rammeverk for finans- og pengepolitikk. Vi tror at veksten og/eller inflasjonen vil kunne komme ned i flere av disse landene.

Videre har eurokrisen ført til at kredittpremiene har økt betydelig på obligasjoner i land som er ansett som mer risikofylte. Vi tror både risikopremier, inflasjonsforventninger og vekstforventninger vil komme ned, noe som vil gi et fall i lange renter.

Hva med norske renter?

Norske statsrenter nådde rekordlave nivåer i 2011. Vi tror ikke at de ekstremt lave rentenivåene vil vedvare. Norske lange renter vil etter hvert stige i takt med rentene i andre solide industriland.

I desember satte Norges Bank ned renten

med 50 basispunkter til 1,75 prosent, og markedet priser inn ytterligere kutt i 2012. Avkastningen til den norske delen av SKAGEN Avkastning avhenger av pengemarkedsrenten, som fortsatt er høy som følge av høye risikopremier i interbankmarkedet. Utviklingen i pengemarkedsrenten vil avhenge av hva Norges Bank gjør med styringsrenten og hva som skjer med kredittpremiene. Begge deler er avhengig av utviklingen i eurosonen og vil trolig trekke i hver sin retning.

Hvordan har vi tilpasset porteføljen til dette markedssynet? Vi har investert i noen utenlandske obligasjoner i fremvoksende økonomier og østeuropeiske land hvor vi tror rentene skal falle i 2012. Vi tror rentene vil falle både som følge av lavere realrente, lavere inflasjonsforventninger og fall i kredittpremiene. Den norske delen av porteføljen er investert i bankpapirer med flytende rente. I alle tilfeller er det viktig å overvåke og analysere markedsutviklingen, og være villig til å snu hvis vi ser at forutsetningene for investeringene endrer seg.

Den norske delen av porteføljen er investert i bankpapirer og bankinnskudd i solide banker. En fortsatt høy pengemarkedsrente og høye kredittpremier gir god effektiv rente på disse investeringene på bankpapirene. Samtidig gir det mulighet for kursgevinst hvis det blir en løsning på eurokrisen og hvis risikopremiene i interbankmarkedet og kredittpremiene på bankpapirer blir mindre.

Forventinger 2012

Ved inngangen til 2012 var den effektive renten i fondet 3,7 prosent. I tillegg til dette forventer vi en meravkastning som følge av kursgevinster på statsobligasjoner. Basert på dette legger vi til grunn en målsetting om årlig avkastning de to neste årene på ca. 4 prosent per år. Andelseierne bør være oppmerksomme på at fondskursen vil svinge, og at det kan være perioder med negativ eller laber avkastning som i 2011. Det som kan forårsake svingninger er renteendringer i de internasjonale kredittmarkedene.



SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

Båden sættes i søen, Skagen 1884. Utsnitt.
Av Oscar Björck, en av Skagenmalerne.
Bildet tilhører Skagens Museum.

Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning har som målsetting å gi sine andelseiere best mulig risikojustert avkastning i rentemarkedet på seks måneders sikt. Dette søkes oppnådd ved å balansere investeringer mellom rentebærende verdipapirer med kort og lang løpetid og ved å investere i utvalgte utenlandske statsobligasjoner. Fondet 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.

SKAGEN Avkastning er et godt alternativ for investorer som ikke ønsker å bruke ressurser på overvåking av rentemarkedene og på å flytte investeringer mellom rentebærende verdipapirer med forskjellige løpetider.

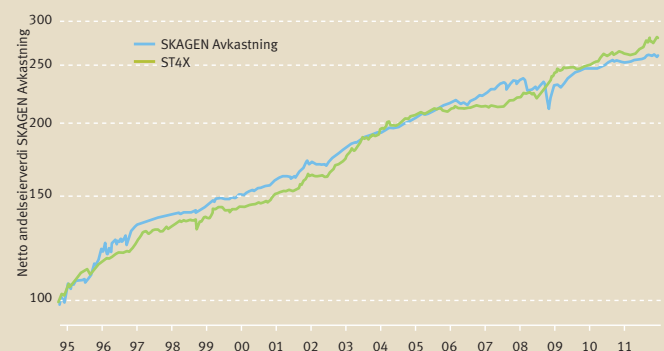
Fondets startdato	16. september 1994
Avkastning siden oppstart	161,08 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	5,71 %
Forvaltningskapital	1 154 mill NOK
Antall andelseiere	14 336
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,5 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark og Luxembourg
Referanseindeks	Statsobligasjonsindeks 3.00 (ST4X)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Jane Tvedt

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2011	2,66 %	6,13 %	1 154	14 336
2010	2,76 %	4,45 %	1 568	14 326
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

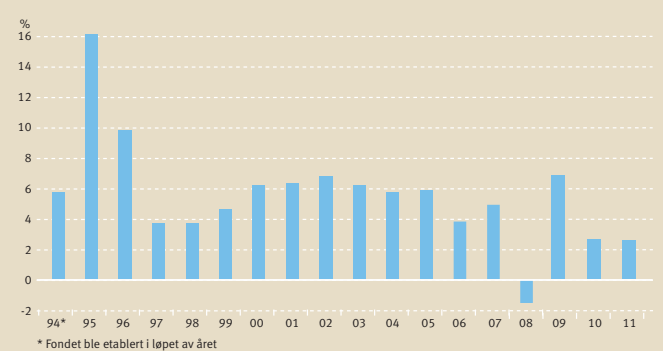
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

HISTORISK KURSUTVIKLING



AVKASTNING PR ÅR



På sidelinjen under rallyet

SKAGEN Tellus gjorde det svært dårlig i 2011. Fondet falt 0,7 prosent, målt i euro, mens referanseindeksen steg 7,8 prosent. Hvorfor ble fondet slått så kraftig av referanseindeksen?

Fondet hadde relativt lang durasjon i de utviklede økonomiene i første halvdel av 2011. Durasjonen ble redusert rundt midten av året, ved at vi byttet ut lange statsobligasjoner med korte statspapiere. Rundt det samme tidspunktet begynte noen økonomiske nøkkeltall, spesielt fra USA, å vise svakheter. Selv om de harde økonomiske tallene som fulgte ikke fullt reflekterte denne utviklingen, falt rentene kraftig i USA og mange andre utviklede økonomier utover høsten. Dette fallet i lange renter dyttet obligasjonskursene opp, og gjorde at referanseindeksen fikk seg en opptur.

I tillegg til mer usikkerhet rundt den økonomiske utviklingen i USA, blusset også statsgjeldskrisen i Europa opp igjen. Resultatet var en flukt inn i japanske og amerikanske statspapiere, og i Europa en flukt inn i tyske rentepapir. Denne flukten, akkurat som i 2008, hadde en kraftig effekt på markedene. SKAGEN Tellus ble dessverre sittende på sidelinjen.

Fondet tapte også noe på eksponeringen mot vekstmarkeder, ettersom disse opplevde stigende renter og noe svakere valutakurser sammenliknet med euro, som er fondets referansevaluta.

Vil 2012 bli som 2011?

Vi tror at investorene nå er for nedstemte når

det gjelder de økonomiske utsiktene. Man tillegger effekten av finanspolitiske innstramminger for mye vekt. Slik vi vurderer det peker de siste nøkkeltallene på god vekst i USA og brukbar vekst i Storbritannia. Eurosonens økonomi krympet trolig litt i fjerde kvartal av 2012, men de siste indikatorene tyder på at det blir vekst igjen fra og med første kvartal. Dette gjelder eurosonen som helhet. Noen av de såkalte perifere landene vil slite hardt i 2012, men i Tyskland og noen av de andre nordlige økonomiene ligger an til økt aktivitet gjennom året.

I de store vekstmarkedslandene er bildet tvetydig. Selv om en del av de økonomiske nøkkeltallene stort sett har overrasket på oppsiden, er veksttakten, og da spesielt i Kina, mer usikker enn tidligere.

Uansett er hovedscenariot vårt at den globale økonomien vil gjøre det bedre i år enn i fjor. Hvis dette blir tilfellet, vil de lange rentene i utviklede økonomier stige, både gjennom en høyere realavkastning på kapitalinvesteringer og på grunn av at investorer begynner å se slutten på perioden med tilnærmet nullrente.

Forberedt på det verste

Situasjonen kan selvfølgelig bli helt annerledes enn det vi har sett for oss. Dyrkjøpte erfaringer

gjør at vi er klar til å snu oss raskt om så skulle bli tilfelle.

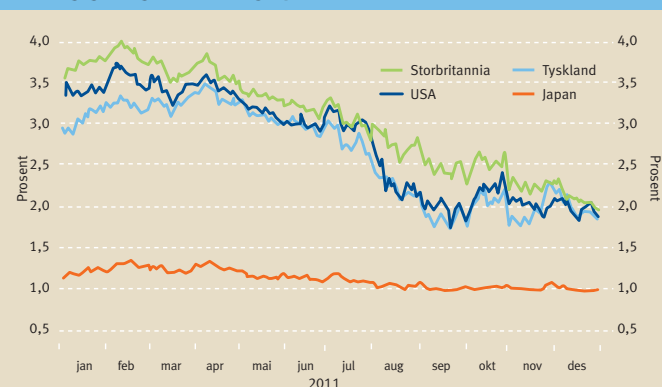
Nedsiderisikoen er for det meste knyttet til den kinesiske økonomien og statsgjeldskrisen i eurosonen. Det verste scenarioet for eurosonen er om ett eller flere medlemsland trekker seg ut, eller blir kastet ut, av valutasamarbeidet. Dette kan potensielt sette i sving en ny finanskrisen, og en dyp global resesjon.

Vi anser det som lite sannsynlig at et medlemsland vil forlate unionen, fordi det er veldig vanskelig å se for seg et scenario hvor fordelene ved å forlate valutaunionen er større enn kostnadene.

Hellas bør beholde euroen

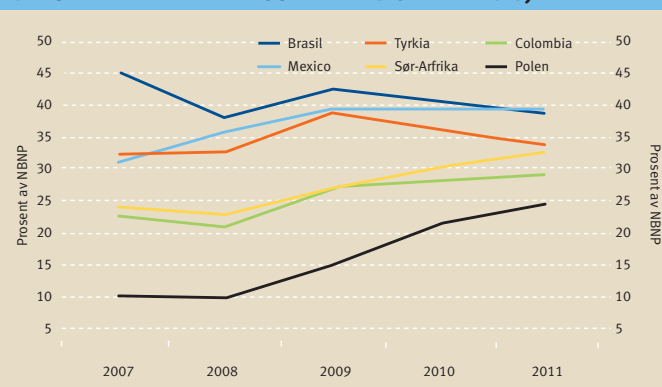
Ta Hellas for eksempel. Det er et gjengs syn at om en ny drakme ble introdusert og denne falt kraftig mot euroen, ville den greske økonomien tjene på dette gjennom billige eksport og dyrere import. Men dette resonnementet bygger på en antagelse om at prisnivået i Hellas ikke reflekterer at valutaen stuper og reallønningene faller. En telefonsamtale mellom lederne av de to største fagforeningene er nok til å sette makt bak kravet om en kompensierende økning i lønningene. Det greske prisnivået vil trolig dermed stige raskt og tilpasse seg devalueringen. Dette eliminerer det en ville tjent på billigere valuta.

TI-ÅRS STATSRENTER I UTVIKLEDE LAND



Kilde: Marcobond

VEKSTMARKEDER I TELLUS MED LAV OFFENTLIG GJELD



Kilde: Marcobond

Dette betyr at hvis politikerne holder hodet kaldt blir det ikke avskalling eller sammenbrudd i eurosonen. Unionen er et ekteskap som aldri skulle vært inngått. Men nå er kostnadene med skilsmisken så store, at det er vanskelig å se for seg en situasjon der noen er tjent med et brudd.

Sentralbankens rolle

Den europeiske sentralbanken gjør mer for å holde liv i eurosonen enn det den får honnør for. Gjennom å låne ut ubegrensede midler til

bankene i opp til tre år letter den bankenes likviditetsproblemer. I tillegg får bankene sterke incentiver til å kjøpe kort og mellomlang statsgjeld, noe som gjør statsgjeldsmarkedene mer likvide. En hører ofte at den europeiske sentralbanken bør gjøre som Federal Reserve og Bank of England, med andre ord kjøpe opp massive mengder statsgjeld i annenhåndsmarkedet. Den europeiske sentralbanken gjør allerede dette. Den foretrekker bare å gjøre det gjennom lån til bankene.

Hva vi jobber for

Siden oppstart har SKAGEN Tellus levert en gjennomsnittlig årlig avkastning på 5,6 prosent. Dette er ett prosentpoeng mindre enn referanseindeksen, og slett ikke et resultat vi er fornøyd med. I 2012 har vi satt oss som mål å lukke gapet mellom fondet og referanseindeksen, og å gi andelseierne minst samme avkastning som fondets historiske snitt.



SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter

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

SKAGEN Tellus er et globalt obligasjonsfond som kan gi investorer meravkastning ved at de får plassere penger i rentemarkeder over hele verden. Fondet investerer i statsobligasjoner og statssertifikater. Fondets målsetting er å gi andelseierne god risikojustert avkastning gjennom en aktivt forvaltet portefølje. Fondet har en avkastnings- og risikoprofil som ligger mellom nasjonale obligasjonsfond og globale aksjefond. Fondet tar valutarisiko og referansevalutaen er euro.

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

Fondets startdato
Avkastning siden oppstart
Gjennomsnittlig avkastning pr år
Forvaltningskapital
Antall andelseiere
Tegnings-/innløsningsprovisjon
Forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp
Godkjent for markedsføring i

Referanseindeks
UCITS-fond
Porteføljeforvalter

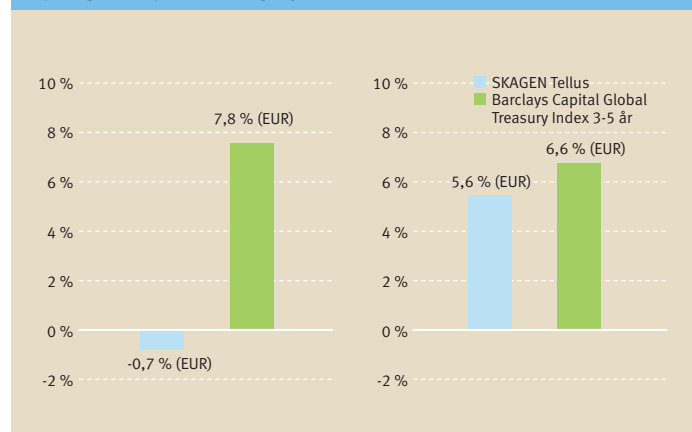
29. september 2006
32,88 % i EUR
5,56 % i EUR
534 mill NOK
2 041
Ingen
0,8 % pr år
Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Luxembourg, Finland, Island, Storbritannia og Sveits
Barclays Capital Global Treasury Indeks, 3-5 år
Ja
Torgeir Høyen

Årstall	Avkastning % i EUR	Referanseindeks % i EUR	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2011	-0,67 %	7,83 %	534	2041
2010	17,19 %	13,06 %	785	2383
2009	10,92 %	0,63 %	406	1558
2008	-1,97 %	16,27 %	548	1644
2007	3,55 %	0,39 %	863	2353
2006 **	1,37 %	-2,18 %	574	2557

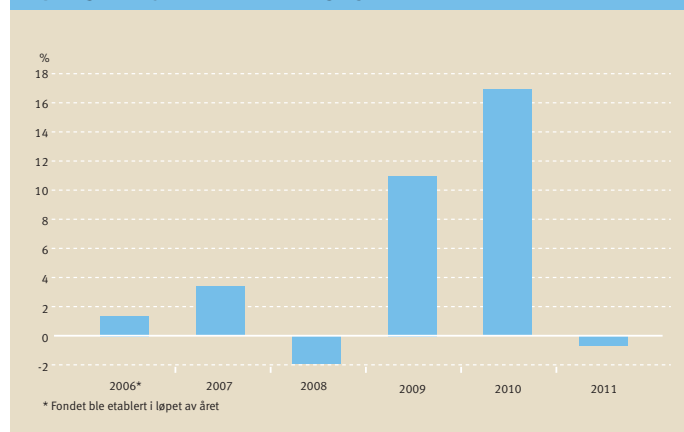
* I millioner kroner

** Fondet ble opprettet i løpet av året

AVKASTNING MÅLT I EURO



AVKASTNING PR ÅR MÅLT I EURO



Høyt over lavrentemarkedet

Utenfor Norges grenser ble 2011 et turbulent år. Til tross for dette var det ganske så stabilt for SKAGEN Høyrente. Avkastningen ble 3,16 prosent mot 2,69 prosent for fondets referanseindeks.

Gjennomsnittet av den effektive renten, som gir et bilde på den potensielle avkastningen i fondet, var på 3,20 prosent i 2011. At avkastningen og den effektive renten ble så like hører med til sjeldenhetene. Selv om effektiv rente indikerer fremtidig avkastning er den en funksjon av løpende renter og kursgevinster og -tap fra plasseringer i obligasjoner og rentesertifikater. Fondets fremtidige avkastning kan derfor forventes å bli forskjellig fra den effektive renten i fondet.

Ved inngangen til året var den effektive renten på 2,7 prosent, og det var først mot slutten av juli at den gikk over 3,16 prosent, som ble årsavkastningen.

Første halvår var for det meste preget av positive toner. Norges Bank økte foliorenten med 0,25 prosentpoeng til 2,25 prosent. Samtidig indikerte de at det kunne komme flere økninger. Etter hvert som situasjonen i Europa ble verre snudde Norges Bank og senket til slutt foliorenten med 0,5 prosentpoeng til 1,75 prosent i desember.

Kredittpremien, det vil si påslaget over referanserente som banker og foretak må betale på lån i rentemarkedet, steg litt for løpetider

over ett år i andre halvår. For de store bankene utenom DnB, de såkalte Kystbankene, lå påslaget for treårs lån på rundt 80 basispunkter fram til sommeren. Situasjonen i Europa og problemer med finansiering blant europeiske banker førte til at kredittpremiene steg kraftig i andre halvår. Ved årets slutt var kredittpremiene oppe i ca. 130 basispunkter. Denne utviklingen medførte også at fondets avkastning i september ble svak.

Fondet har hatt kort rentedurasjon gjennom hele året. Gjennomsnittlig løpetid har økt fra 0,7 år til 1,2 år. Vi har også økt andelen papirer med forfall lenger enn ett år fra rett over 20 prosent til ca. 55 prosent. Disse investeringene er begrenset til løpetider opp mot tre år fordi vi anser papirer med løpetid på mellom ett og tre år å gi best avkastningsmulighet i forhold til risiko. Fondet får som følge av disse investeringene en høyere avkastning, men samtidig svinger fondskursen noe mer.

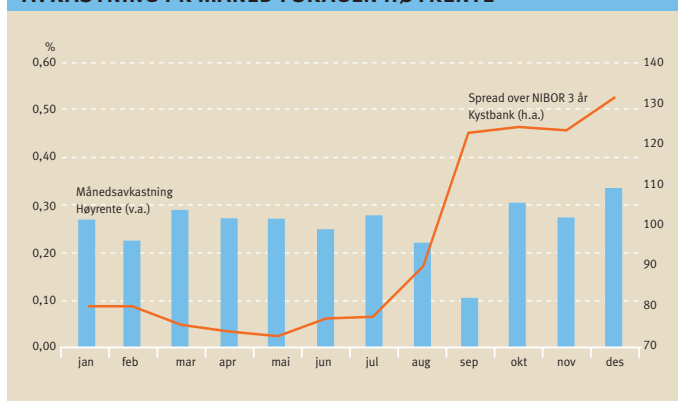
Situasjonen ser ikke lys ut for mange europeiske banker. De får strengere kapitalkrav samtidig som kredittpremiene øker kraftig. Hvordan og når disse bankene skal kunne fortsette virksomheten som tidligere er ikke lett å

svare på. Risikoen er stor for at de kommer til å redusere sine utlån og dermed kommer til å utsette gjeninnhenting i europeisk økonomi. Til tross for dette finnes det positive tegn. Den Europeiske Sentralbanken tilbyr i to omganger ubegrenset antall treårs lån til europeiske banker. Disse lånene kommer til en veldig lav rente, noe som gir mulighet til å få langsiktig finansiering på plass.

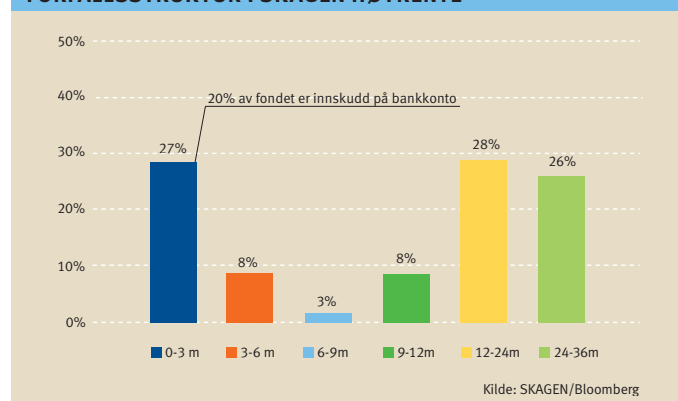
For oss her oppe i nord er situasjonen annerledes. De fleste store skandinaviske bankene har fortsatt å låne penger i det samme markedet som har vært stengt for andre. Vi er dog ikke immune mot det som skjer i resten av verden og det er ikke umulig at kredittpremiene kommer til å stige for skandinaviske banker i 2012.

SKAGEN Høyrente starter året med drøyt halve porteføljen eksponert mot løpetider på mellom ett og tre år. Vi tror kredittpremiene kommer til å holde seg forholdsvis stabile fordi investeringene i all hovedsak er i mellomstore norske banker. Vi håper og tror at avkastningen i 2012 minst skal bli på linje med det vi leverte i 2011.

AVKASTNING PR MÅNED I SKAGEN HØYRENTE



FORFALLSSTRUKTUR I SKAGEN HØYRENTE





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.

SKAGEN Høyrente er et pengemarkedsfond som investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner med god kredittkvalitet, samt bankinnskudd. Fondets vektete gjennomsnittlige løpetid er mindre enn 1,5 år. Avkastningen følger pengemarkedsrenten i bankmarkedet.

Fondet investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt av eller garantert av stater, kommuner, fylkeskommuner, finansinstitusjoner, industri- og andre selskaper der kredittkvaliteten er minimum BBB-, samt bankinnskudd. Målet er å oppnå en bedre avkastning enn tre måneders NIBOR (renten på lån bankene imellom) over tid.

Fondet er et godt alternativ til høyrentekonto i bank. Fondet har lav risiko og passer for en investor med kort tidshorisont på sparingen. SKAGEN Høyrente passer også for investorer med et lengre tidsperspektiv, men som ønsker minimal risiko.

Fondets startdato	18. september 1998
Avkastning siden oppstart	82,87 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	4,65 %
Forvaltningskapital	4 184 mill NOK
Antall andelseiere	10 334
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,25 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
Godkjent for markedsføring i Norge	Statssertifikatindeks 0.50 (ST2X)
Referanseindeks	Ja
UCITS-fond	Ola Sjøstrand, Elisabeth A. Gausel og
Porteføljeforvaltere	Tomas N. Middelthun (ny i 2012)

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2011	3,16 %	2,69 %	4 184	10 334
2010	2,73 %	2,33 %	3 518	9 592
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 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 bare markedsføres i Sverige er beretningen kun tatt med i sin helhet i den svenske årsrapporten. Mer informasjon om fondet finnes på www.skagenfonder.se/Fondoversikt/SKAGEN-Krona/

År	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2011	2,72%	1,63%	398	358
2010	0,85%	0,32%	214	190
2009	1,40%	0,44 %	317	172
2008	4,82%	4,35 %	546	212
2007**	1,86%	1,81 %	210	133

* I millioner SEK

** Fondet ble opprettet i løpet av året

God gevinst fra kredittpremie

Avkastningen i SKAGEN Høyrente Institusjon ble 3,27 prosent i 2011. Til sammenlikning oppnådde referanseindeksen en avkastning på 2,45 prosent.

Ved årsslutt hadde fondet en lav gjennomsnittlig rentedurasjon på bare 0,13 år. Av forvaltningskapitalen var 25 prosent investert i papirer med løpetid over ett år. Fondet har hatt denne eksponeringen, som er det maksimale i henhold til mandatet, gjennom hele året. Snittet på den effektive renten, som gir et bilde på den potensielle avkastningen i fondet, var på 3,18 prosent i 2011. I januar 2011 var den effektive renten 2,92 prosent, og ved årets slutt var den 3,37 prosent.

Norges Bank snudde

Norges Bank hadde ved starten på året en foliorente på 2 prosent. I mai satte de opp renten til 2,25 prosent, og indikerte flere renteøkninger. På dette tidspunktet syntes krisen i Europa å være begrenset til de mindre og mer perifere eurolandene.

Mot slutten av sommeren kom det derimot nye signaler fra Norges Bank. Den finansielle uroen hadde intensivert og krisen påvirket rentene i Spania og Italia. Det tok imidlertid litt tid før Norges Bank snudde. På rentemøtet i desember senket de foliorenten til 1,75 prosent. Det virker som innenlandske forhold betyr svært lite for tiden. Det som opptar Norges Bank er situasjonen i Europa.

Norske interbankrenter (NIBOR) er tilgjengelig for ulike løpetider og blir ofte brukt som referanserente når banker og bedrifter låner penger. En av vanligste er tremåneders rente (3M NIBOR). Forskjellen mellom 3M NIBOR og Norges Banks foliorente har siden finanskrisen vært betydelig større enn normalt. Dette har medført at Norges Bank i mindre grad enn tidligere kan påvirke annet enn de korteste interbankrentene.

Overnatten til folio

Norges Bank introduserte høsten 2011 nye regler for å bedre interbankmarkedet. Hver bank har nå et maksimalt overnatten depositumsbeløp med en rente som tilsvarer foliorenten. Ytterligere beløp kan skytes inn til betydelig lavere rente. Denne ordningen er ment å stimulere banker med overskuddslikviditet til å låne ut til andre.

Det er veldig vanskelig å trekke paralleller mellom den korteste interbankrenten og lengre renter slik som 3M NIBOR. Norske interbankrenter (lenger enn over natten) fastsettes basert på markedets rente i dollar pluss kostnaden for å veksle om til norske kroner. Vi ser ingen bevis som tyder på at den store forskjellen (rundt 100 basispunkter i skrivende stund) mellom foliorenten og 3M NIBOR vil avta. For lengre interbankpriser, slik som dem opptil tolv måneder, finner vi for tiden mer verdi ettersom disse gir mye høyere rente enn det rentemarkedet indikerer.

Basert på dette er vi fornøyd med både investeringene som har renteregulering relatert til 3M NIBOR og de som er knyttet til lengre interbankrenter.

Små bevegelser

Vi tror kredittpåslaget for våre investeringer med løpetid på mellom 1-3 år vil gi en god avkastning i forhold til risiko, og vi har derfor investert de maksimalt tillatte 25 prosent i dette segmentet. I henhold til vårt hovedscenario for 2012 har vi lagt inn små bevegelser i interbankrenter, og om noe litt lavere renter for løpetider på 6-12 måneder i løpet av første del av året. Det paradoksale i situasjonen er at en forverring av den europeiske krisen sannsynligvis vil gi økende kredittpåslag, men lavere foliorente.



SKAGEN Høyrente Institusjon

Sammen for bedre renter

Skagen Sanderstrand. Septemberdag. 1893. Utsnitt. Av Michael Ancher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

SKAGEN Høyrente Institusjon er et konkurransedyktig alternativ for forvaltning av overskuddslikviditet med svært lav kreditt- og renterisiko. Fondet investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt i norske kroner samt bankinnskudd, og tar dermed ikke valutarisiko. Porteføljens samlede rentefølsomhet skal ikke overstige 0,5 år. Dette innebærer at en endring i rentenivået på ett prosentpoeng kan medføre en endring i fondets kurs på inntil 0,5 prosent.

Fondet investerer i sertifikater og obligasjoner utstedt eller garantert av stater, kommuner, fylkeskommuner og finansinstitusjoner samt bankinnskudd. Fondet kan kun investere i papirer som etter forskrift om minstekrav til kapitaldekning i finansinstitusjoner og verdipapirforetak har risikovekt lavere eller lik 20 prosent.

SKAGEN Høyrente Institusjon er et kort pengemarkedsfond med lav risiko og er dermed et svært sikkert plasseringsalternativ til forvaltning av likviditet. Fondet passer for investorer som ønsker eller krever svært begrenset utstederrisiko.

SKAGEN Høyrente Institusjon passer også godt inn i porteføljer med et mandat som krever korte rentepapirer, eller der dette er ønskelig. Fondet er i tillegg et alternativ til enkeltstående investeringer i korte rentepapirer med lav risiko.

Fondets startdato	14. mars 2003
Avkastning siden oppstart	36,27 %
Gjennomsnittlig avkastning pr år	3,58 %
Forvaltningskapital	1 718 mill NOK
Antall andelseiere	93
Tegnings-/innløsningsprovisjon	Ingen
Forvaltningshonorar	0,15 % pr år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning kr 5 000 000
Godkjent for markedsføring i	Norge
Referanseindeks	Statssertifikatindeks 0.25 (ST1X)
UCITS-fond	Ja
Porteføljeforvaltere	Ola Sjöstrand, Elisabeth A. Gausel og Tomas N. Middelthun (ny i 2012)

Årstall	Avkastning %	Referanseindeks %	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2011	3,27 %	2,45 %	1 718	93
2010	2,79 %	2,26 %	1 518	96
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

AVKASTNING PR ÅR



* Fondet ble etablert i løpet av året

Priser og ratinger i 2011

SKAGENS fond og forvaltere ble anerkjent for konsistente prestasjoner i form av priser og ratinger i flere av våre markedsområder.

Forvaltningsselskapet SKAGEN AS ble anerkjent både i Storbritannia og Danmark dette året. I Storbritannia ble SKAGEN kåret til Årets nordiske kapitalforvalter under Financial News Awards 2011. I Danmark ble SKAGEN kåret til Årets fondsforvalter av Morgenavisen Jyllands-Posten og Dansk Aktie Analyse. Dette er tredje gang Morgenavisen Jyllands-Posten og det uavhengige analyseselskapet Aktie Analyse har rangert SKAGEN som nummer én, med tidligere seiere i 2009 og 2007. I 2010 og 2008 ble SKAGEN rangert som nummer to.

I Nederland ble SKAGEN Global kåret til det beste investeringsfondet av publikum ved prisutdelingen De Gouden Stier i november. Dette er det fjerde året på rad at SKAGEN har blitt nominert og vunnet priser i De Gouden Stier, som betyr Den Gyldne Okse.

Standard & Poor's

Ratingbyrået Standard & Poor's (S&P) gjennomgikk aksjefondene i sommer, og påpekte nok en gang styrken og konsistensen til porteføljeforvalterteamet. Selv om de tre fondene har ulik rating, har alle fått minst en av de gjeve A-ene.

I sin gjennomgang av vekstmarkedsfondet SKAGEN Kon-Tiki, sier S&P at det fortsatt har stor respekt for teamet og at dette, sammen med fondets meget gode historiske resultater, betyr at AAA-ratingen ble "enkeltprettholdt". Fondet er rangert som nummer 16 av 607 vekstmarkedsfond over hele verden de siste fem

årene. I sin evaluering av fondet skriver S&P at "Fondets resultat er et av de sterkeste og mest konsistente i vår gjennomgang... og [SKAGEN Kon-Tiki] er i topp 5 prosent av sin gruppe over tre og fem år." Nøkkelen til fortsatt langsiktig suksess i SKAGEN Kon-Tiki ligger i fondets "troskap til en tilnærming som er basert på absolutte vurderinger og grundige selskapsanalyser," ifølge S&P.

Aksjefondet SKAGEN Global har opprettholdt sin AA rating fra S&P. Teamet som forvalter SKAGEN Global har arbeidet sammen siden mars 2010, da Kristian Falnes tok over roret. I sin kommentar til ratingen skriver S&P at "Endringer i fondet under Falnes har vært gradvise og minimale, noe som reflekterer konsistensen og disiplinen i investeringsfilosofien og prosessen." Ratingbyrået konkluderer med at "Teamet, der alle er generalister, har etablert seg godt og arbeider tett sammen med en effektiv kollegial mentalitet" og at SKAGEN Global i sum "enkeltprettholder" sin AA-rating.

S&P tildelte en A-rating til aksjefondet SKAGEN Vekst litt over et år etter at Beate Bredesen tok over som ansvarlig porteføljeforvalter. "Vår tillit til [Bredesens] aksjeplukking og evne til å konstruere porteføljer er tilstrekkelig for at fondet skal oppnå en S&P A (ny) rating," sa S&P i sin kommentar til ratingen. SKAGEN Vekstteamet ble styrket med porteføljeforvalter Ole Sjøberg i mai 2011, og en ny porteføljeforvalter, Geir Tjetland, sluttet seg til teamet i januar 2012.

SKAGEN anerkjent av Lipper

Til sammen vant aksjefondene SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki totalt ni Lipper-priser under de ulike seremoniene som fant sted rundt om i Europa i 2011, herunder i de nordiske landene, Nederland, Luxembourg under den europeiske seremonien og Storbritannia. SKAGEN Global ble kåret til det beste aksjefondet i alle de ovennevnte regionene for sine resultater gjennom de ti siste årene, mens SKAGEN Kon-Tiki ble kåret til det beste vekstmarkedsfondet for sine prestasjoner de siste fem årene.

Kvantitative og kvalitative ratinger

SKAGENS fond har fått tildelt både kvantitative og kvalitative ratinger av en rekke ratingbyråer, inkludert Morningstar, Citywire og Wassum. Kvantitative ratinger bygger på et fonds avkastning i forhold til dets risiko over et bestemt antall år, mens kvalitative ratinger tildeles på grunnlag av analytikerens oppfatning av fondets relative investeringsresultater. Tabellen under inneholder en fullstendig oversikt over ratingene som er tildelt SKAGENS fond. Du kan finne mer informasjon og rapporter på www.skagenfondene.no, under Rangeringer.

Fondsranking	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Høyrente Institusjon
Standard & Poor's (AAA=Beste kvalitative rating)	A	AA	AAA				
Morningstar Rating (5=Beste kvantitative rating)	★★★★	★★★★★	★★★★★	★	★★★★★	★★★★	★★★★
Morningstar Kvalitativ Rating	Neutral	Silver	Gold				
Wassum (5=Beste kvantitative rating)		W W W W W	W W W W W				
Citywire (5 års periode) Porteføljeforvalter-rating (des. 2009)		Nr. 25 av 507	Nr. 3 av 92				
Lipper Funds Awards		Europe 2011: Beste fond 10 år Aksjefond globalt	Europe 2011: Beste fond 5 år Aksjefond vekstmarkeder				
Dine Penger (DPterning)							

Oppdatert pr desember 2011. Tomme felt betyr at det ikke er foretatt noen rangering av fondet. Les mer om rangeringer, ratingbyråer, utmerkelser og priser her: www.skagenfondene.no/rangeringer og www.skagenfondene.no/utmerkelser.

Avkastningsoversikt

	SISTE ÅR	SISTE 2 ÅR	SISTE 3 ÅR	SISTE 5 ÅR	SISTE 7 ÅR	SISTE 10 ÅR	SIDEN START
SKAGEN Vekst	- 19,9 %	-3,8 %	11,0 %	-3,3 %	7,5 %	11,0 %	14,6 %
Oslo Børs Hovedindeks/ MSCI All Country World Index (NOK) 50/50*	-8,8 %	2,9 %	20,4 %	-2,2 %	7,5 %	8,9 %	8,7 %
SKAGEN Global	-6,6 %	4,2 %	11,3 %	0,3 %	8,4 %	10,6 %	15,1 %
MSCI All Country World Index (NOK)**	-4,9 %	3,7 %	5,0 %	-3,4 %	1,8 %	-0,6 %	0,9 %
SKAGEN Kon-Tiki	-13,8 %	2,2 %	19,5 %	6,0 %	14,7 %		17,8 %
MSCI Emerging Markets Index (NOK)	-16,3 %	-0,1 %	13,9 %	1,5 %	10,1 %		8,6 %
SKAGEN Tellus (Euro)	-0,67 %	7,89 %	8,89 %	5,56 %			5,56 %
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (Euro)	7,83 %	10,41 %	7,05 %	7,44 %			6,63 %
SKAGEN Avkastning	2,66 %	2,71 %	4,04 %	3,08 %	3,58 %	4,36 %	5,71 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3.0 (ST4X)	6,13 %	5,28 %	4,58 %	5,44 %	4,36 %	5,48 %	6,09 %
SKAGEN Høyrente	3,16 %	2,94 %	3,10 %	4,14 %	3,66 %	3,93 %	4,65 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.5 (ST2X)	2,69 %	2,51 %	2,42 %	3,66 %	3,29 %	3,74 %	4,46 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	3,27 %	3,03 %	3,23 %	4,20 %	3,69 %	-	3,58 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.25 (ST1X)	2,45 %	2,35 %	2,28 %	3,42 %	3,12 %	-	3,11 %
SKAGEN Tellus (NOK)	-1,35 %	4,31 %	0,77 %	4,37 %			4,29 %
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (NOK)	7,09 %	6,75 %	-0,93 %	6,24 %			5,34 %

* Ref. indeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks

** Ref. indeks før 1.1.2010 var MSCI World Index

	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN TELLUS (EURO)*	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON
TRADISJONELLE RISIKO- OG PRESTASJONSMÅL SISTE 5 ÅR							
Standardavvik, fond	21,3 %	17,7 %	22,3 %	4,92 %	7,60 %	0,49 %	0,52 %
Standardavvik, referanseindeks	27,2 %	13,8 %	21,1 %	2,73 %	8,83 %	0,70 %	0,49 %
Sharpe-ratio, fond	-0,31	-0,17	0,11	-0,07	0,40	1,40	1,43
Sharpe-ratio, referanseindeks	-0,21	-0,50	-0,09	0,71	0,54	0,33	-
Relativ volatilitet	10,6 %	8,0 %	5,6 %	5,8 %	10,25 %	0,50 %	0,38 %
Informasjonsratio	-0,10	0,48	0,76	-0,39	-0,17	0,94	1,96
Korrelasjon	0,93	0,90	0,97	-0,08	0,23	0,70	0,72
Alfa	-1,7 %	4,4 %	4,3 %				
Beta	0,73	1,15	1,02				
R2	87 %	81 %	94 %				
GEVINST- OG TAPSANALYSE SISTE 5 ÅR							
Relativ gevinst	80 %	134 %	110 %	89 %	84 %	192 %	-
Relativt tap	86 %	108 %	96 %	166 %	96 %	46 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	0,93	1,25	1,15	0,54	0,87	4,18	-
Positive indeksavvik	12,73	12,17	10,19	5,14	11,03	0,78	0,86
Negative indeksavvik	13,78	8,14	6,05	7,55	12,82	0,32	0,12
Indeksavvik-ratio	0,92	1,49	1,68	0,68	0,86	2,45	7,14
Mengde positive avvik	48 %	60 %	63 %	41 %	46 %	71 %	88 %
Mengde positive avvik, oppgang	21 %	69 %	64 %	15 %	14 %	39 %	-
Mengde positive avvik, nedgang	73 %	49 %	62 %	77 %	82 %	100 %	-
Konsistens	40 %	58 %	58 %	50 %	55 %	77 %	83 %
Konsistens, oppgang	30 %	73 %	56 %	23 %	34 %	60 %	-
Konsistens, nedgang	50 %	43 %	61 %	79 %	79 %	93 %	-
VALUE AT RISK 5 ÅR							
Value at risk: observed, NAV	-17,4 %	-12,6 %	-16,6 %	-5,5 %	-5,0 %	0,1 %	0,2 %
Value at risk: observed, Benchmark	-24,2 %	-9,2 %	-15,0 %	-1,0 %	-3,7 %	0,0 %	0,1 %
Relativ Value at Risk, observed	-5,5 %	-6,4 %	-4,2 %	-6,5 %	-9,5 %	-0,5 %	-0,3 %
GEVINST- OG TAPSANALYSE SIDEN OPPSTART							
Relativ gevinst	97 %	162 %	122 %	96 %	86 %	126 %	-
Relativt tap	77 %	100 %	97 %	106 %	92 %	57 %	-
Relativ gevinst/tap-ratio	1,25	1,62	1,26	0,91	0,93	2,21	-
Positive indeksavvik	15,20	21,18	13,71	4,25	11,19	0,48	0,56
Negative indeksavvik	9,91	8,45	5,81	4,58	12,30	0,31	0,11
Indeksavvik-ratio	1,53	2,51	2,36	0,93	0,91	1,56	4,98

CODE 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 middelverdi og varians. Mye finanstheori er bygget opp rundt anvendelse og tolkning av disse begrepene, som kan ha klare kommunikasjonsmessige fordeler, men også noen begrensninger.

Derfor beregner vi i tillegg en rekke mål, som er basert på risikoanalyse som brukes i andre bransjer. Vi kaller det gevinst- og tapsanalyse. I gevinst- og tapsanalysen får man 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-ratio 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 risikojustert 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 meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

Informasjonsratio 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. Informasjonsratio brukes også som et mål på risikojustert meravkastning, der risiko tolkes som faren for ujevn meravkastning. Informasjonsratio måler dermed forvalters evne til å skape sikker meravkastning, mens relativ volatilitet måler evnen til jevn meravkastning.

Korrelasjon i statistikk er et mål for en sammenheng mellom et sett av to variabler eller målinger. En høy korrelasjon betyr at det ene settet av variabler kan forutsies fra det andre, eller omvendt. I dette tilfellet forteller en høy korrelasjon (nær 100%) at aktiva eller porteføljen følger markedet tett.

Alfa er et risikojustert mål for den såkalte aktive avkastningen på en investering. Det er meravkastningen utover den kompensasjonen man får for den risiko man tar, og brukes derfor ofte til å vurdere aktive forvalteres prestasjoner. I et fullstendig effektivt marked vil den forventede verdi av alfakoeffisienten være null. Derfor angir alfakoeffisienten hvor godt en investering har klart seg når man tar høyde for en gitt risiko. En alfaverdi under null betyr at investeringen har gitt for lite avkastning i forhold til den gitte risiko (eller hadde for høy risiko i forhold til avkastningen). En alfaverdi lik null betyr at investeringen har gitt en avkastning som svarer til risikoen som er tatt. En alfaverdi over null betyr at investeringen har gitt en avkastning som overstiger premien for den risikoen man har tatt.

Beta av en aksje eller portefølje er et tall som beskriver forholdet mellom avkastningen og det finansielle markedet som helhet. En aktiv med en beta på 0 betyr at kursen på ingen måte er korrelert med markedet. En positiv betaverdi på 1 betyr at aktiva følger markedet. En negativ betaverdi viser at aktivas utvikling går motsatt retning av markedet. Dersom markedet går opp går aktivas verdi ned og motsatt. Som tilnærming til markedet anvendes fondenes referanseindeks.

R2 anvendes i forbindelse med statistiske modeller som har som hovedformål å forutsi fremtidige resultater på grunnlag av andre relaterte opplysninger. Det er den delen av variasjonen i et sett med data som tegner seg for den statistiske modellen. Det inneholder et mål for hvor godt de fremtidige resultater sannsynligvis vil bli forutsagt av modellen. En høy verdi (nær 100%) angir en høy og god forklaringsgrad av modellen.

Value at Risk (VaR) er i finansiell risikostyring et mye benyttet mål for risikoen for tap på en spesifikk portefølje av finansielle aktiva. I dette tilfellet tilsvaret det hvor mye man med 2,5 prosent sannsynlighet kan risikere å tape i løpet av en måned. Den relative VaR er et mål for en sjelden underperformance i løpet av en måned.

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.

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 Sharpeindeksen ved rangering av fond som investerer i samme marked, men viser i tillegg om den risikojusterte avkastningen er bedre enn markedets risikojusterte 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.

Indeksavvikratio viser forholdet mellom positive og negative indekssavvik. Dette er et mål på evnen til å skape meravkastning. Jo høyere tall, dess bedre betalt per negativt indekssavvik. Indeksavvikratio tolker risiko som faren for negative indekssavvik i motsetning til informationratio 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.

Mengde positive avvik justerer for størrelsen på avvikene. Et positivt avvik på 2 prosent utligner to på 1 prosent. Dette inkluderer antallet og ikke konsistensen. Tallet avviker fra konsistensen dersom de positive avvikene i snitt er større eller mindre enn de negative.

Konsistens viser andel måneder med meravkastning. Hvis antall måneder med meravkastning er 36 av 60 blir konsistensen 60 prosent (36/60).



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

EIERSTRUKTUR

SKAGEN AS eies av:

T. D. Veen AS	26,23 %
Solbakken AS	18,79 %
MCM Westbø AS	10,04 %
Månebakken AS	7,44 %
Åge Westbø AS	7,44 %
Harald Espedal AS	8,48 %
Kristian Falnes AS	8,48 %
Andre	13,10 %

STYRETS OG NØKKELPERSONERS ANDELER I FONDENE

NAVN	ANTALL ANDELER
Martin Gjelsvik	10 710
Tor Dagfinn Veen	698 924
Barbro Johansson	252
Yuhong Jin Hermansen	297 468
Lars-Erik Forsgårdh	100
Per Gustav Blom	303
Jesper Rangvid	0
Anne Sophie K. Stensrud	1 455
Harald Espedal	402 820
Kristian Falnes	1 297 614
J. Kristoffer C. Stensrud	2 881 858
Åge K. Westbø	1 294 215

FUNKSJON

Styreleder og eier
Styremedlem og eier
Styremedlem, eiervalgt
Styremedlem, andelseiervalgt
Styremedlem, andelseiervalgt
Varamedlem, andelseiervalgt
Varamedlem, eiervalgt
Varamedlem og eier
Administerende direktør og eier
Porteføljeforvalter og eier
Porteføljeforvalter og eier
Viseadministrerende direktør og eier

VALGKOMITÉEN

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

Et urolig år

2011 var preget av store begivenheter; usikkerhet i verdensøkonomien, naturkatastrofer, politisk opprør i Nord-Afrika, havariet på det japanske atomkraftverket Fukushima-1 og gjeldskrise i Europa. Finansmarkedet var preget av skiftende makroøkonomiske forhold.

Sjelden har vi sett at utviklingen i de enkelte aksjene har beveget seg slik i takt med de makroøkonomiske forhold som i 2011. Dette året var det dermed lite fokus på det sentrale i SKAGENS investeringsfilosofi; utviklingen i det enkelte selskapet. Over tid mener vi likevel at kursutviklingen vil følge verdiskapningen i de enkelte selskapene.

Året har vært utfordrende for SKAGENS verdipapirfond, selv om flere av SKAGENS rentefond har levert positiv avkastning. Styret er takknemlig for den tillit kundene har vist oss også i år, ved å netto tilføre 601 millioner kroner til SKAGENS verdipapirfond.

Hva skjedde i 2011?

Til tross for det tragiske jordskjelvet i Japan og uro i Nord Afrika klarte globale aksjer seg relativt bra gjennom årets første kvartal. Mens 2010 var et år med rekordstor innflyt av kapital til vekstmarkedene, snudde strømmen i 2011 som følge av høye råvarepriser og tiltakende inflasjonsfrykt i disse markedene. Mye av kapitalen fant veien tilbake til de utviklede markedene.

Årets andre og tredje kvartal var preget av at den økonomiske utviklingen globalt var svakere enn de fleste hadde forventet. Gjeldskrisen i Hellas blusset opp igjen og medførte ny gjeldsfrykt i Europa. Innstramminger i Kina, høye råvarepriser, stigende inflasjon og beslutninger om at det ikke ville bli foretatt noen pengepolitisk stimulanse i USA, medførte at markeder verden over var preget av en fryktindikator som var høyere enn normalt. På toppen av dette kom amerikanske budsjettproblemer og statsgjelden som stangte i gjeldstaket.

Selv om det har vært en rekke dramatiske hendelser gjennom året, er det hovedsakelig gjeldskrisen i Europa som har hatt størst innvirkning på finansmarkedene i 2011. Det er ikke bare aksjemarkedene som har vært turbulente i, også statsobligasjoner har fått unngjelde. Både kreditt- og renterisikoen i obligasjonsmarkedet har vært betydelig, og obligasjonsrentene har svingt i takt med krisestemningen blant de globale investorene. Utover høsten ble arbeidet med å finne en løsning for de gjeldstyngede europeiske landene intensivert, og i begynnelsen av desember hadde 26 av 27 land blitt enige om et nytt rammeverk for strengere budsjett disiplin i eurosone. Det er likevel mange

usikre faktorer som må avklares før man kan konstatere at landene i eurosone har kommet seg gjennom krisen.

Det er likevel noen lyspunkter i finansmarkedene. Amerikanske og tyske nøkkeltall er positive. Dette kan medvirke til positive overraskelser i 2012. I flere av vekstmarkedene er det ikke lenger frykten for inflasjon som råder, men frykten for svak vekst. Politikere i noen vekstmarkeder har derfor aktivt begynt å benytte renter som virkemiddel. Men inflasjonsproblemer i enkelte land som India er ikke kurerte, det er usikkerhet rundt det kinesiske bankvesenet og politisk usikkerhet i Russland. Dette er alle faktorer som vil påvirke finansmarkedene i året som kommer, i tillegg til den uavklarte situasjonen rundt europeiske lands og bankers gjeld.

SKAGEN gjennomførte enkelte organisasjonsendringer og nyansettelser i porteføljeavdelingen. Kristian Falnes ønsket å rendyrke sin rolle som porteføljeforvalter for SKAGEN Global. Harald Espedal tok derfor fra 1. oktober på seg rollen som investeringsdirektør i tillegg til å være administrerende direktør i SKAGEN. Porteføljeteamet for SKAGEN Vekst er styrket gjennom ansettelsen av Ole Sæberg 1. mai og Geir Tjetland som vil tiltre i januar 2012. I takt med at SKAGEN Kon-Tiki har vokst de siste årene har behovet for mer kompetanse og ressurser økt tilsvarende. Porteføljeforvalter Ross Porter flyttet derfor fra SKAGEN Vekst til SKAGEN Kon-Tiki teamet.

Hva kan ventes i 2012?

Som tidligere nevnt har 2011 ikke vært året for aksjeplukkere som SKAGEN. Både aksjemarkedene og de fleste andre finansmarkeder er blitt styrt av makroøkonomiske hendelser og nøkkeltall. For vekstmarkedene er en av de største risikoene i hvilken grad de lykkes i å benytte rentene for å holde inflasjonstakten nede. Videre vil risiko for svak vekst i økonomien som følge av redusert etterspørsel fra vesten og lav innenlandsk etterspørsel være avgjørende. Når det gjelder de utviklede markedene avhenger fortsatt mye av gjeldskrisen i Europa. Tiltakene fra den europeiske sentralbanken - som har utstedt store lån til de europeiske bankene, som blant annet kan benyttes til å kjøpe statsgjeld - er et steg i riktig retning. SKAGENS aksjefond er priset på tilsvarende nivåer som under finans-

krisen i 2008, og risikopremiene for aksjer er på høye nivåer, både absolutt og relativt til obligasjoner. Dersom det makroøkonomiske bildet blir noe mer avklart bør det være muligheter for at de underliggende verdiene i selskapene igjen kommer til syne i aksjekursene. Rentefondene, og særlig obligasjonsfondene, preges av det makroøkonomiske bildet, og her finnes det muligheter i konvergering mellom obligasjoner i utviklede land og vekstmarkedsland.

Forvaltningskapital

Forvaltningskapitalen ble i 2011 redusert med 11,5 milliarder kroner fra 110,3 milliarder til 98,8 milliarder norske kroner. Fondene har imidlertid til tross for turbulente markeder hatt nettotegning på 601 millioner norske kroner.

SKAGEN har beholdt sin posisjon som den største aksjefondsforvalteren i norsk fondsinndustri, selv om fondene har hatt netto innløsning i Norge. I det svenske markedet har det også vært netto innløsning, mens Danmark og øvrige internasjonale markeder bidrar til at SKAGEN totalt har nettotegning i 2011.

SKAGENS markeder utenfor Norge og Sverige viser tilfredsstillende vekst. Den største bidragsyteren til veksten i 2011 var tegning fra andelseiere i Nederland. I Sverige var nettotegningen negativ som følge av at store beløp er innløst via premiepensjonssystemet (PPM). I 2011 gjorde SKAGEN svenske myndigheter oppmerksomme på at en del av de svenske rådgivningsforetakene foretok omfattende flytting av kundemidler i PPM, og at dette kunne ha negativ virkning på fondenes avkastning. Styret kan med tilfredshet konstatere at svenske myndigheter har innført restriksjoner med virkning fra 1. desember 2011 for å forhindre slik atferd. Innløsninger i SKAGENS fond via PPM i 2011 skyldes i hovedsak at rådgivningsforetakene har foretatt tilpasninger i sin virksomhet i påvente av de nye reglene. Utover dette har virksomheten i Sverige hatt tilfredsstillende vekst.

Rentefondene hadde en nettotegning på 361 millioner norske kroner og har netto tegning i alle markeder med unntak av norsk bankdisribusjon.

Det har ikke vært ekstraordinært store innløsninger i aksje- eller rentefondene i 2011.



Martin Gjelsvik
Styreleder og eier



Tor Dagfinn Veen
Styremedlem og eier



Barbro Johansson
Styremedlem, eiervalgt



Yuhong Jin Hermansen
Styremedlem, andelseiervalgt

Avkastning i fondene

2011 har vært et svakt år for flere av SKAGENs fond målt på både absolutt og relativ avkastning.

Relativt sett har SKAGEN Kon-Tiki levert et tilfredsstillende resultat, selv om absolutt avkastningen var negativ. Fondet er ned 13,8 prosent mot vekstmarkedsindeksen som var ned 16,3 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 17,8 prosent.

SKAGEN Global er ned 6,6 prosent mot verdensindeksen som var ned 4,9 prosent. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 15,1 prosent.

SKAGEN Vekst er ned 19,9 prosent, mot referanseindeksens nedgang på 8,8 prosent. Fondet fikk ikke betalt for sin satsing på attraktivt prisede små og mellomstore selskaper på Oslo Børs, og flere av fondets kjente globale bidragsyttere over flere år har heller ikke levert som forventet. Fondets gjennomsnittlige årlige avkastning siden oppstart er 14,6 prosent.

SKAGEN Tellus har hatt et svakt år i 2011 både absolutt og relativt. Fondet har dessverre ikke fått med seg de mulighetene som har vært i lange renter i løpet av året. Fondet er ned 0,7 prosent målt i euro, mens referanseindeksen er opp 7,8 prosent.

SKAGEN Avkastning oppnådde en avkastning på 2,7 prosent mot referanseindeksens 6,1 prosent.

SKAGEN Høyrente oppnådde 3,2 prosent avkastning mot gjennomsnittlig 3-måneders NIBOR for året som var 2,9 prosent og referanseindeksens 2,7 prosent. SKAGEN Høyrente Institusjon oppnådde 3,3 prosent avkastning mot referanseindeksens 2,4 prosent.

SKAGEN Krona oppnådde 2,7 prosent avkastning målt i svenske kroner i 2011 mot referanseindeksens 1,6 prosent.

Endringer i regulering av SKAGENs virksomhet

Ny lov om verdipapirfond med tilhørende forskrift trer i kraft 1. januar 2012, mens bestemmelsene om krav til nøkkelinformasjon trer i kraft 1. juli 2012. Loven innebærer dels en videreføring og dels endringer i forhold til gjeldende rett.

Bakgrunnen for endringene i forhold til

gjeldende rett er endringene i UCITS direktivet (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities), omtalt som UCITS IV. UCITS IV viderefører i stor grad tidligere direktiver, men inneholder i tillegg ny regulering som skal legge til rette for økt effektivisering i forvaltningen av verdipapirfond og noe større fleksibilitet i hvordan verdipapirfond kan organiseres og forvaltes. Motstykket til denne fleksibiliteten er at det innføres strengere krav til uavhengig kontroll av forvaltningsselskaps virksomhet. Endringene skal styrke den europeiske verdipapirfondsbransjens konkurranseevne og gi investorer større valgmuligheter, samtidig som tilgangen til informasjon om fondene forbedres. Loven innebærer også endringer som ikke har direkte bakgrunn i direktivet, men som skal forbedre rammevilkårene til den norske fondsbransjen og gjøre regelverket lettere tilgjengelig.

SKAGEN har deltatt aktivt i lovgivningsprosessen og jobber med å implementere det nye regelverket i virksomheten. Dette arbeidet vil bli ferdigstilt primo 2012. SKAGEN tok i august i bruk et nytt informasjonsdokument (Key Investor Information Document - KIID) for samtlige fond. KIID implementerer nye europeiske regler for nøkkelinformasjon. Hensikten er at informasjonsdokumentet skal gi standardisert informasjon om alle fond og fondstyper uansett forvaltningsselskap, slik at investorer kan foreta direkte sammenlikning mellom fond fra ulike forvaltningsselskaper. KIID er et tosidig dokument som viser de viktigste karakteristika ved et fond i tillegg til fondets mål og investeringsfilosofi, tidligere prestasjoner, kostnader osv. Dokumentet skal erstatte forenklet prospekt når bestemmelsene trer i kraft 1. juli 2012.

Nye muligheter for kundene

SKAGEN skal gi kundene best mulig service, oppfølging og kommunikasjon, og ønsker å være innovative og annerledes i sin kundeservice og kommunikasjon.

SKAGEN lanserte i sommerhalvåret en ny og bedre nettside. Forbedringene er særlig knyttet til bedre oversikt over fondskurser, dialog direkte med SKAGENs rådgivere på nettpat og forbedret nyhetstjeneste som gir muligheter for direkte kommunikasjon med SKAGENs

medarbeidere. Nettmøtene med forvalterne som vi har fått gode tilbakemeldinger på fortsetter også i 2012.

I tillegg har SKAGEN lansert en ny rapporteringsplattform; "Min side" som gir andelseierne skreddersydd informasjon, rapporter og analyser på sin beholdning i SKAGENs fond.

For å styrke SKAGENs tilstedeværelse i Nederland og ivareta den økende kundemassen åpnet SKAGEN høsten 2011 en filial i Amsterdam. Etter økt interesse og etterspørsel fra sveitsiske kunder søkte SKAGEN om markedsføringstillatelse i Sveits, og fikk innvilget denne i slutten av februar.

Det har også vært høy aktivitet i de andre landene SKAGEN markedsfører sine fond. På kontorene i Norge, Sverige og Danmark har det vært både inspirasjonsmøter, lunsjmøter og temamøter med godt oppmøte. I Storbritannia har SKAGEN flest institusjonelle kunder. Denne kundegruppen har ofte egne lovpålagte krav i forhold til forvaltningen av sine midler, og de ansatte på Londonkontoret har brukt mye tid sammen med kundene og deres konsulenter for å gjennomgå SKAGENs investeringsfilosofi, risikohåndtering og internkontroll. SKAGEN bruker også stor innsats på sine distributører i de ulike landene for å sikre at disse har tilstrekkelige kunnskaper om SKAGENs fond, og at kundene får den riktige opplevelsen av SKAGEN også der de handler gjennom distributører.

SKAGEN gjennomfører hvert år en kundeundersøkelse i Norge og Sverige, der vi har flest direkte privatkunder, for å se om selskapet oppfyller målsettingen om best mulig service og oppfølging. Kundeundersøkelsen som ble gjennomført i 2011 viser at kundene fremdeles er fornøyd med SKAGEN.

SKAGENs medarbeidere

SKAGEN har ved utgangen av 2011 167 medarbeidere fordelt på seks kontorer i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo og Tønsberg), to kontorer i Sverige (Stockholm og Göteborg), ett kontor i Danmark (København), i Storbritannia (London) og i Nederland (Amsterdam). SKAGENs fond markedsføres i tillegg i Finland, Sveits, Luxembourg og på Island.

I sine 17 års virksomhet har SKAGEN lagt vekt på å ha en insentivstruktur og eiermodell



Lars-Erik Forsgårdh
Styremedlem, andelseiervalgt



Per Gustav Blom
Varamedlem, andelseiervalgt



Jesper Rangvid
Varamedlem, eiervalgt



Anne Sophie K. Stensrud
Varamedlem og eier

som fremmer langsiktig tenkning og bærekraftig risikotagning. Forvaltningsselskapets inntjening svinger kraftig i takt med finansmarkedene, og det å ha en lav fast kostnadsbase har vært nødvendig for å være beredt til å beholde organisasjonen intakt i dårlige tider. Dette tankesettet er i tråd med målsettingene i forskrift om godtgjørelse i finansinstitusjoner som trådte i kraft 1. januar 2011, og SKAGEN har foretatt nødvendige justeringer i sin avlønningsmodell på grunn av forskriften.

For å kunne rekruttere og holde på de beste medarbeiderne i et globalt marked, må SKAGEN ha anledning til å utbetale variabel avlønning når selskapets resultater er gode. SKAGEN har en avlønningsmodell som skal stimulere medarbeiderne til sammen å arbeide for en høyest mulig risikojustert 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 kunnskaper og kompetanseutvikling er avgjørende for SKAGEN og våre kunder. Ved utgangen av 2011 er tilnærmet alle SKAGENS kunderådgivere autorisert som finansielle rådgivere. Ordningen stiller høye krav til

teoretisk og praktisk kunnskap, og medarbeiderne i kundeoposisjon skal gjennomføre prøver 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 59 kvinner og 108 menn ansatt i virksomheten. Kjønnene er likestilt med hensyn til arbeidsvilkår og avlønning. SKAGEN hadde i 2011 et sykefravær på 1,5 prosent.

Styret vil takke alle medarbeidere for flott innsats i 2011. Medarbeidernes kompetanse og holdninger er avgjørende for SKAGENS resultater.

Organisering

Forvaltningsselskapet SKAGEN AS er under tilsyn av Finanstilsynet 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 selskapsspesifikke forhold. I 2011 var risikoen innenfor forventet nivå.

I tillegg til lovpålagte krav stiller SKAGEN interne krav til bransjebalanse og likviditet i de verdipapirfondene investerer i. Disse kravene har vært oppfylt i årets løp. SKAGEN har også utarbeidet interne rutiner for å redusere 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 utstedsers 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 disponering av fondenes årsresultat:

ANGITT I HELE TUSEN KRONER	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENT	SKAGEN HØYRENT INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA (SEK)
ÅRSRESULTAT	-1 972 527	-2 466 614	-6 693 488	33 669	123 550	50 503	-17 713	7 979
Som disponeres								
Overført til/fra opptjent egenkapital	-1 972 527	-2 466 614	-6 693 488	33 669	-9 553	-4 670	-17 713	-1 520
Avsatt til utdeling til andelseierne	-	-	-	-	133 102	55 173	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	-	-	-	-	-	-	-	9 499
SUM	-1 972 527	-2 466 614	-6 693 488	33 669	123 550	50 503	-17 713	7 979

Stavanger, 26. januar 2012

Martin Gjelsvik

Tor Dagfinn Veien

Lars-Erik Forsgårdh

Yuhong Jin Hermansen

Barbro Johansson

Anne S.K. Stensrud

Jesper Rangvid

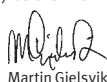
Per Gustav Blom

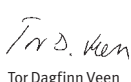
Årsregnskap 2011

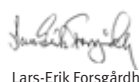
RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning	
	Noter	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
Porteføljeeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		2 968	19 676	10 718	-5 483	3 095	29 514	47 929	54 448
Aksjeutbytte		229 888	209 061	865 689	770 817	1 186 069	1 006 273	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		599 268	961 828	1 878 281	2 747 124	1 939 949	2 683 201	-10 206	18 172
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	-2 714 579	433 968	-4 789 248	1 753 853	-8 678 665	4 884 616	-8 818	-9 778
Garanti provisjon		935	1 395	-	-	-	1 714	-	-
Kurtasje		-5 529	-9 043	-41 368	-39 943	-48 264	-38 889	-15	-20
Valutagevinst/tap		15 037	-46 902	29 323	-142 965	20 414	-211 709	11 421	-11 623
PORTEFØLJERESULTAT		-1 872 011	1 569 983	-2 046 605	5 083 402	-5 577 402	8 354 719	40 311	51 199
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Forvaltningshonorar fast	9	-88 680	-99 718	-328 727	-304 296	-877 109	-784 077	-6 493	-8 268
Forvaltningshonorar variabelt	9	-	-90 545	-	-93 914	-123 697	-53 506	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-88 680	-190 263	-328 727	-398 210	-1 000 806	-837 583	-6 493	-8 268
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		-1 960 691	1 379 720	-2 375 332	4 685 192	-6 578 208	7 517 136	33 818	42 931
Skattekostnad	4	-11 836	-12 533	-91 281	-87 485	-115 280	-104 569	-149	-
ÅRSRESULTAT		-1 972 527	1 367 188	-2 466 614	4 597 708	-6 693 488	7 412 567	33 669	42 931
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	10	-1 972 527	1 367 188	-2 466 614	4 597 708	-6 693 488	7 412 567	33 669	42 931
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM		-1 972 527	1 367 188	-2 466 614	4 597 708	-6 693 488	7 412 567	33 669	42 931
BALANSE									
		31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	4 105 295	4 297 675	834 454	747 871	1 534 084	1 583 183	810 238	1 196 715
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	3 397 189	3 352 926	29 672 148	25 904 844	35 051 221	31 442 804	256 987	176 497
Urealiserte kursgevinster/tap	8	-253 078	2 461 501	180 596	4 969 845	3 067 222	11 745 887	-8 083	735
Opptjente renter verdipapir	8	857	2 029	-	2 117	-	-	8 221	8 531
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		7 250 263	10 114 131	30 687 198	31 624 678	39 652 527	44 771 874	1 067 363	1 382 477
Tilgodehavende aksjeutbytte		14 021	22 885	152 460	159 259	148 611	161 462	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		14 021	22 885	152 460	159 259	148 611	161 462	-	-
Tilgode fra meglere		1 244	37 596	369	37 744	5 701	33 377	-	-
Tilgode fra forvaltningsselskapet		2	-	2	1	7	1	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		3 159	2 705	23 590	35 979	2 570	2 525	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		4 405	40 302	23 961	73 724	8 277	35 903	-	-
Bankinnskudd		85 091	208 509	710 937	605 061	1 350 158	2 866 849	89 938	239 663
SUM EIENDELER		7 353 780	10 385 827	31 574 557	32 462 721	41 159 574	47 836 087	1 157 301	1 622 141
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	624 396	697 727	4 148 123	3 964 232	8 268 739	8 258 941	874 664	1 220 421
Overkurs	10	-845 214	-3061	17 496 070	15 928 441	21 034 537	20 824 090	303 416	405 729
INNSKUTT EGENKAPITAL		-220 818	694 666	21 644 193	19 892 673	29 303 275	29 083 030	1 178 080	1 626 149
Opptjent egenkapital	10	7 544 815	9 517 342	9 809 605	12 276 219	11 378 644	18 072 132	-23 261	-56 930
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUM EGENKAPITAL		7 323 997	10 212 007	31 453 798	32 168 892	40 681 919	47 155 162	1 154 337	1 568 737
Gjeld									
Skyldig til meglere		6 467	55 881	7 789	74 121	118 077	362 634	-	51 291
Skyldig til forvaltningsselskapet		18 305	115 264	78 034	171 984	321 669	281 902	1 571	2 129
Annengjeld		5 011	2 674	34 935	47 725	37 908	36 390	1 394	-16
SUM ANNEN GJELD		29 783	173 819	120 758	293 829	477 655	680 926	2 965	53 404
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		7 353 780	10 385 827	31 574 557	32 462 721	41 159 574	47 836 087	1 157 301	1 622 141

Stavanger 26. januar 2012

Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen

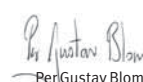

Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid

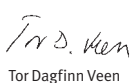

Per Gustav Blom

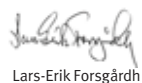
RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona*	
	Noter	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
Porteføljeinntekter og -kostnader									
Renteinntekter/-kostnader		138 839	116 395	54 374	50 573	12 205	24 847	8 532	3 268
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		337	1 049	-628	2 511	-30 714	20 422	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	-5 563	-720	-815	-4 424	7 492	-539	93	-357
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-139	-158	-86	-109	-31	-70	-63	-45
Valutagevinst/tap		-	-	-	-	-740	-3 580	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		133 473	116 567	52 845	48 550	-11 788	41 081	8 563	2 865
Forvaltningsinntekter og -kostnader									
Forvaltningshonorarfast	9	-9 924	-9 926	-2 342	-2 519	-5 636	-5 009	-584	-564
Forvaltningshonorarvariabelt	9	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-9 924	-9 926	-2 342	-2 519	-5 636	-5 009	-584	-564
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		123 550	106 641	50 503	46 031	-17 424	36 071	7 979	2 301
Skattekostnad	4	-	-	-	-	-290	-127	-	-
ÅRSRESULTAT		123 550	106 641	50 503	46 031	-17 713	35 944	7 979	2 301
Som disponeres									
Overført til/fra opptjent egenkapital	10	-9 553	8 759	-4 670	1 068	-17 713	-17 147	-1 520	-1 089
Avsatt til utdeling til andelseierne	10	133 102	97 882	55 173	44 963	-	53 091	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	10	-	-	-	-	-	-	9 499	3 390
SUM		123 550	106 641	50 503	46 031	-17 713	35 944	7 979	2 301
BALANSE									
		31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2010
Eiendeler									
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	3 340 674	2 612 373	1 286 629	1 016 802	29 393	-	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	-	-	-	-	468 383	634 138	396 565	205 605
Urealiserte kursgevinster/tap	8	-5 121	443	-1 031	-216	6 682	-809	-174	-268
Opptjente renter verdipapir	8	19 787	14 635	7 631	7 179	6 086	10 806	1 835	1 210
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		3 355 340	2 627 450	1 293 229	1 023 765	510 544	644 134	398 226	206 547
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPJTENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	-	10 042	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	-	-	1	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	893	363	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	-	-	-	894	363	10 042	-
Bankinnskudd		832 701	893 531	425 173	495 143	24 278	142 706	6 191	7 548
SUM EIEDELER		4 188 041	3 520 981	1 718 402	1 518 908	535 716	787 203	414 459	214 095
Egenkapital									
Andelskapital til pålydende	10	4 019 037	3 389 023	1 666 756	1 476 567	508 973	688 798	390 066	212 774
Overkurs	10	37 727	31 153	-3 256	-2 908	48 907	49 582	1 891	1 021
INNSKUTT EGENKAPITAL		4 056 764	3 420 175	1 663 500	1 473 658	557 880	738 381	391 957	213 795
Opptjent egenkapital	10	-5 251	-69	-1 172	-542	-23 942	-6 250	1 035	-137
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler		133 570	98 273	55 411	45 201	-41	53 074	-	-
SUM EGENKAPITAL		4 185 083	3 518 379	1 717 740	1 518 318	533 897	785 205	392 991	213 658
Gjeld									
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	9 915	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		2 712	2 351	662	590	1 228	1 620	203	129
Annengjeld		246	251	-	-	591	378	11 350	308
SUM ANNEN GJELD		2 958	2 602	662	590	1 819	1 998	21 468	437
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		4 188 041	3 520 981	1 718 402	1 518 908	535 716	787 203	414 459	214 095

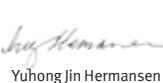
* Angitt i hele tusen svenske kroner

Stavanger 26. januar 2012
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen


Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Per Gustav Blom

Generelle noter 2011

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).

Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedsкурser 30.12.2011.

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 tidspunktet for kursfastsettelse 30.12.2011.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunktet.

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 realiserte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer. For rentefondene benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-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. 3 prosent av realiserte gevinster fra selskaper skattemessig hjemmehørende innenfor EØS og utbytter mottatt fra tilsvarende selskaper behandles imidlertid 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 2011 og 2010 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

Rentefond:

Rentefond er skattepliktig med 28 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/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 kun belastet med 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 2011:

SKAGEN Vekst	23 %
SKAGEN Global	33 %
SKAGEN Kon Tiki	22 %
SKAGEN Avkastning	85 %
SKAGEN Høyrente	89 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	92 %
SKAGEN Tellus	723 %
SKAGEN Krona	418 %

NOTE 7: TEGNINGSPROVISJON

Ingen tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 8: SE SIDENE 54 – 65

SKAGEN Vekst Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2011	697 727	-3062	9 517 342	10 212 007
Utstedelse av andeler	87 180	1 075 310		1 162 490
Innløsning av andeler	-160 511	-1 917 463		-2 077 973
Årsresultat			-1 972 527	-1 972 527
EGENKAPITAL PR 31.12.2011	624 396	-845 214	7 544 815	7 323 997
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	
Antall andeler		6 977 271	8 177 547	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	1173,0200	1463,6198	1 268,3147	

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 forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total Return Net \$ målt i norske kroner.

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2011	3 964 232	15 928 441	12 276 219	32 168 892
Utstedelse av andeler	1 265 364	8 722 936		9 988 300
Innløsning av andeler	-1 081 473	-7 155 307		-8 236 780
Årsresultat			-2 466 614	-2 466 614
EGENKAPITAL PR 31.12.2011	4 148 123	17 496 070	9 809 605	31 453 798
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	
Antall andeler	41 481 231	39 642 319	44 467 597	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	758,2843	811,4809	697,9145	

SKAGEN Kon-Tiki Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 2 % p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 % av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar 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 1.1.2011	8 258 941	20 824 090	18 072 132	47 155 162
Utstedelse av andeler	2 654 692	11 132 463		13 787 156
Innløsning av andeler	-2 644 894	-10 922 016		-13 566 910
Årsresultat			-6 693 488	-6 693 488
EGENKAPITAL PR 31.12.2011	8 268 739	21 034 537	11 378 644	40 681 919
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	
Antall andeler	82 687 385	82 589 405	70 260 786	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	492,0310	570,9556	470,9718	

* Basiskurs er satt ved dagsslutt 30.12 og basert på beste estimater på dette tidspunktet. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

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 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR 1.1.2011	3 389 023	31 153	-69	98 273	3 518 379
Uttstedelse av andeler	5 279 107	49 591	85 439		5 414 137
Innløsning av andeler	-4 649 093	-43 016	-81 068		-4 773 177
Reinvestert forandelseierne				-97 805	-97 805
Avsatt til reinvestering for andelseierne				133 102	133 102
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-9 553		-9 553
EGENKAPITALPR 31.12.2011	4 019 037	37 727	-5 251	133 570	4 185 083
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009		
Antall andeler	401 903 71	338 902 28	335 498 96		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	104,1241	103,8222	104,5408		

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 9 og 10

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR 1.1.2011	1 476 567	-2 908	-542	45 201	1 518 318
Uttstedelse av andeler	951 786	-2 075	17 062		966 774
Innløsning av andeler	-761 597	1 727	-13 022		-772 892
Reinvestert forandelseierne				-44 963	-44 963
Avsatt til reinvestering for andelseierne				55 173	55 173
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-4 670		-4 670
EGENKAPITALPR 31.12.2011	1 666 756	-3 256	-1 172	55 411	1 717 740
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009		
Antall andeler	16 667 559	14 765 667	18 582 318		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	103,0476	102,8252	103,8057		

SKAGEN Avkastning Note 9, 10, 11 og 12

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR 1.1.2011	1 220 421	405 729	-56 930	-483	1 568 737
Uttstedelse av andeler	320 872	95 865			416 736
Innløsning av andeler	-666 629	-198 177			-864 805
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			33 669		33 669
EGENKAPITALPR 31.12.2011	874 664	303 416	-23 261	-483	1 154 337
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009		
Antall andeler	874 663 8	12 204 208	12 623 296		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	131,963	128,5463	125,0972		

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.11 trekk på USD, EUR, MXN, PLN og ZAR bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene.

NOTE 12. UTSATT SKATTEFØRDEL

SKAGEN Avkastning har et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 12 mill pr 31.12.11. Tilhørende utsatt skattefordel er ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne er usikker.

SKAGEN Tellus Note 9, 10 og 11

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITALPR 1.1.2011	688 798	49 582	-6 250	53 074	785 205
Uttstedelse av andeler	304 185	13 165	45		317 396
Innløsning av andeler	-484 011	-13 840	-24		-497 875
Reinvestert forandelseierne				-53 115	-53 115
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			-17 713		-17 713
EGENKAPITALPR 31.12.2011	508 973	48 907	-23 942	-41	533 897
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009		
Antall andeler	5 089 726	6 887 985	3 800 466		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	104,8583	113,9964	106,7901		

NOTE 11. UTSATT SKATTEFØRDEL

SKAGEN Tellus har et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 25 mill pr 31.12.11. Tilhørende utsatt skattefordel er ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne er usikker.

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

NOTE 9. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 10. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITALPR 1.1.2011	212 774	1 021	-137	213 658
Uttstedelse av andeler	438 593	2 197	5 288	446 079
Innløsning av andeler	-270 750	-1 377	-2 597	-274 724
Reinvestert forandelseierne	9 449	50		9 499
Årsresultat			-1 521	-1 521
EGENKAPITALPR 31.12.2011	390 066	1 891	1 035	392 991
	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009	
Antall andeler	3 900 661	2 127 741	3 139 264	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	100,7418	100,4158	101,1153	

* Basiskurs erstattet dagsslutt 30.12 og basert på beste estimater på dette tidspunkt. I regnskaper endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

SKAGEN Vekst

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Petroleo Brasileiro PrefADR	1 159 165	119 581 745	23,49	USD	162 489 141	42 907 396	2,22 %	0,04 %	New York
Solstad Offshore ASA	1 938 650	95 343 907	83,52	NOK	161 909 844	66 565 937	2,21 %	5,01 %	Oslo Børs
TGS Nopec Geophysical Co ASA	1 075 867	81 049 306	132,50	NOK	142 552 377	61 503 071	1,95 %	1,04 %	Oslo Børs
Bonheur ASA	1 192 594	88 117 205	116,50	NOK	138 937 201	50 819 996	1,90 %	2,92 %	Oslo Børs
Ganger Rolf ASA	1 273 817	130 404 738	106,50	NOK	135 661 510	5 256 772	1,85 %	3,76 %	Oslo Børs
DOF ASA	5 702 213	108 659 666	21,50	NOK	122 597 579	13 937 913	1,67 %	5,13 %	Oslo Børs
Sevan Drilling ASA	17 599 671	140 650 744	5,10	NOK	89 758 322	-50 892 421	1,23 %	5,23 %	Oslo Børs
Transocean Ltd	346 900	153 116 721	38,39	USD	79 472 793	-73 643 928	1,09 %	0,10 %	New York
Gazprom Oao ADR	1 064 000	64 923 841	10,66	USD	67 685 384	2 761 543	0,92 %	0,01 %	London Int.
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	8,30	NOK	66 701 431	-1 663 476	0,91 %	2,03 %	Oslo Børs
Eidesvik Offshore ASA	1 682 641	64 220 516	29,60	NOK	49 806 174	-14 414 342	0,68 %	5,58 %	Oslo Børs
Marine Accurate Well ASA	67 652 076	51 258 636	0,65	NOK	43 973 849	-7 284 786	0,60 %	5,76 %	Unotert
BP Plc ADR	171 381	54 167 560	42,74	USD	43 711 253	-10 456 306	0,60 %	0,00 %	New York
Northern Offshore Ltd	2 940 000	28 386 046	12,75	NOK	37 485 000	9 098 954	0,51 %	1,86 %	Oslo Børs
Spectrum ASA	1 785 000	15 665 981	18,00	NOK	32 130 000	16 464 019	0,44 %	5,04 %	Oslo Axess
Electromagnetic Geoservices AS	2 185 079	23 233 052	13,30	NOK	29 061 551	5 828 499	0,40 %	1,11 %	Oslo Børs
Norwegian Energy Co ASA	5 127 513	78 353 619	4,66	NOK	23 894 211	-54 459 408	0,33 %	2,10 %	Oslo Børs
BP Plc	547 608	34 784 480	4,60	GBP	23 398 925	-11 385 554	0,32 %	0,00 %	London
Fred Olsen Production ASA	3 000 000	18 734 740	7,75	NOK	23 250 000	4 515 260	0,32 %	2,83 %	Oslo Børs
Seabird Exploratio Plc 11/15 6,00% Call	5 172 592	30 716 105	75,00	USD	23 150 692	-7 565 413	0,32 %	-	Unotert
Subsea 7 SA	189 300	20 569 379	111,00	NOK	21 012 300	442 921	0,29 %	0,05 %	Oslo Børs
Småposter ⁽¹⁾		110 085 073			60 862 536	-49 222 537	0,83 %		
Sum energi		1 580 387 966			1 579 502 073	-885 890	21,57 %		
Råvarer									
Norsk Hydro ASA	5 536 510	139 178 720	27,74	NOK	153 582 787	14 404 068	2,10 %	0,27 %	Oslo Børs
Akzo Nobel NV	222 000	59 466 318	37,36	EUR	64 288 662	4 822 344	0,88 %	0,09 %	Amsterdam
Koza Altin Isletmeleri AS	643 750	46 209 166	25,10	TRY	51 066 381	4 857 214	0,70 %	0,42 %	Istanbul
Agrinos AS	802 378	21 530 067	40,00	NOK	32 095 120	10 565 053	0,44 %	2,15 %	Unotert
Norske Skogindustrier ASA	5 970 000	345 540 673	4,52	NOK	26 984 400	-318 556 273	0,37 %	3,14 %	Oslo Børs
Hindalco Industries Ltd	1 950 673	46 051 668	115,85	INR	25 394 336	-20 657 332	0,35 %	0,10 %	National India
Rottnefos AB	12 204 585	60 162 820	2,11	SEK	22 382 056	-37 780 765	0,31 %	7,96 %	Stockholm
Småposter ⁽¹⁾		37 629 068			31 154 236	-6 474 832	0,43 %		
Sum råvarer		755 768 501			406 947 978	-348 820 523	5,56 %		
Kapitalvarer, service og transport									
Kongsberg Gruppen ASA	3 275 767	136 059 534	116,00	NOK	379 988 972	243 929 438	5,19 %	2,73 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	1 315 811	93 969 680	136,50	NOK	179 608 201	85 638 522	2,45 %	3,80 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	926 602	114 905 029	120,00	NOK	111 192 240	-3 712 789	1,52 %	1,44 %	Oslo Børs
Dockwise Ltd	1 032 808	173 151 705	96,25	NOK	99 407 770	-73 743 935	1,36 %	4,08 %	Oslo Børs
Norwegian Air Shuttle ASA	1 504 738	83 482 806	55,25	NOK	83 136 774	-346 032	1,14 %	4,35 %	Oslo Børs
LG Corp	233 756	48 433 682	61 400,00	KRW	73 928 902	25 495 220	1,01 %	0,14 %	Seoul
Avent Ltd	2 575 700	75 193 395	33,00	ZAR	62 822 096	-12 371 299	0,86 %	0,64 %	Johannesburg
Odjell SE-A	1 664 725	74 526 069	36,00	NOK	59 930 100	-14 595 969	0,82 %	2,53 %	Oslo Børs
Glamox ASA	5 944 034	5 852 347	9,50	NOK	56 468 323	50 615 976	0,77 %	9,01 %	Unotert
Kverneland ASA	4 662 635	25 756 193	10,65	NOK	49 657 063	23 900 870	0,68 %	3,02 %	Oslo Børs
Golar LNG Ltd	186 611	30 307 119	263,80	NOK	49 227 982	18 920 863	0,67 %	0,23 %	Oslo Børs
I.M. Skaugen SE	1 404 501	17 609 215	29,80	NOK	41 854 130	24 244 915	0,57 %	5,18 %	Oslo Børs
Fairstar Heavy Transport NV	4 414 585	46 670 000	8,50	NOK	37 523 972	-9 146 028	0,51 %	5,45 %	Oslo Børs
Goodtech ASA	21 168 416	48 134 917	1,57	NOK	33 234 413	-14 900 504	0,45 %	6,51 %	Oslo Børs
AP Moller - Maersk A	811	38 032 895	35 840,00	DKK	30 316 088	-7 716 807	0,41 %	0,04 %	København
LG Corp Pref	224 482	25 796 379	23 100,00	KRW	26 710 168	913 789	0,36 %	6,77 %	Seoul
TTS Group ASA Konv. 8% 01/16	19 000 000	18 620 000	102,50	NOK	19 475 000	855 000	0,27 %	-	Oslo Børs
Småposter ⁽¹⁾		298 486 612			114 125 860	-184 360 753	1,56 %		
Sum kapitalvarer, service og transport		1 354 987 578			1 508 608 054	153 620 477	20,61 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Royal Caribbean Cruises Ltd	902 048	124 546 625	24,77	USD	133 337 320	8 790 695	1,82 %	0,42 %	New York
Carnival Corp	485 865	120 530 973	32,64	USD	94 637 189	-25 893 784	1,29 %	0,08 %	New York
Hurtigruten ASA	30 296 503	108 945 756	3,03	NOK	91 798 404	-17 147 352	1,25 %	7,21 %	Oslo Børs
LG Electronics Inc Pref	600 000	144 987 601	24 000,00	KRW	74 172 960	-70 814 641	1,01 %	0,41 %	Seoul
Dixons Retail Plc	57 626 905	284 227 522	0,10	GBP	52 508 943	-231 718 579	0,72 %	1,60 %	London
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	591 300	10 522 543	13,19	USD	46 542 396	36 019 854	0,64 %	0,10 %	London Int.
Fjord Line AS	2 850 000	28 500 000	16,00	NOK	45 600 000	17 100 000	0,62 %	5,35 %	Unotert
Continental AG	121 000	50 302 215	48,09	EUR	45 108 651	-5 193 563	0,62 %	0,06 %	Xetra
NHST Media Group ASA	60 000	31 447 083	600,00	NOK	36 000 000	4 552 917	0,49 %	4,66 %	Unotert
Småposter ⁽¹⁾		75 883 753			34 295 883	-41 587 870	0,47 %		
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		979 894 071			654 001 746	-325 892 323	8,93 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Defensivekonsumvarer									
Winn-Dixie Stores Inc	2 540 270	104 664 068	9,38	USD	142 193 186	37 529 118	1,94 %	4,52 %	NASDAQ
Cermaq ASA	1 559 045	65 772 654	70,20	NOK	109 444 959	43 672 305	1,49 %	1,69 %	Oslo Børs
Kesko Oyj B	399 811	104 404 013	25,96	EUR	80 451 468	-23 952 545	1,10 %	0,60 %	Helsinki
Morpol ASA	8 407 150	175 895 575	8,30	NOK	69 779 345	-106 116 230	0,95 %	5,00 %	Oslo Børs
Chiquita Brands Intl	1 119 523	91 964 061	8,34	USD	55 717 951	-36 246 110	0,76 %	2,45 %	New York
Royal Unibrew A/S	135 865	38 746 438	321,50	DKK	45 558 863	6 812 425	0,62 %	1,21 %	København
Austevoll Seafood ASA	1 972 716	62 173 336	21,00	NOK	41 427 036	-20 746 300	0,57 %	0,97 %	Oslo Børs
Yazicilar Holding AS	750 000	25 622 446	9,96	TRY	23 608 300	-2 014 146	0,32 %	0,47 %	Istanbul
Småposter ¹⁾		137 550 654			48 611 795	-88 938 859	0,66 %		
Sum defensivekonsumvarer		806 793 245			616 792 903	-190 000 342	8,42 %		
Medisin									
Teva Pharmaceutical- Sp ADR	719 787	217 972 938	40,36	USD	173 360 928	-44 612 010	2,37 %	0,08 %	NASDAQ
Clavis Pharma ASA	943 918	31 159 792	47,90	NOK	45 213 672	14 053 881	0,62 %	3,09 %	Oslo Børs
Algeta ASA	256 000	25 537 185	153,00	NOK	39 168 000	13 630 815	0,53 %	0,63 %	Oslo Børs
Photocure ASA	1 114 401	44 889 736	34,70	NOK	38 669 715	-6 220 021	0,53 %	5,21 %	Oslo Børs
Medi-Stim ASA	1 611 000	20 129 504	20,00	NOK	32 220 000	12 090 496	0,44 %	8,54 %	Oslo Børs
Karolinska Development AB	1 234 600	43 031 490	24,00	SEK	25 753 248	-17 278 241	0,35 %	2,63 %	Stockholm
Origio A/S	1 550 000	24 275 806	13,05	NOK	20 227 500	-4 048 306	0,28 %	4,85 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		46 054 189			20 358 086	-25 696 103	0,28 %		
Sum medisin		453 050 638			394 971 149	-58 079 489	5,39 %		
Bankog finans									
Gjensidige Forsikring ASA	2 321 368	136 826 502	69,30	NOK	160 870 802	24 044 300	2,20 %	0,46 %	Oslo Børs
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	180 025	33 834 264	788,00	NOK	141 859 700	108 025 436	1,94 %	1,69 %	Oslo Børs
Hannover Rueckversicherung AG	377 500	76 075 785	38,32	EUR	112 143 386	36 067 601	1,53 %	0,31 %	Frankfurt
Northern Logistic Property ASA	2 728 689	82 502 098	20,70	NOK	56 483 862	-26 018 235	0,77 %	7,70 %	Oslo Børs
Danske Bank A/S	741 784	83 170 607	72,95	DKK	56 440 008	-26 730 599	0,77 %	0,08 %	København
Korean Reinsurance Co	702 093	8 469 012	15 000,00	KRW	54 246 163	45 777 151	0,74 %	0,61 %	Seoul
Hitecvision AS	762 746	5 183 496	65,00	NOK	49 578 490	44 394 994	0,68 %	4,14 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 500 000	26 585 912	33,00	NOK	49 500 000	22 914 088	0,68 %	7,24 %	Oslo Børs
Norwegian Finans Holding ASA	14 900 000	29 215 000	2,50	NOK	37 250 000	8 035 000	0,51 %	8,76 %	Unotert
Sparebanken Vest	995 506	45 056 270	31,50	NOK	31 358 439	-13 697 831	0,43 %	4,61 %	Oslo Børs
Haci Omer Sabanci Holding AS	1 501 444	23 339 370	5,40	TRY	25 624 005	2 284 635	0,35 %	0,07 %	Istanbul
Irsa Sa ADR	397 502	31 351 260	10,37	USD	24 598 812	-6 752 447	0,34 %	0,69 %	New York
Aareal Bank AG	189 259	27 126 685	13,98	EUR	20 516 041	-6 610 644	0,28 %	0,32 %	Frankfurt
Småposter ¹⁾		70 962 483			51 209 198	-19 753 285	0,70 %		
Sum bankog finans		679 698 744			871 678 907	191 980 163	11,90 %		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	116 936	92 727 711	287,40	USD	200 553 878	107 826 167	2,74 %	0,26 %	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd GDR	50 000	19 712 300	460,70	USD	137 462 514	117 750 214	1,88 %	0,02 %	London Int.
Proact IT Group AB	458 101	15 214 172	158,00	SEK	62 909 007	47 694 835	0,86 %	4,91 %	Stockholm
Eltek ASA	17 038 235	91 535 609	3,25	NOK	55 374 264	-36 161 345	0,76 %	5,18 %	Oslo Børs
Q-Free ASA	3 182 604	44 687 622	16,70	NOK	53 149 487	8 461 865	0,73 %	5,28 %	Oslo Børs
Corning Inc	609 450	53 103 006	12,98	USD	47 207 265	-5 895 741	0,64 %	0,04 %	New York
Samsung SDI Co Ltd	40 000	16 814 575	133 500,00	KRW	27 505 806	10 691 231	0,38 %	0,09 %	Seoul
EDB Ergogroup ASA	2 544 240	30 956 610	9,75	NOK	24 806 340	-6 150 270	0,34 %	0,95 %	Oslo Børs
Småposter ¹⁾		113 805 181			56 743 339	-57 061 842	0,77 %		
Sum informasjonsteknologi		478 556 786			665 711 900	187 155 114	9,09 %		
Telekom									
France Telecom SA	1 111 904	142 130 520	12,13	EUR	104 587 942	-37 542 578	1,43 %	0,04 %	Paris
Sistema Jsc GDR	573 709	19 189 678	16,81	USD	57 551 340	38 361 662	0,79 %	0,12 %	London Int.
Mobile Telesystems ADR	645 000	41 050 762	14,68	USD	56 504 344	15 453 582	0,77 %	0,06 %	New York
Telekomunikasi Indonesia Tbk ADR	265 000	14 761 545	30,74	USD	48 612 259	33 850 714	0,66 %	0,05 %	New York
Indosat Tbk PT ADR	200 000	33 264 730	31,54	USD	37 643 305	4 378 576	0,51 %	0,18 %	New York
Småposter ¹⁾		7 842 206			1 378 981	-6 463 225	0,02 %		
Sum telekom		258 239 441			306 278 172	48 038 732	4,18 %		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	2 610 818	126 051 470	26,85	BRL	224 496 734	98 445 264	3,07 %	0,98 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	357 348	29 055 195	17,84	BRL	20 416 220	-8 638 975	0,28 %	0,03 %	Sao Paulo
Sum nyttetjenester		155 106 665			244 912 954	89 806 289	3,34 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE²⁾		7 502 483 635			7 249 405 836	-253 077 792	99,00 %		

¹⁾ Ved henvendelse til forvaltningselskapet SKAGEN AS kan man få tilsendt en oversikt over hvilke selskapersom inngår i posten.

²⁾ For verdier av likviditet i porteføljen pr 31.12.2011 henvises til balansen.

SKAGEN Global

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Gazprom Oao ADR	12 102 290	889 939 794	10,66	USD	769 876 081	-120 063 713	2,45 %	0,10 %	London Int.
Weatherford Intl Ltd	5 666 310	482 081 432	14,64	USD	495 036 788	12 955 356	1,57 %	0,75 %	New York
Petroleo Brasileiro Pref ADR	3 396 473	606 992 347	23,49	USD	476 109 942	-130 882 405	1,51 %	0,12 %	New York
Enso Plc - ADR	1 358 901	388 984 568	46,92	USD	380 488 810	-8 495 759	1,21 %	0,59 %	New York
OMV AG	2 064 000	445 062 438	23,44	EUR	375 009 133	-70 053 305	1,19 %	0,63 %	Wien
Nabors Industries Ltd	3 213 981	452 383 143	17,34	USD	332 574 131	-119 809 012	1,06 %	1,12 %	New York
Kazmunaigas Exploration GDR	3 468 558	446 152 275	14,95	USD	309 446 960	-136 705 315	0,98 %	0,82 %	London Int.
Baker Hughes Inc	873 004	243 312 654	48,64	USD	253 399 566	10 086 912	0,81 %	0,20 %	New York
BPPlc	4 565 134	232 740 096	4,60	GBP	195 065 138	-37 674 958	0,62 %	0,02 %	London
BPPlc ADR	617 696	188 954 856	42,74	USD	157 545 272	-31 409 584	0,50 %	0,02 %	New York
Petroleo Brasileiro SA	2 065 412	146 769 784	21,49	BRL	142 145 217	-4 624 568	0,45 %	0,04 %	Sao Paulo
Noble Corp	504 593	112 316 665	30,22	USD	90 997 979	-21 318 686	0,29 %	0,20 %	New York
Afren Plc	7 494 697	52 629 203	0,86	GBP	59 597 960	6 968 758	0,19 %	0,70 %	London
Transocean Ltd	231 547	106 911 446	38,39	USD	53 046 085	-53 865 360	0,17 %	0,07 %	New York
Sum energi		4 795 230 700			4 090 339 061	-704 891 639	13,01 %		
Råvarer									
Svenska Cellulosa AB-B	7 538 731	596 719 190	102,00	SEK	668 333 025	71 613 835	2,13 %	1,24 %	Stockholm
Akzo Nobel NV	1 912 478	578 591 229	37,36	EUR	553 831 764	-24 759 465	1,76 %	0,81 %	Amsterdam
Cliffs Natural Resources Inc	1 300 717	339 224 802	62,35	USD	483 966 544	144 741 742	1,54 %	0,91 %	New York
Ternium SAADR	2 858 382	450 212 283	18,39	USD	313 688 115	-136 524 168	1,00 %	1,43 %	New York
Heidelbergcement AG	1 170 781	367 882 774	32,79	EUR	297 571 701	-70 311 074	0,95 %	0,62 %	Xetra
Norsk Hydro ASA	9 761 378	288 436 305	27,74	NOK	270 780 626	-17 655 680	0,86 %	0,47 %	Oslo Børs
Mayr-Melnhof Karton AG	450 627	203 443 856	65,51	EUR	228 822 830	25 378 983	0,73 %	2,25 %	Wien
UPM-Kymmene Oyj	1 509 754	99 976 410	8,51	EUR	99 588 753	-387 657	0,32 %	0,29 %	Helsinki
Fibria Celulose Sa ADR	1 254 646	109 588 622	7,77	USD	58 175 254	-51 413 367	0,19 %	0,27 %	New York
Lundin Mining Corp	472 802	10 364 937	3,87	CAD	10 722 298	357 362	0,03 %	0,08 %	Toronto
Lundin Mining Corp SDR	220 601	4 159 529	26,04	SEK	4 992 786	833 257	0,02 %	0,04 %	Stockholm
Asia Pulp & Paper Co Ltd ADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 168	-4 560 124	0,00 %	0,03 %	Unotert
Sum råvarer		3 053 165 220			2 990 478 864	-62 686 356	9,51 %		
Kapitalvarer, service og transport									
Tyco International Ltd	6 380 852	1 298 332 733	46,71	USD	1 778 625 873	480 293 140	5,66 %	1,38 %	New York
LG Corp	1 973 017	508 946 785	61,400	KRW	623 996 734	115 049 949	1,99 %	1,14 %	Seoul
Bunge Ltd	1 731 468	564 425 455	57,20	USD	591 025 971	26 600 516	1,88 %	1,19 %	New York
Siemens AG	923 819	541 362 942	73,94	EUR	529 469 418	-11 893 524	1,68 %	0,10 %	Frankfurt
TE Connectivity Ltd	1 845 719	288 766 647	30,81	USD	339 354 293	50 587 647	1,08 %	0,43 %	New York
Randstad Holding NV	1 884 477	466 558 359	22,86	EUR	333 919 369	-132 638 990	1,06 %	1,10 %	Amsterdam
Stolt-Nielsen Ltd	1 893 500	336 914 438	120,00	NOK	227 220 000	-109 694 438	0,72 %	2,95 %	Oslo Børs
BayWa AG	744 577	222 362 954	27,29	EUR	157 531 446	-64 831 508	0,50 %	2,18 %	Frankfurt
Finnair Oyj	4 850 820	263 458 522	2,30	EUR	86 480 370	-176 978 152	0,28 %	3,79 %	Helsinki
Air France-KLM Konv 04/15 4.97%	513 152	54 597 628	1,074	EUR	44 469 687	-10 127 941	0,14 %	-	Paris
Krones AG	37 478	10 400 254	36,76	EUR	10 680 351	280 097	0,03 %	0,12 %	Xetra
Dalian Port (PDA) Co Ltd	6 209 000	8 410 636	1,89	HKD	9 017 182	606 545	0,03 %	0,58 %	Hong Kong
LG Corp Pref	20 240	2 399 103	23 100	KRW	2 408 272	9 169	0,01 %	0,61 %	Seoul
Sum kapitalvarer, service og transport		4 566 936 457			4 734 198 968	167 262 510	15,06 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Comcast Corp	4 236 789	416 985 224	23,56	USD	595 673 375	178 688 151	1,89 %	0,68 %	NASDAQ
Toyota Industries Corp	301 921	502 645 522	20,95	JPY	490 616 117	-12 029 405	1,56 %	0,93 %	Tokyo
Renault SA	1 424 602	362 154 471	26,80	EUR	295 939 468	-66 215 004	0,94 %	0,48 %	Paris
Hyundai Motor Pref (2pb)	562 937	157 824 391	67 100	KRW	194 565 320	36 740 929	0,62 %	1,50 %	Seoul
Television Broadcasts Ltd	4 565 862	110 527 952	47,10	HKD	165 246 034	54 718 082	0,53 %	1,04 %	Hong Kong
Time Warner Cable Inc	406 427	109 532 426	63,57	USD	154 180 990	44 648 564	0,49 %	0,13 %	New York
Yamaha Motor Co Ltd	1 953 411	159 122 050	974,00	JPY	147 541 701	-11 580 349	0,47 %	0,56 %	Tokyo
LG Electronics Inc Pref	1 036 948	270 944 469	24 000	KRW	128 189 171	-142 755 298	0,41 %	0,72 %	Seoul
Dixons Retail Plc	78 684 888	109 155 888	0,10	GBP	71 696 724	-37 459 163	0,23 %	2,18 %	London
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	398 459	706 067	13,19	USD	31 363 499	24 302 826	0,10 %	0,06 %	London Int.
Hyundai Motor Pref (1p)	53 200	16 319 117	63 500	KRW	17 400 770	1 081 653	0,06 %	0,21 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	134 000	5 776 564	681,80	INR	10 266 399	4 489 835	0,03 %	0,02 %	National India
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	3 360	HUF	4 347 408	-1 883 869	0,01 %	0,63 %	Budapest
CTC Media Inc	40 452	2 143 111	8,77	USD	2 117 072	-26 039	0,01 %	0,03 %	NASDAQ
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		2 236 423 134			2 309 144 048	72 720 913	7,35 %		
Defensive konsumvarer									
Tesco Plc	22 061 647	799 265 093	4,03	GBP	825 893 687	26 628 594	2,63 %	0,28 %	London
Unilever NV-Cva	2 951 396	512 108 982	26,57	EUR	607 846 028	95 737 046	1,93 %	0,17 %	Amsterdam
United Intl Enterprises	172 931	25 545 061	710,00	DKK	128 060 593	102 515 532	0,41 %	3,36 %	København
Yazici Holding AS	4 021 961	97 411 860	9,96	TRY	126 602 216	29 190 356	0,40 %	2,51 %	Istanbul
Royal Unibrew A/S	253 219	61 811 245	321,50	DKK	84 910 535	23 099 290	0,27 %	2,26 %	København
Chiquita Brands Intl	1 601 133	118 331 315	8,34	USD	79 687 376	-38 643 939	0,25 %	3,50 %	New York
Raisio Plc	2 300 000	43 316 601	2,39	EUR	42 608 896	-707 705	0,14 %	1,76 %	Helsinki
Lannen Tehta Oyj	220 000	24 416 957	14,70	EUR	25 067 704	650 747	0,08 %	3,48 %	Helsinki
Sum defensive konsumvarer		1 682 207 115			1 920 677 035	238 469 920	6,11 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
PfizerInc	7095441	829775876	21,64	USD	916289513	86513638	2,91%	0,09%	NewYork
Roche HoldingAG-Genusschein	461983	402233894	159,20	CHF	469186480	66952586	1,49%	0,07%	Zürich
Teva Pharmaceutical-SpADR	1727502	365182972	40,36	USD	416069406	50886435	1,32%	0,18%	NASDAQ
Rhoen-KlinikumAG	1257091	138341645	14,72	EUR	143432996	5091351	0,46%	0,91%	Xetra
NeurosearchA/S	178611	29943682	17,70	DKK	3297356	-26646327	0,01%	0,73%	København
Sum medisin		1765478069			1948275752	182797683	6,20%		
Bank og finans									
CitigroupInc	6679820	1577639101	26,31	USD	1048773426	-528865675	3,34%	0,23%	NewYork
Gjensidige ForsikringASA	8317774	491857918	69,30	NOK	576421738	84563821	1,83%	1,66%	OsloBørs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	7918277	156984429	20,00	BRL	507165642	350181213	1,61%	1,94%	SaoPaulo
Goldman Sachs GroupInc	883683	640976917	90,43	USD	476875596	-164101322	1,52%	0,18%	NewYork
HannoverRueckversicherungAG	1563931	330375099	38,32	EUR	464594748	134219650	1,48%	1,30%	Frankfurt
Cheung Kong Holdings Ltd	3780674	283779594	92,40	HKD	268428459	-15351135	0,85%	0,16%	HongKong
Osaka Securities Exchange Co	6968	138072792	442000	JPY	238832053	100759261	0,76%	2,58%	Tokyo
Kinnevik InvestmentAB-B	2039277	100415464	134,10	SEK	237683756	137268293	0,76%	0,89%	Stockholm
AberdeenAsset ManagementPlc	10859589	96133005	2,12	GBP	213621886	117488882	0,68%	0,95%	London
HaciOmerSabanci HoldingAS	11319870	213856019	5,40	TRY	193187629	-20668390	0,61%	0,55%	Istanbul
AsyaKatilim BankasiAS	29208168	288114977	1,59	TRY	146772792	-141342185	0,47%	3,25%	Istanbul
Industrial Bank of Korea	1973755	144101241	12500	KRW	127082683	-17018558	0,40%	0,36%	Seoul
Japan Securities Finance Co	4207375	244798038	348,00	JPY	113540987	-131257050	0,36%	4,49%	Tokyo
Irsa SaADR	1815671	151638394	10,37	USD	112360065	-39278330	0,36%	3,14%	NewYork
EFG-Hermes HoldingSAE	10956636	206143442	10,00	EGP	108443305	-97700137	0,34%	2,29%	Cairo
Albaraka Turk Katilim BankasiAS	19059400	213095844	1,57	TRY	94569913	-118525930	0,30%	3,54%	Istanbul
TAG ImmobilienAG	1524538	89045359	6,16	EUR	72793652	-16251706	0,23%	2,04%	Frankfurt
Sparebank 1 SR-BankASA	6000000	21600000	40,70	NOK	24420000	2820000	0,08%	0,30%	OsloBørs
AberdeenAsset ManagementPlc Pref	557	6648625	2255	GBP	11656275	5007650	0,04%	0,74%	London
Sum bank og finans		5395276257			5037224607	-358051650	16,02%		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	578868	1333977462	667000	KRW	1988788018	654810555	6,33%	2,54%	Seoul
Oracle Corp	5739104	924501768	25,65	USD	878471206	-46030562	2,79%	0,11%	NASDAQ
Kyocera Corp	1300268	684514014	6190	JPY	624145329	-60368686	1,99%	0,68%	Tokyo
Microsoft Corp	2199798	325540349	25,96	USD	340787422	15247073	1,08%	0,03%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd PrefGDR	140891	142338666	287,40	USD	241638473	99299807	0,77%	0,31%	London Int.
Yahoo! Inc	2109702	179617051	16,13	USD	203072703	23455651	0,65%	0,17%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd GDR	18225	15514137	460,70	USD	50105086	34590950	0,16%	0,01%	London Int.
Kyocera CorpADR	52153	38412462	79,80	USD	24835806	-13576656	0,08%	0,03%	NewYork
ProactIT GroupAB	139118	5385767	158,00	SEK	19104467	13718700	0,06%	1,49%	Stockholm
Sum informasjonsteknologi		3649801676			4370948509	721146833	13,90%		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-SponADR	10363204	834901430	9,47	USD	585652623	-249248806	1,86%	0,64%	NewYork
China Mobile Ltd	7150200	414448346	75,90	HKD	417010818	2562472	1,33%	0,04%	HongKong
China Mobile LtdADR	1386102	379876673	48,49	USD	401091484	21214811	1,28%	0,03%	NewYork
Indosat TbkPTADR	921819	137600408	31,54	USD	173501571	35901162	0,55%	0,85%	NewYork
Vivendi SA	1267811	152961433	16,92	EUR	166275943	13314510	0,53%	0,10%	Paris
Orascom Telecom Holding	21553303	71212341	3,49	EGP	74476464	3264123	0,24%	0,41%	Cairo
Indosat TbkPT	18675833	60173130	5650	IDR	68360132	8187002	0,22%	0,34%	Indonesia
Orascom Telecom GDR	1236911	18439155	2,89	USD	21332039	2892884	0,07%	0,12%	London Int.
Sum telekom		2069612915			1907701074	-161911841	6,07%		
Nyttjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SApref	11295481	698456050	26,85	BRL	971265937	272809886	3,09%	4,26%	SaoPaulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	7122805	594014454	17,84	BRL	406944369	-187070085	1,29%	0,66%	SaoPaulo
Sum nyttjenester		1292470504			1378210305	85739801	4,38%		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		30506602049			30687198223	180596174	97,62%		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2011 henvises til balansen.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Energi									
Baker Hughes Inc	5 530 991	1 579 157 520	48,64	USD	1 605 434 475	26 276 955	3,95 %	1,27 %	New York
Gazprom OaoADR	19 885 821	1 364 767 529	10,66	USD	1 265 018 268	-99 749 261	3,11 %	0,17 %	London Int.
Petroleo Brasileiro PrefADR	5 943 178	1 026 137 598	23,49	USD	833 101 317	-193 036 281	0,21 %	0,21 %	New York
Seadrill Ltd	3 476 829	322 219 192	200,00	NOK	695 365 800	373 146 608	1,71 %	0,74 %	Oslo Børs
Tullow OilPlc	3 054 688	235 348 345	14,02	GBP	397 384 907	162 036 562	0,98 %	0,34 %	London
Petroleo Brasileiro SA	3 200 000	245 876 515	21,49	BRL	220 229 520	-25 646 995	0,54 %	0,06 %	Sao Paulo
ArcherLtd	11 137 906	289 414 060	16,10	NOK	179 320 287	-110 093 773	0,44 %	3,04 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 765 711	7,51	NOK	91 843 027	-33 922 685	0,23 %	9,64 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	9 037 608	77 037 517	8,30	NOK	75 012 146	-2 025 370	0,18 %	2,28 %	Oslo Børs
Coal of Africa Ltd	7 851 676	91 513 652	0,58	GBP	42 255 852	-49 257 800	0,10 %	1,19 %	London Int.
Sum energi		5 537 237 639			5 404 965 599	47 727 960	13,29 %		
Råvarer									
Vale Sa SponsADR	7 922 364	813 361 531	20,60	USD	973 908 328	160 546 797	2,39 %	0,38 %	New York
Exxaro Resources Ltd	4 166 092	512 849 963	168,00	ZAR	517 298 644	4 448 681	1,27 %	1,18 %	Johannesburg
Vale SA-PrefA	1 231 900	210 807 094	37,82	BRL	149 205 942	-61 601 152	0,37 %	0,06 %	Sao Paulo
Asia Cement China Holdings	50 706 000	186 391 210	3,64	HKD	141 823 465	-44 567 745	0,35 %	3,26 %	Hong Kong
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	5,59	USD	124 250 828	-82 199 040	0,31 %	9,66 %	NASDAQ
PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	42 663 000	41 753 795	1230,00	IDR	33 996 246	-7 757 548	0,08 %	0,78 %	Jakarta
Sum råvarer		1 971 613 460			1 940 483 453	-31 130 007	4,77 %		
Kapitalvarer, service og transport									
ABB Ltd	8 957 636	964 815 179	129,50	SEK	1 008 225 511	43 410 333	2,48 %	0,39 %	Stockholm
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	33,00	ZAR	512 613 228	-104 744 833	1,26 %	5,23 %	Johannesburg
AirAsia Bhd	58 091 500	135 762 912	3,77	MYR	412 627 236	276 864 324	1,01 %	2,09 %	Kuala Lumpur
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366 467	6,78	HKD	354 263 136	-260 103 331	0,87 %	4,94 %	Hong Kong
Golar LNG Ltd	1 325 272	215 234 775	263,80	NOK	349 606 754	134 371 979	0,86 %	1,66 %	Oslo Børs
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297 044	154,80	ZAR	329 380 491	-5 916 553	0,81 %	0,88 %	Johannesburg
Empresas ICA S.A.B	42 542 700	621 196 809	16,94	MXN	308 412 155	-312 784 654	0,76 %	6,62 %	Mexico
APM Møller-Maersk B	6 500	247 248 915	37920,00	DKK	257 078 640	9 829 725	0,63 %	0,30 %	København
Tekfen Holding AS	8 158 907	123 013 201	5,34	TRY	137 694 741	14 681 540	0,34 %	2,21 %	Istanbul
Enka Insaat Ve Sanayi AS	8 416 664	105 720 490	4,10	TRY	109 060 620	3 340 130	0,27 %	0,34 %	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	23100,00	KRW	96 191 682	-22 074 479	0,24 %	24,39 %	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	1 628 768	119 886 177	55,25	NOK	89 989 432	-29 896 745	0,22 %	4,71 %	Oslo Børs
Frontline 2012 Ltd	4 912 000	83 435 232	17,60	NOK	86 451 200	3 015 968	0,21 %	4,91 %	Nototert
Barloworld Ltd	1 492 475	74 777 880	75,13	ZAR	82 875 022	8 097 142	0,20 %	0,65 %	Johannesburg
Golden Ocean Group Ltd	15 050 285	62 067 912	3,77	NOK	56 739 574	-5 328 337	0,14 %	3,32 %	Oslo Børs
Nordic American Tankers Ltd	594 497	103 377 554	11,99	USD	42 536 810	-60 840 744	0,10 %	1,26 %	New York
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	164,00	JPY	3 815 288	-2 194 724	0,01 %	2,35 %	Tokyo
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	422 695	16 806 476	0,02	USD	57 764	-16 748 712	0,00 %	2,75 %	Frankfurt
Sum kapitalvarer, service og transport		4 564 641 255			4 237 619 283	-327 021 972	10,42 %		
Inntektsavhengige forbruksvarer									
Hyundai Motor Pref (2pb)	3 559 600	565 753 386	67100,00	KRW	1 230 288 138	664 534 752	3,03 %	9,46 %	Seoul
Hyundai Motor Pref (1p)	3 248 610	517 371 803	63500,00	KRW	1 062 562 343	545 190 540	2,61 %	12,94 %	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	105 000 000	190 464 917	11,34	HKD	914 933 880	724 468 963	2,25 %	3,83 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	7 628 837	140 559 221	13,19	USD	600 480 900	459 921 679	1,48 %	1,24 %	London Int.
LG Electronics Inc Pref	3 150 000	850 969 171	24000,00	KRW	389 408 040	-461 561 131	0,96 %	2,18 %	Seoul
DRB-Hicom Bhd	54 368 600	205 040 927	2,04	MYR	208 969 194	3 928 266	0,51 %	2,81 %	Kuala Lumpur
Shangri-La Asia Ltd	12 268 213	110 166 965	13,40	HKD	126 320 391	16 153 426	0,31 %	0,39 %	Hong Kong
Renhe Commercial Holdings	178 566 000	168 652 944	0,89	HKD	122 117 002	-46 535 942	0,30 %	0,84 %	Hong Kong
LG Electronics Inc	297 269	79 295 076	74400,00	KRW	113 921 495	34 626 119	0,28 %	0,18 %	Seoul
Hengdeli Holdings Ltd	30 760 000	59 016 094	2,54	HKD	60 035 399	1 019 306	0,15 %	0,70 %	Hong Kong
Proton Holdings Bhd	5 527 000	49 734 729	4,82	MYR	50 192 688	457 958	0,12 %	1,01 %	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	527 946	42 572 907	681,80	INR	40 448 540	-2 124 366	0,10 %	0,09 %	National India
China Ting Group Hldgs Ltd	30 950 000	47 670 030	0,46	HKD	11 058 621	-36 611 409	0,03 %	1,48 %	Hong Kong
Sum inntektsavhengige forbruksvarer		3 027 268 470			4 930 736 631	1 903 468 161	12,12 %		
Defensive konsumvarer									
Shoprite Holdings Ltd	6 722 590	320 673 503	136,20	ZAR	676 732 346	356 058 843	1,66 %	1,24 %	Johannesburg
Cosan Ltd	8 525 000	433 663 080	10,96	USD	557 572 067	123 908 987	1,37 %	3,15 %	New York
Kulim Malaysia BHD	67 500 400	213 083 213	4,22	MYR	536 689 065	323 605 853	1,32 %	5,35 %	Kuala Lumpur
Yazici Holding AS	9 654 470	239 353 575	9,96	TRY	303 900 833	64 547 258	0,75 %	6,03 %	Istanbul
PZ Cussons Plc	8 611 870	144 474 264	3,50	GBP	279 680 383	135 206 119	0,69 %	2,01 %	London
Royal Unibrew A/S	489 758	82 008 417	321,50	DKK	164 227 856	82 019 939	0,40 %	4,38 %	København
Heineken NV	513 375	146 165 136	35,77	EUR	142 340 406	-3 824 730	0,35 %	0,09 %	Amsterdam
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	231,00	HRK	96 606 567	-15 328 608	0,24 %	7,50 %	Zagreb
East African Breweries Ltd	510 774	54 303 946	175,00	KES	62 659 274	8 355 328	0,15 %	0,65 %	Nairobi
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	710,00	DKK	50 726 305	37 787 508	0,12 %	1,33 %	København
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	11,02	EUR	42 648 673	-96 063 109	0,10 %	5,80 %	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrents	8 437 550	-	1,08	MYR	17 168 963	17 168 963	0,04 %	5,30 %	Kuala Lumpur
Sum defensive konsumvarer		1 897 510 887			2 930 952 738	1 033 441 851	7,21 %		

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Medisin									
RichterGedeon Nyrt	968 258	1 070 376 060	34200,00	HUF	815 442 681	-254 933 379	2,01 %	5,20 %	Budapest
Stada ArzneimittelAG	2 597 658	383 691 150	19,25	EUR	387 603 108	3 911 958	0,95 %	4,41 %	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	760 725	315 456 018	65600,00	KRW	257 048 247	-58 407 771	0,63 %	9,64 %	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	22 497 000	162 814 810	11,02	HKD	190 499 377	27 684 567	0,47 %	2,72 %	Hong Kong
EisEczacibasi Ilac Ve Sanayi	21 418 365	146 799 597	1,80	TRY	121 843 660	-24 955 937	0,30 %	3,91 %	Istanbul
Supermax Corp BHD	14 786 800	114 137 193	3,83	MYR	106 703 072	-7 434 121	0,26 %	4,35 %	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 586 363	42 586 971	4,07	TRY	46 130 989	3 544 018	0,11 %	5,12 %	Istanbul
Hanmi Holdings Co Ltd	253 575	105 152 006	20900,00	KRW	27 298 315	-77 853 691	0,07 %	2,55 %	Seoul
Yuyu Pharma Inc	290 090	36 311 172	5260,00	KRW	7 859 621	-28 451 551	0,02 %	4,97 %	Seoul
Sum medisin		2 377 324 977			1 960 429 070	-416 895 907	4,82 %		
Bank og finans									
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	18 921 729	412 051 055	20,00	BRL	1 211 936 742	799 885 687	2,98 %	4,63 %	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	49 058 140	964 827 871	5,40	TRY	837 238 040	-127 589 831	2,06 %	2,40 %	Istanbul
VTB Bank Ojsc GDR	34 393 253	1 127 989 199	3,61	USD	740 928 880	-387 060 319	1,82 %	0,66 %	London Int.
Standard Chartered Plc	5 567 074	649 304 159	14,09	GBP	727 837 592	78 533 434	1,79 %	0,23 %	London
Aberdeen Asset Management Plc	22 516 749	354 387 918	2,12	GBP	442 933 005	88 545 087	1,09 %	1,97 %	London
State Bank of India	2 305 149	662 041 765	1619,05	INR	419 387 630	-242 654 135	1,03 %	0,36 %	National India
Korean Reinsurance Co	4 671 633	181 790 536	15000,00	KRW	360 946 716	179 156 180	0,89 %	4,03 %	Seoul
JSE Ltd	6 464 519	249 899 375	71,00	ZAR	339 232 746	89 333 370	0,83 %	7,44 %	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 065 984	194 810 491	54700,00	KRW	300 345 501	105 535 010	0,74 %	4,82 %	Seoul
Gjensidige Forsikring ASA	4 051 238	239 023 042	69,30	NOK	280 750 793	41 727 751	0,69 %	0,81 %	Oslo Børs
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	9 410 500	240 648 119	153,50	THB	272 940 495	32 292 376	0,67 %	0,49 %	Bangkok
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	17 579 585	215 004 206	2,69	TRY	149 453 129	-65 551 077	0,37 %	0,40 %	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	14 949 381	353 506 510	10,01	EGP	148 109 460	-205 397 050	0,36 %	3,13 %	Cairo
Asya Katilim Bankasi AS	25 538 097	263 460 095	1,59	TRY	128 330 466	-135 129 630	0,32 %	2,84 %	Istanbul
Ghana Commercial Bank Ltd	17 397 904	83 591 006	1,85	GHS	117 138 174	33 547 168	0,29 %	6,57 %	Ghana
Kiatnakin Bank Pcl-Nvdr	19 238 700	142 186 343	32,00	THB	116 324 876	-25 861 467	0,29 %	3,03 %	Bangkok
Kiatnakin Bank Pcl	16 543 300	108 175 319	32,00	THB	100 027 409	-8 147 910	0,25 %	2,61 %	Bangkok
Nordnet AB	7 034 191	97 675 138	15,60	SEK	95 374 716	-2 300 422	0,23 %	4,02 %	Stockholm
Hellenic Exchanges SA Holdings	4 121 279	152 048 676	2,89	EUR	92 321 830	-59 726 846	0,23 %	6,30 %	Athen
KGI Securities Co Ltd	35 693 000	86 636 864	10,80	TWD	75 940 427	-10 696 437	0,19 %	1,09 %	Taipei
Value Partners Group Ltd	16 583 000	66 291 200	3,98	HKD	50 714 661	-15 576 539	0,12 %	0,94 %	Hong Kong
Tisco Financial- Foreign	6 329 500	24 000 653	38,00	THB	45 446 443	21 445 790	0,11 %	0,87 %	Bangkok
Trimegah Securities Tbk PT	350 000 000	50 389 802	87,00	IDR	19 727 032	-30 662 769	0,05 %	9,58 %	Jakarta
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	2255,32	GBP	19 650 345	8 441 981	0,05 %	1,25 %	London
Diamond Bank Plc	147 216 700	41 924 563	1,92	NGN	10 387 610	-31 536 952	0,03 %	1,02 %	Lagos
Efg-Hermes Holding GDR	159 053	794 6303	3,20	USD	3 039 200	-4 907 103	0,01 %	0,07 %	London Int.
Sum bank og finans		6 980 818 572			7 106 463 919	125 645 347	17,47 %		
Informasjonsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	550 547	1 360 169 595	667 000,00	KRW	1 891 486 966	531 317 371	4,65 %	2,41 %	Seoul
Hon Hai Precision Industry	65 100 000	1 405 299 962	82,90	TWD	1 063 167 630	-342 132 332	2,61 %	0,61 %	Taipei
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	505 370	496 401 930	287,40	USD	866 746 882	370 344 952	2,13 %	1,11 %	London Int.
Softbank Corp	2 000 000	443 592 542	2267,00	JPY	351 595 831	-91 996 711	0,86 %	0,18 %	Tokyo
Naspers Ltd	988 091	236 707 674	353,19	ZAR	257 933 971	21 226 297	0,63 %	0,24 %	Johannesburg
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	65,20	INR	32 969 811	-166 669 458	0,08 %	0,38 %	National India
Ericsson Nikola Tesla	21 240	24 426 329	1080,00	HRK	23 595 145	-831 184	0,06 %	1,60 %	Zagreb
Sum informasjonsteknologi		4 166 237 300			4 487 496 236	321 258 936	11,03 %		
Telekom									
China Mobile Ltd ADR	5 096 446	1 513 807 813	48,49	USD	1 474 740 740	-39 067 074	3,63 %	0,13 %	New York
Sistema Jscf GDR	11 213 965	891 954 691	16,81	USD	1 124 923 466	232 968 776	2,77 %	2,32 %	London Int.
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	343,50	INR	745 910 942	-139 152 785	1,83 %	0,51 %	National India
Indosat Tbk PTADR	2 054 595	350 229 445	31,54	USD	386 708 735	36 479 291	0,95 %	1,89 %	New York
Indosat Tbk PT	105 000 000	326 495 400	5650,00	IDR	384 337 012	57 841 613	0,95 %	1,93 %	Indonesia
Sum telekom		3 967 551 075			4 116 620 896	149 069 821	10,12 %		
Nyttetjenester									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	27 490 763	2 041 784 060	26,85	BRL	2 363 851 674	322 067 614	5,81 %	10,36 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	2 250 451	174 690 898	17,84	BRL	128 574 117	-46 116 781	0,32 %	0,21 %	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SAADR	765 100	58 626 508	9,71	USD	44 333 651	-14 292 857	0,11 %	0,07 %	New York
Sum nyttetjenester		2 275 101 467			2 536 759 442	261 657 975	6,24 %		
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		36 585 305 103			39 652 527 268	3 067 222 164	97,50 %		

¹⁾ For verdier av likviditet i porteføljen pr 31.12.2011 henvises til balansen.

SKAGEN Høyrente

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	3,86	19.03.2012	120000000	120411 000	4,07	0,21	99,78	154 400	119737 320	119891 720	-673 680	2,87%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	3,81	19.03.2012	90000000	90112 160	4,06	0,21	99,69	114 300	89717 850	89832 150	-394 310	2,15%	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,65	12.03.2012	80000000	81707 350	4,05	0,19	101,32	196 333	81059 200	81255 533	-648 150	1,94%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	28.10.2013	4,15	30.01.2012	80000000	80083 000	4,07	0,08	100,32	590 222	80259 200	80849 422	176 200	1,93%	5
BN Bank ASA	27.03.2013	3,60	27.03.2012	80000000	79981 120	3,48	0,23	100,29	32 000	80228 720	80260 720	247 600	1,92%	5
BN Bank ASA	16.06.2014	4,00	16.03.2012	80000000	79919 000	4,41	0,20	99,07	133 333	79259 200	79392 533	-659 800	1,90%	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	4,11	27.02.2012	75000000	74847 000	4,57	0,15	99,16	308 250	74372 025	74680 275	-474 975	1,79%	5
BN Bank ASA	19.03.2014	3,73	21.03.2012	75000000	74985 000	4,19	0,21	99,33	77 708	74498 775	74576 483	-486 225	1,78%	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,83	21.03.2012	74000000	74219 600	3,75	0,21	100,32	78 728	74237 688	74316 416	18 088	1,78%	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,75	27.02.2012	74000000	73430 500	4,28	0,16	99,27	254 375	73458 320	73712 695	27 820	1,76%	5
Helgeland Sparebank	09.05.2014	3,94	09.02.2012	70500000	70432 050	4,29	0,11	99,55	401 223	70181 763	70582 986	-250 287	1,69%	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	3,57	10.02.2012	60000000	59646 950	3,66	0,11	100,01	303 450	60007 320	60310 770	360 370	1,44%	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	3,94	20.02.2012	60000000	60075 000	4,37	0,14	99,41	262 667	59647 320	59909 987	-427 680	1,43%	5
Gjensidige Bank ASA	14.02.2012	3,79	14.02.2012	57000000	57153 365	2,77	0,12	100,12	222 031	57066 348	57288 379	-87 017	1,37%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	26.03.2013	4,50	26.03.2012	55000000	56112 100	3,47	0,23	101,39	27 500	55762 795	55790 295	-349 305	1,33%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,58	16.01.2012	55000000	55013 400	3,29	0,04	100,29	410 208	55158 290	55568 498	144 890	1,33%	5
Sparebank 1 Gruppen AS	03.02.2014	4,33	01.02.2012	52000000	52000 000	4,35	0,09	99,99	375 267	51992 408	52367 675	-7 592	1,25%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	02.10.2013	4,95	02.01.2012	50000000	51587 250	3,81	0,01	102,05	611 875	51026 850	51638 725	-560 400	1,23%	5
Sparebanken Pluss	17.10.2014	4,29	17.01.2012	50000000	49970 000	4,46	0,05	99,87	446 875	49934 000	50380 875	-36 000	1,20%	5
Sparebank 1 Telemark	13.05.2013	3,65	13.02.2012	50000000	49838 300	3,75	0,12	99,97	238 264	49982 850	50221 114	144 550	1,20%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	11.08.2014	3,93	13.02.2012	50000000	49971 000	4,33	0,12	99,28	272 917	49640 000	49912 917	-331 000	1,19%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	02.06.2014	4,07	01.03.2012	50000000	49922 500	4,60	0,17	99,08	169 583	49541 200	49710 783	-381 300	1,19%	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	5,19	17.02.2012	44000000	45571 800	4,06	0,13	102,48	279 107	45092 080	45371 187	-479 720	1,08%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,60	30.01.2012	40000000	39615 000	4,16	0,08	99,14	256 000	39656 840	39912 840	41 840	0,95%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2012	3,65	02.01.2012	37000000	37089 840	3,29	0,01	100,33	333 874	37122 766	37456 640	32 926	0,90%	5
Gjensidige Bank ASA	09.08.2012	3,54	09.02.2012	35000000	35056 700	3,24	0,11	100,24	178 967	35084 035	35263 002	27 335	0,84%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	3,11	03.02.2012	35000000	34840 750	3,49	0,10	99,85	175 369	34947 115	35122 484	106 365	0,84%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	4,02	10.02.2012	35000000	35005 950	4,29	0,11	99,70	199 325	34896 120	35095 445	-109 830	0,84%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	3,86	19.03.2012	35000000	34732 250	4,31	0,21	99,16	45 033	34707 435	34752 468	-24 815	0,83%	5
Helgeland Sparebank	15.08.2013	3,96	15.02.2012	30000000	30031 500	3,85	0,12	100,36	151 800	30106 920	30258 720	75 420	0,72%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	04.12.2012	3,83	05.03.2012	30000000	30136 200	3,43	0,17	100,45	82 983	30133 590	30216 573	-2 610	0,72%	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	4,41	04.01.2012	30000000	29985 900	4,84	0,01	99,36	323 400	29806 590	30129 990	-179 310	0,72%	5
Gjensidige Bank ASA	26.03.2013	3,64	26.03.2012	30000000	30015 300	3,48	0,23	100,34	12 133	30101 160	30113 293	85 860	0,72%	5
Flekkefjord Sparebank	30.09.2013	3,62	30.03.2012	30000000	29891 400	3,96	0,24	99,65	3 017	29893 830	29896 847	2 430	0,71%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	24.08.2012	4,03	24.02.2012	29000000	29140 095	3,35	0,15	100,48	120 116	29139 809	29259 925	-286	0,70%	5
Fana Sparebank	25.04.2013	3,63	25.01.2012	25000000	25026 250	3,73	0,07	100,00	168 896	25000 700	25169 596	-25 550	0,60%	5
Sparebanken Møre	25.02.2014	4,02	27.02.2012	25000000	25000 000	4,32	0,16	99,60	100 500	24900 250	25000 750	-99 750	0,60%	5
Fana Sparebank	19.02.2014	3,81	20.02.2012	25000000	24986 250	4,37	0,14	99,22	105 833	24803 875	24909 708	-182 375	0,60%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	17.02.2014	3,69	17.02.2012	25000000	24885 000	4,24	0,13	99,16	112 750	24789 975	24902 725	-95 025	0,60%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	13.05.2013	4,72	13.02.2012	24000000	24492 000	3,72	0,12	101,41	147 893	24337 320	24485 213	-154 680	0,59%	5
Sparebank 1 SR-Bank	03.10.2013	4,95	03.01.2012	20000000	20588 000	3,81	0,01	102,05	244 750	20410 280	20655 030	-177 720	0,49%	5
BN Bank ASA	25.05.2012	4,82	27.02.2012	20000000	20250 140	3,20	0,16	100,67	96 400	20134 700	20231 100	-115 440	0,48%	5
Sparebank 1 Sørre Sunnmøre	28.01.2014	4,25	30.01.2012	20000000	19986 000	4,24	0,08	100,23	151 111	20046 240	20197 351	60 240	0,48%	5
Pareto Bank ASA	04.11.2014	5,07	13.02.2012	20000000	19970 000	5,18	0,10	100,16	160 550	20031 120	20191 670	61 120	0,48%	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	4,14	17.02.2012	20000000	19988 000	3,71	0,13	100,33	101 200	20066 700	20167 900	78 700	0,48%	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	4,16	19.03.2012	20000000	20022 000	4,04	0,21	100,26	27 733	20052 160	20079 893	30 160	0,48%	5
Pareto Bank ASA	02.09.2013	4,57	02.03.2012	20000000	20000 000	4,68	0,16	100,00	73 628	19999 360	20072 988	-640	0,48%	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,63	24.01.2012	18000000	18324 690	3,70	0,07	101,29	157 420	18232 704	18390 124	-91 986	0,44%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,65	07.03.2012	16000000	15892 160	3,74	0,18	100,04	38 933	16006 752	16045 685	114 592	0,38%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	15.08.2013	3,61	15.02.2012	16000000	15970 560	3,86	0,12	99,80	73 804	15967 984	16041 788	-2 576	0,38%	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	3,48	16.01.2012	15000000	14937 150	3,42	0,04	100,14	108 750	15021 090	15129 840	83 940	0,36%	5
Sparebanken Narvik	16.09.2013	4,33	16.03.2012	11000000	11046 200	4,00	0,20	100,49	19 846	11054 010	11073 856	7 810	0,26%	5
Haugesund Sparebank	02.12.2013	4,18	02.03.2012	11000000	10990 870	4,31	0,17	99,94	37 039	10993 103	11030 142	2 233	0,26%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2012	3,34	27.02.2012	10000000	9986 000	2,86	0,16	100,09	30 617	10008 870	10039 487	22 870	0,24%	5
Industriobligasjoner														
Schibsted Finans AS	16.12.2013	4,68	16.03.2012	50000000	50000 000	4,58	0,20	100,19	97 500	50096 750	50194 250	96 750	1,20%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	02.07.2012	4,53	02.01.2012	21000000	21215 000	3,51	0,01	100,53	475 650	21111 615	21587 265	-103 385	0,52%	6
Finanssertifikater														
Sparebanken Sogn og Fjordane	10.08.2012	3,29	10.02.2012	9500000	9475 200	3,19	0,11	100,11	44 278	9510 098	9554 376	34 898	0,23%	5
Kraftsertifikater														
Lyse Energi AS	28.03.2012	3,16	28.03.2012	80000000	79994 500	3,01	0,24	100,06	21 067	80045 280	80066 347	50 780	1,91%	6
BKKAS	05.10.2012	3,50	06.01.2012	28000000	28002 900	3,23	0,02	100,26	234 111	28071 652	2			

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Industrisertifikater														
Norgesgruppen ASA	14.12.2012	3,65		100000000	99975000	3,66	0,92	100,00	170000	99999400	100169400	24400	2,39 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	03.02.2012	3,19		50000000	49956300	2,89	0,09	100,02	1442055	50012400	51454455	56100	1,23 %	6
Entra Eiendom AS	10.04.2012	3,35		50000000	49968200	3,25	0,27	100,02	1211507	50010150	51221657	41950	1,22 %	6
Entra Eiendom AS	10.02.2012	3,26		50000000	49956500	2,89	0,11	100,04	1178959	50019850	51198809	63350	1,22 %	6
Norgesgruppen ASA	25.05.2012	3,44		50000000	49940500	3,34	0,39	100,03	1032000	50015500	51047500	75000	1,22 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	04.05.2012	3,37		30000000	29986890	3,40	0,33	100,00	157882	30000360	30158242	13470	0,72 %	6
Entra Eiendom AS	10.05.2012	3,41		25000000	24961650	3,32	0,35	100,03	476466	25006775	25483241	45125	0,61 %	6
Entra Eiendom AS	08.06.2012	3,66		25000000	25044500	3,35	0,43	100,13	358479	25032900	25391379	-11600	0,61 %	6
Schibsted Finans AS	31.05.2012	3,60		20000000	19998060	3,47	0,40	100,05	240658	20010660	20251318	12600	0,48 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	02.04.2012	3,40		19000000	18996903	3,30	0,25	100,04	51326	19006745	19058071	9842	0,46 %	6
Finanssertifikater														
Pareto Bank ASA	19.01.2012	3,50		15000000	15012440	2,85	0,05	100,03	497671	15004950	15502621	-7490	0,37 %	5
Kraftsertifikater														
BKK AS	05.01.2012	3,05		20000000	19973080	2,60	0,02	100,01	601644	20001340	20602984	28260	0,49 %	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁵⁾					3340673897				19787269	3335553168	3355340437	-5120728	80,20 %	
Nøkkeltall portefølje														
Effektiv rente	3,82 %													
Effektiv rente til kunder ¹⁾	3,57 %													
Durasjon ²⁾	0,14													

¹⁾ Effektiv rente 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⁾ Effektiv rente 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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.11 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 30.12.2011 104,1241

Kr 133.102.470,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,90	05.03.2012	67 500 000	67 758 625	3,14	0,17	100,36	190 125	67 740 637	67 930 762	-17 987	3,95 %	5
Sparebanken Narvik	03.10.2012	4,70	03.01.2012	53 000 000	53 834 400	3,29	0,01	101,11	615 831	53 590 314	54 206 145	-244 086	3,16 %	5
Sparebanken Pluss	17.10.2014	4,29	17.01.2012	50 000 000	49 975 000	4,46	0,05	99,87	446 875	49 934 000	50 380 875	-41 000	2,93 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2012	3,34	27.02.2012	40 000 000	39 999 560	2,86	0,16	100,09	122 467	40 035 480	40 157 947	35 920	2,34 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2012	3,65	02.01.2012	35 500 000	35 598 690	3,29	0,01	100,33	320 338	35 617 789	35 938 127	19 099	2,09 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	26.03.2013	4,50	26.03.2012	35 000 000	35 933 550	3,47	0,23	101,39	17 500	35 485 415	35 502 915	-448 135	2,07 %	5
Blaker Sparebank	29.06.2012	4,35	29.03.2012	35 000 000	35 379 420	3,12	0,24	100,65	8 458	35 227 850	35 236 308	-151 570	2,05 %	5
Sparebanken Møre	07.09.2012	3,30	07.03.2012	30 000 000	29 991 000	3,24	0,18	100,11	66 000	30 031 800	30 097 800	40 800	1,75 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,73	21.03.2012	30 000 000	30 201 530	2,96	0,22	100,20	31 083	30 059 310	30 090 393	-142 220	1,75 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	3,81	19.03.2012	30 000 000	30 097 000	4,06	0,21	99,69	38 100	29 905 950	29 944 050	-191 050	1,74 %	5
Sparebank 1 Telemark	13.05.2013	3,65	13.02.2012	25 000 000	25 002 500	3,75	0,12	99,97	119 132	24 991 425	25 110 557	-11 075	1,46 %	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	4,16	19.03.2012	25 000 000	25 000 000	4,04	0,21	100,26	34 667	25 065 200	25 099 867	65 200	1,46 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,65	07.03.2012	25 000 000	24 700 000	3,74	0,18	100,04	60 833	25 010 550	25 071 383	310 550	1,46 %	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	3,66	28.03.2012	25 000 000	24 962 500	4,20	0,23	99,18	7 625	24 794 275	24 801 900	-168 225	1,44 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	3,86	19.03.2012	21 000 000	20 839 600	4,31	0,21	99,16	27 020	20 824 461	20 851 481	-15 139	1,21 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	4,14	17.02.2012	20 000 000	19 988 000	3,71	0,13	100,33	101 200	20 066 700	20 167 900	78 700	1,17 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	01.03.2012	4,60	27.02.2012	20 000 000	20 213 775	2,84	0,16	100,33	84 333	20 065 540	20 149 873	-148 235	1,17 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	4,41	04.01.2012	20 000 000	19 990 600	4,84	0,01	99,36	215 600	19 871 060	20 086 660	-119 540	1,17 %	5
Sparebanken Narvik	23.03.2012	4,37	23.03.2012	20 000 000	20 257 900	3,03	0,22	100,32	19 422	20 064 160	20 083 582	-193 740	1,17 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	3,11	03.02.2012	20 000 000	19 718 000	3,49	0,10	99,85	100 211	19 969 780	20 069 991	251 780	1,17 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	3,94	20.02.2012	20 000 000	20 027 900	4,37	0,14	99,41	87 556	19 882 440	19 969 996	-145 460	1,16 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	11.08.2014	3,93	13.02.2012	20 000 000	19 952 000	4,33	0,12	99,28	109 167	19 856 600	19 965 167	-96 000	1,16 %	5
Totens Sparebank	15.08.2014	3,94	15.02.2012	20 000 000	19 752 000	4,57	0,12	98,86	100 689	19 772 880	19 873 569	20 880	1,16 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	26.03.2012	4,27	26.03.2012	18 000 000	18 216 540	3,02	0,23	100,32	8 540	18 058 302	18 066 842	-158 238	1,05 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,62	02.02.2012	18 000 000	17 882 100	4,02	0,10	99,65	106 790	17 936 622	18 043 412	54 522	1,05 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2012	4,17	30.03.2012	17 000 000	17 170 920	3,10	0,24	100,59	1 969	17 099 858	17 101 827	-71 062	1,00 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,83	21.03.2012	17 000 000	17 028 050	3,75	0,21	100,32	18 086	17 054 604	17 072 690	26 554	0,99 %	5
Sparebanken Hedmark	14.02.2012	3,25	14.02.2012	16 000 000	16 002 240	2,73	0,12	100,07	67 889	16 011 312	16 079 201	9 072	0,94 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,58	16.01.2012	15 000 000	14 968 500	3,29	0,04	100,29	111 875	15 043 170	15 155 045	74 670	0,88 %	5
Sparebank 1 Sør-Sunnmøre	28.01.2014	4,25	30.01.2012	15 000 000	14 989 500	4,24	0,08	100,23	113 333	15 034 680	15 148 013	45 180	0,88 %	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,63	24.01.2012	11 000 000	11 161 700	3,70	0,07	101,29	96 201	11 142 208	11 238 409	-19 492	0,65 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	12.03.2012	3,27	12.03.2012	10 500 000	10 501 512	2,90	0,19	100,09	18 121	10 509 345	10 527 466	7 833	0,61 %	5
Totens Sparebank	30.01.2014	3,31	30.01.2012	10 500 000	10 306 320	4,33	0,08	98,27	58 890	10 317 961	10 376 852	11 641	0,60 %	5
Totens Sparebank	24.08.2012	3,98	24.02.2012	10 000 000	10 047 300	3,42	0,15	100,41	40 906	10 040 930	10 081 836	-6 370	0,59 %	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,63	16.01.2012	10 000 000	10 035 350	2,61	0,05	100,05	75 625	10 005 060	10 080 685	-30 290	0,59 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,94	09.03.2012	10 000 000	10 008 000	3,62	0,18	100,50	24 078	10 049 820	10 073 898	41 820	0,59 %	5
Sparebank 1 Telemark	07.02.2012	3,24	07.02.2012	10 000 000	10 004 390	2,72	0,10	100,06	48 600	10 006 280	10 054 880	1 890	0,59 %	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	4,11	27.02.2012	7 000 000	6 968 140	4,57	0,15	99,16	28 770	6 941 389	6 970 159	-26 751	0,41 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	14.06.2012	3,62	14.03.2012	5 000 000	5 011 500	3,13	0,20	100,25	8 547	5 012 595	5 021 142	1 095	0,29 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	26.06.2012	4,40	26.03.2012	3 000 000	3 039 300	3,08	0,23	100,70	1 467	3 020 931	3 022 398	-18 369	0,18 %	5
Finanssertifikater														
Bank 1 Oslo Akershus AS	28.09.2012	3,16	28.03.2012	70 000 000	69 997 000	3,12	0,23	100,09	18 433	70 065 240	70 083 673	68 240	4,08 %	5
Pareto Bank ASA	20.04.2012	3,67	20.01.2012	10 000 000	9 998 000	3,51	0,06	100,08	73 400	10 007 560	10 080 960	9 560	0,59 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebank 1 SMN	01.03.2012	3,80		4 000 000	4 012 700	2,81	0,16	100,16	127 014	4 006 336	4 133 350	-6 364	0,24 %	5
Finanssertifikater														
BN Bank ASA	24.08.2012	3,50		105 000 000	105 002 065	3,26	0,63	100,14	1 298 836	105 151 620	106 450 456	149 555	6,20 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	13.04.2012	3,30		60 000 000	59 997 620	3,01	0,28	100,07	1 410 411	60 044 460	61 454 871	46 840	3,58 %	5
Sparebank 1 Boligkreditt AS	30.05.2012	3,39		60 000 000	60 003 000	3,11	0,40	100,13	172 751	60 076 440	60 249 191	73 440	3,51 %	5
BN Bank ASA	05.12.2012	3,50		50 000 000	50 000 000	3,42	0,90	100,07	124 658	50 036 450	50 161 108	36 450	2,92 %	5
Sparebank 1 Boligkreditt AS	29.06.2012	3,43		20 000 000	20 000 000	3,14	0,48	100,15	172 910	20 029 100	20 202 010	29 100	1,18 %	5
Sparebanken Møre	15.03.2012	4,00		15 000 000	15 104 160	2,89	0,20	100,22	478 356	15 032 880	15 511 236	-71 280	0,90 %	5
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁵⁾					1 286 629 457				7 630 687	1 285 598 170	1 293 228 857	-1 031 287	75,29 %	
Nøkkeltall portefølje														
Effektivrente	3,52 %													
Effektivrentetil kunder ¹⁾	3,37 %													
Durasjon ²⁾	0,18													

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 kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.11 henvises til balansen.

Aller rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2011 103,0476

Kr 55.172.953 er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Avkastning

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE															
Finansobligasjoner															
Sparebank 1 Nord-Norge	06.10.2014	4,06	NOK	06.01.2012	75 000 000	75 395 000	4,32	0,02	99,60	727 417	74 701 425	75 428 842	-693 575	6,53 %	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,65	NOK	12.03.2012	60 000 000	62 028 000	4,05	0,19	101,32	147 250	60 794 400	60 941 650	-1 233 600	5,28 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,94	NOK	09.03.2012	50 000 000	50 050 800	3,62	0,18	100,50	120 389	50 249 100	50 369 489	198 300	4,36 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2012	4,17	NOK	30.03.2012	50 000 000	50 441 000	3,10	0,24	100,59	5 792	50 293 700	50 299 492	-147 300	4,36 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	3,57	NOK	10.02.2012	40 000 000	39 740 000	3,66	0,11	100,01	202 300	40 004 880	40 207 180	264 880	3,48 %	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	4,09	NOK	06.02.2012	40 000 000	40 150 000	4,43	0,10	99,49	245 400	39 797 200	40 042 600	-352 800	3,47 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,58	NOK	16.01.2012	38 000 000	38 016 600	3,29	0,04	100,29	283 417	38 109 364	38 392 781	92 764	3,33 %	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,58	NOK	16.01.2012	30 000 000	29 760 000	3,52	0,04	100,15	223 750	30 043 980	30 267 730	283 980	2,62 %	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,73	NOK	03.02.2012	30 000 000	29 719 500	3,68	0,09	100,24	180 283	30 072 930	30 253 213	353 430	2,62 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	4,41	NOK	04.01.2012	30 000 000	29 985 900	4,84	0,01	99,36	323 400	29 806 590	30 129 990	-179 310	2,61 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	3,81	NOK	19.03.2012	30 000 000	30 008 250	4,06	0,21	99,69	38 100	29 905 950	29 944 050	-102 300	2,59 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,60	NOK	30.01.2012	30 000 000	29 643 000	4,16	0,08	99,14	192 000	29 742 630	29 934 630	99 630	2,59 %	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	4,11	NOK	27.02.2012	30 000 000	30 018 000	4,57	0,15	99,16	123 300	29 748 810	29 872 110	-269 190	2,59 %	5
BN Bank ASA	19.03.2014	3,73	NOK	21.03.2012	30 000 000	30 002 100	4,19	0,21	99,33	31 083	29 799 510	29 830 593	-202 590	2,58 %	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,75	NOK	27.02.2012	25 000 000	24 729 000	4,28	0,16	99,27	85 937	24 817 000	24 902 937	88 000	2,16 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	17.02.2014	3,69	NOK	17.02.2012	25 000 000	24 890 000	4,24	0,13	99,16	112 750	24 789 975	24 902 725	-100 025	2,16 %	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	3,66	NOK	28.03.2012	25 000 000	24 987 500	4,20	0,23	99,18	7 625	24 794 275	24 801 900	-193 225	2,15 %	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	5,19	NOK	17.02.2012	20 000 000	20 775 500	4,06	0,13	102,48	126 867	20 496 400	20 623 267	-279 100	1,79 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	3,48	NOK	16.01.2012	20 000 000	19 932 000	3,42	0,04	100,14	145 000	20 028 120	20 173 120	96 120	1,75 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	4,14	NOK	17.02.2012	20 000 000	19 988 000	3,71	0,13	100,33	101 200	20 066 700	20 167 900	78 700	1,75 %	5
Flekkefjord Sparebank	21.09.2012	3,51	NOK	21.03.2012	20 000 000	19 990 000	3,22	0,22	100,29	19 500	20 057 540	20 077 040	67 540	1,74 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,62	NOK	02.02.2012	20 000 000	19 985 000	4,02	0,10	99,65	118 656	19 929 580	20 048 236	-55 420	1,74 %	5
Finanssertifikater															
Sparebank 1 Nordvest	02.09.2013	4,35	NOK	02.03.2012	40 000 000	40 204 000	4,10	0,17	100,53	140 167	40 213 240	40 353 407	9 240	3,50 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	10.08.2012	3,29	NOK	10.02.2012	30 000 000	29 799 000	3,19	0,11	100,11	139 825	30 031 890	30 171 715	232 890	2,61 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE															
Utenlandske statsobligasjoner															
South African Government	31.03.2036	6,25	ZAR		100 000 000	54 546 051	9,06	9,90	54,81	1 164 336	54 807 221	55 971 557	261 170	4,85 %	3
Slovak Government	27.04.2020	4,00	EUR		7 500 000	56 250 738	5,38	6,62	708,45	1 575 674	53 133 708	54 709 382	-3 117 030	4,74 %	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	56 845 585	8,08	9,89	53,11	1 069 887	53 113 088	53 220 076	-37 32 496	4,61 %	3
Polish Government	25.10.2021	5,46	PLN		29 500 000	52 229 176	5,60	7,36	172,09	512 574	50 765 830	51 278 405	-1 463 346	4,44 %	2
Lithuanian Government	11.02.2020	7,37	USD		6 000 000	37 115 746	6,04	5,83	650,46	1 019 581	39 027 777	40 047 358	1 912 031	3,47 %	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ¹⁾						1 067 225 446				8 220 559	1 059 142 814	1 067 363 373	-8 082 632	92,46 %	
Nøkkeltall portefølje															
Effektiv rente	4,29 %														
Effektiv rente til kunder ¹⁾	3,79 %														
Durasjon ²⁾	1,87														

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 30.12.2011 131,963

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

Kr0,- er besluttet utdelt til andelseierne pr 31.12.2011.

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

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

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.11 henvises til balansen.

SKAGEN Tellus

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	PålydendeNOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt renteNOK	Urealisert gevinst/tapNOK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon														
European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)	17.06.2015	0,50	CNY	31 300 000	28 361 932	1,89	3,37	90,46	79 894	28 313 485	28 393 379	-48 447	5,32%	1
Utenlandske statsobligasjoner														
Finnish Government	15.09.2012	4,25	EUR	4 000 000	31 471 939	0,05	0,72	799,51	385 760	31 980 374	32 366 134	508 436	6,06%	2
Taiwanese Government	10.02.2012	0,21	TWD	150 000 000	28 375 728	0,67	0,11	19,73	55 853	29 597 712	29 653 565	1 221 984	5,55%	3
Canadian Government	01.03.2012	1,50	CAD	5 000 000	28 309 472	0,83	0,17	588,47	146 551	29 423 624	29 570 175	1 114 152	5,54%	3
Slovak Government	27.04.2020	4,00	EUR	4 000 000	31 075 175	5,38	6,62	709,41	841 503	28 376 547	29 218 051	-2 698 628	5,47%	2
South African Government	31.03.2036	6,25	ZAR	50 000 000	29 714 058	9,06	9,90	54,86	582 719	27 429 565	28 012 284	-2 284 493	5,24%	3
Polish Government	25.10.2021	5,46	PLN	15 000 000	26 434 254	5,60	7,36	172,25	260 924	25 837 536	26 098 460	-596 717	4,89%	2
Australian Government	15.04.2012	5,75	AUD	4 000 000	23 387 526	4,13	0,28	613,34	295 399	24 533 604	24 829 003	1 146 078	4,65%	3
Lithuanian Government	11.02.2020	7,37	USD	3 600 000	22 173 394	6,04	5,83	651,96	613 158	23 470 621	24 083 779	1 297 228	4,51%	2
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	6 000 000	21 787 898	8,81	7,65	365,81	937 721	21 948 696	22 886 417	160 798	4,28%	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40 000 000	21 226 265	8,08	9,89	53,24	42 895	21 294 880	21 337 775	68 615	3,99%	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	5 000 000 000	17 419 440	5,18	6,51	0,37	854 820	18 454 470	19 309 290	1 035 030	3,61%	3
US Government	31.08.2013	0,12	USD	3 000 000	17 875 905	0,23	1,67	597,10	7 436	17 913 059	17 920 495	37 154	3,35%	3
Turkish Government	15.01.2020	10,50	TRY	5 000 000	16 440 113	9,97	4,93	329,91	704 801	16 495 434	17 200 235	55 321	3,22%	3
Utenlandske statssertifikater														
UK Government	14.05.2012	0,00	GBP	4 000 000	35 961 510	0,38	0,37	927,85	20 756	37 093 048	37 113 804	1 131 538	6,95%	2
US Government	31.05.2012	0,75	USD	5 000 000	27 676 541	0,05	0,42	599,85	19 102	29 992 364	30 011 467	2 315 824	5,62%	3
Hong Kong Government	28.03.2012	0,00	HKD	35 000 000	25 798 412	0,21	0,24	76,98	2 155	26 942 453	26 944 608	1 144 041	5,04%	3
Swedish Government	18.01.2012	0,00	SEK	23 000 000	19 580 647	1,61	0,05	87,09	26 001	20 005 016	20 031 017	424 369	3,75%	2
Swedish Government	21.03.2012	0,00	SEK	18 000 000	15 312 524	1,95	0,22	86,90	29 394	15 613 327	15 642 721	300 803	2,93%	2
Norske statssertifikater														
Norwegian Government	21.03.2012	0,00	NOK	30 000 000	29 392 500	2,11	0,22	99,74	179 487	29 741 913	29 921 400	349 413	5,60%	2
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ³⁾					497 775 230				6 086 328	504 457 729	510 544 057	6 682 500	95,57%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektivrente	3,19%													
Effektivrente til kunder ¹⁾	2,39%													
Durasjon ²⁾	3,01													

¹⁾ Effektivrente justert for forvaltningsonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 30.12.2011 104,8583

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

Kr 0,- er besluttet utdelt til andelseierne.

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

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.
 Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner
 Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner
 Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.11 henvises til balansen.

SKAGEN Krona

Note 8. Verdipapirportefølje pr 31.12.2011 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-kursSEK	Markeds-verdi SEK	Sum påløptrente og urealisert gevinst/-tap SEK	Andel avfondet	Risiko-klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE												
Finansobligasjoner												
Länsförsäkringar Bank AB	28.06.2013	3,48	28.03.2012	24 000 000	23 877 600	3,94	0,23	99,52	23 885 616	14 986	5,91 %	5
SBAB AB	31.03.2014	3,57	30.03.2012	10 000 000	10 033 200	3,92	0,24	99,55	9 955 120	-77 087	2,46 %	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	17.09.2013	3,46	19.03.2012	8 000 000	8 000 000	3,93	0,21	99,43	7 954 712	-36 061	1,97 %	5
Länsförsäkringar Bank AB	27.01.2014	3,66	27.01.2012	5 000 000	5 001 350	4,04	0,07	99,48	4 973 755	5 447	1,24 %	5
Industriobligasjoner												
Husqvarna AB	04.06.2012	3,07	05.03.2012	19 000 000	18 968 690	3,23	0,17	99,97	18 993 616	67 026	4,71 %	6
Volvo Treasury AB	25.02.2013	3,51	27.02.2012	14 000 000	13 914 320	4,03	0,15	99,55	13 937 434	72 254	3,46 %	6
Volkswagen Financial Services NV	23.11.2012	3,08	23.02.2012	10 000 000	9 998 400	3,38	0,15	99,82	9 981 860	16 003	2,48 %	6
Statkraft AS	28.09.2012	3,22	28.03.2012	8 000 000	8 012 000	3,21	0,24	100,08	8 006 232	-3 619	1,98 %	6
Securitas AB	19.11.2012	3,13	21.02.2012	8 000 000	7 999 360	3,29	0,14	99,93	7 994 696	23 140	1,99 %	6
Ericsson LM	29.06.2012	2,88	29.03.2012	6 500 000	6 494 002	3,12	0,24	99,93	6 495 326	1 885	1,61 %	6
Vasakronan AB	25.06.2012	4,28	26.03.2012	5 000 000	5 068 900	3,21	0,23	100,57	5 028 375	-38 147	1,25 %	6
Sampo Oyj	16.09.2013	4,26	16.03.2012	5 000 000	5 000 000	4,23	0,20	100,27	5 013 375	40 000	1,25 %	6
Vasakronan AB	15.04.2013	3,21	16.01.2012	5 000 000	5 000 000	3,27	0,04	100,03	5 001 335	34 825	1,25 %	6
Industrisertifikater												
Fastighets AB Balder	12.03.2012	0		16 000 000	15 777 081	3,11	0,19	99,39	15 902 608	125 526	3,94 %	6
Castellum AB	12.03.2012	0		15 000 000	14 886 121	3,01	0,19	99,41	14 911 650	25 529	3,69 %	6
Fabege AB	10.04.2012	0		15 000 000	14 849 348	3,10	0,27	99,15	14 873 040	23 692	3,68 %	6
Skanska Financial Services AB	06.03.2012	0		14 000 000	13 895 330	2,93	0,18	99,47	13 926 206	30 876	3,45 %	6
Intrum Justitia AB	05.03.2012	0		13 000 000	12 884 139	2,98	0,18	99,47	12 931 438	47 299	3,20 %	6
Getinge AB	05.01.2012	0		12 000 000	11 921 663	2,74	0,02	99,96	11 994 684	73 021	2,97 %	6
Fortum Oyj	13.06.2012	0		12 000 000	11 826 381	2,93	0,44	98,70	11 844 000	17 619	2,93 %	6
Fastighets AB Balder	21.08.2012	0		11 000 000	10 744 691	3,30	0,62	97,94	10 773 367	28 676	2,67 %	6
Holmen AB	18.01.2012	0		10 000 000	9 932 063	2,64	0,05	99,86	9 986 500	54 437	2,47 %	6
Fabege AB	13.02.2012	0		10 000 000	9 917 911	2,87	0,12	99,65	9 965 230	47 319	2,47 %	6
Arla Foods a/s	29.03.2012	0		10 000 000	9 894 093	2,98	0,24	99,28	9 927 940	33 847	2,46 %	6
Assa Abloy Financial Services AB	30.01.2012	0		9 000 000	8 865 336	2,70	0,08	99,77	8 979 741	114 405	2,22 %	6
SCA Capital NV	20.02.2012	0		8 000 000	7 943 624	2,65	0,14	99,63	7 970 296	26 672	1,97 %	6
Peab Finans AB	22.03.2012	0		8 000 000	7 916 773	3,04	0,22	99,32	7 945 784	29 011	1,97 %	6
Arla Foods a/s	20.02.2012	0		7 000 000	6 908 602	2,83	0,14	99,60	6 972 329	63 727	1,73 %	6
Peab Finans AB	19.03.2012	0		7 000 000	6 903 898	3,03	0,21	99,35	6 954 423	50 525	1,72 %	6
Fastighets AB Balder	14.02.2012	0		5 000 000	4 966 698	2,93	0,12	99,64	4 981 885	15 187	1,23 %	6
Fabege AB	20.02.2012	0		5 000 000	4 960 059	2,91	0,14	99,59	4 979 670	19 610	1,23 %	6
Trelleborg Treasury AB	05.03.2012	0		5 000 000	4 950 492	2,92	0,18	99,48	4 974 075	23 583	1,23 %	6
Trelleborg Treasury AB	07.03.2012	0		5 000 000	4 959 497	2,93	0,18	99,46	4 973 215	13 718	1,23 %	6
Volkswagen Finans Sverige AB	26.03.2012	0		5 000 000	4 952 279	3,01	0,23	99,30	4 964 920	12 641	1,23 %	6
Securitas AB	18.04.2012	0		5 000 000	4 936 062	2,91	0,29	99,14	4 957 140	21 078	1,23 %	6
Fortum Oyj	16.05.2012	0		5 000 000	4 940 294	2,93	0,37	98,92	4 945 870	5 576	1,22 %	6
Trelleborg Treasury AB	19.01.2012	0		4 000 000	3 963 732	2,74	0,05	99,85	3 994 100	30 368	0,99 %	6
Intrum Justitia AB	19.03.2012	0		4 000 000	3 969 870	3,03	0,21	99,35	3 973 956	4 086	0,98 %	6
Skanska Financial Services AB	10.04.2012	0		4 000 000	3 968 187	3,05	0,27	99,17	3 966 696	-1 491	0,98 %	6
Finanssertifikater												
Ikano Bank SE	27.02.2012	0		22 000 000	21 715 192	2,79	0,16	99,56	21 902 650	187 458	5,42 %	5
Ikano Bank SE	19.03.2012	0		5 000 000	4 957 244	2,88	0,21	99,38	4 969 070	11 826	1,23 %	5
Ikano Bank SE	17.08.2012	0		5 000 000	4 849 751	3,14	0,61	98,07	4 903 410	53 659	1,21 %	5
Ikano Bank SE	03.08.2012	0		3 000 000	2 946 394	3,13	0,57	98,19	2 945 634	-760	0,73 %	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE												
Industriobligasjoner												
Sandvik AB	09.05.2012	4,55		13 000 000	13 093 900	3,06	0,35	100,51	13 066 118	351 764	3,33 %	6
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE ⁵⁾					396 564 527				397 579 097	1 661 136	96,70 %	
Nøkkeltall portefølje												
Effektiv rente	3,23 %											
Effektiv rente til kunder ¹⁾	3,03 %											
Durasjon ²⁾	0,21											

¹⁾ Effektiv rente 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⁾ Effektiv rente 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 kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.11 henvises til balansen.

Aller rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 30.12.2011 100,7418

Kr 9.498.901,- er besluttet utdelt til andelseiere

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.



Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for verdipapirfondene, som består av balanse per 31. desember 2011, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger. Resultatregnskapene viser følgende årsresultater for regnskapsåret avsluttet per 31. desember 2011:

SKAGEN Vekst	NOK	-1 972 527 077
SKAGEN Global	NOK	-2 466 613 579
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	-6 693 487 924
SKAGEN Avkastning	NOK	33 669 197
SKAGEN Høyrente	NOK	123 549 507
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	50 503 125
SKAGEN Tellus	NOK	-17 713 468
SKAGEN Krona	SEK	7 978 951

Styrets ansvar for årsregnskapet

Styret i forvaltningsselskapet er ansvarlig for å utarbeide årsregnskapet og for at det gir et rettviseende bilde i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge, og for slik intern kontroll som styret finner nødvendig for å muliggjøre utarbeidelsen av et årsregnskap som ikke inneholder vesentlig feilinformasjon, verken som følge av misligheter eller feil.

Revisors oppgaver og plikter

Vår oppgave er å gi uttrykk for en mening om dette årsregnskapet på bakgrunn av vår revisjon. Vi har gjennomført revisjonen i samsvar med lov, forskrift og god revisjonsskikk i Norge, herunder International Standards on Auditing. Revisjonsstandardene krever at vi etterlever etiske krav og planlegger og gjennomfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapet ikke inneholder vesentlig feilinformasjon.

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for fondets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av fondets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimatene utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

Etter vår oppfatning er innhentet revisjonsbevis tilstrekkelig og hensiktsmessig som grunnlag for vår konklusjon.

PricewaterhouseCoopers AS, Kanalsletta 8, Postboks 8017, NO-4068 Stavanger
T: 02316, www.pwc.no
Org.no.: 987 009 713 MVA, Medlem av Den norske Revisorforening

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapene avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2011, og av resultatene for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold

Konklusjon om årsberetningen

Basert på vår revisjon av årsregnskapene som beskrevet ovenfor, mener vi at opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til disponering av årsresultatene er konsistente med årsregnskapet og er i samsvar med lov og forskrifter.

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

Basert på vår revisjon av årsregnskapene som beskrevet ovenfor, og kontrollhandlinger vi har funnet nødvendig i henhold til internasjonal standard for attestasjonsoppdrag ISAE 3000 "Attestasjonsoppdrag som ikke er revisjon eller forenklet revisorkontroll av historisk finansiell informasjon", mener vi at ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av selskapets regnskapsopplysninger i samsvar med lov og god bokføringsskikk i Norge.

Stavanger, 26. januar 2012
PricewaterhouseCoopers AS


Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Lett på nett

Aldri har det vært så enkelt å få oversikten over fondsandelene dine og handle fond. Alt du trenger er tilgang til internett.



Det skal være enkelt å spare i fond, enten du vil vite hvor mye porteføljen din er verdt eller om du ønsker å handle andeler. Derfor har vi utviklet en rekke elektroniske tjenester for våre kunder.

Vi var for eksempel blant de første i bransjen som tok i bruk den elektroniske signaturen BankID. De aller fleste som har nettbank har BankID.

Slik kan du bruke BankID i SKAGEN:

- 1) Bli kunde. Gå til www.skagenfondene.no/bli-kunde og følg anvisningene på skjermen
- 2) Logg inn på Min side og få oversikten eller handle fond
- 3) Opprett spareavtale. Gå til www.skagenfondene.no/spareavtale og opprett spareavtale med noen klikk
- 4) Kjøp gavebrev. Gå til www.skagenfondene.no/gavebrev og følg anvisningene på skjermen

Din elektroniske døråpner

Med BankID får du tilgang til en rekke tjenester, ikke bare nettbanken din. Fordelen er at du slipper å huske mange brukernavn og passord til forskjellige nettsteder. Med BankID trenger du kun å huske ett, nemlig det samme du bruker i nettbanken din. Enkelt, stressfritt og helt trygt.

Rådgiver til alle

I SKAGEN skal alle kunder få like gode råd, uavhengig hvor stor beholdning de har. Nå tilbyr vi alle kunder rådgivning med en autorisert finansiell rådgiver, helt gratis. Våre rådgivere er interessert i hele økonomien til kunden - ikke bare fondssparingen som SKAGEN tilbyr. Hensikten med rådgivningen er at så mange som mulig skal få en riktigst mulig portefølje i forhold til deres risikoprofil og sparehorisont.

Ønsker du gratis rådgivning? Alt du behøver å gjøre er å sende en epost til kundeservice@skagenfondene.no, ringe oss på telefon 04001 eller gå til www.skagenfondene.no/bestill-radgivning.

Min side

Portalen Min side er SKAGEN-kundens eget område med detaljert informasjon om beholdningen. Min side gir deg en oppdatert og nøyaktig oversikt over fondssparingen din. Du finner skreddersydd informasjon og rapporter om din beholdning i SKAGEN Fondene. Det er også her du finner tilgang til nettjenesten Min konto hvor du kan handle fond. Bruk din BankID til å logge deg inn på Min side, eller fødselsnummer og passord.



Få oversikten

Min konto er SKAGENS svar på nettbanken. Nettjenesten er den raskeste og enkleste måten å handle fond på. Her kan du gjøre alle transaksjoner du ønsker, når du ønsker. Min konto kan sammenliknes med en ordinær nettbank. Her får du oversikt over din beholdning og du kan kjøpe, selge og bytte dine fondsandeler. I tillegg finner du årsoppgaver og realisasjonsoppgaver.

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: 04003
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: Kaland Marketing og Printing produksjon
Grafer: Meze Design
Trykk: Hjemmet Mortensen Trykkeri