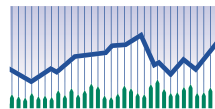


# Årsrapport 2003



SKAGEN FONDENE

## INNHOOLD

Klikk på pil for å komme direkte til siden du ønsker å lese.

Bruk piltaster opp/ned for å bla fram og tilbake.

- 2 ▶ [Innkalling til valgmøte](#)
- 3 ▶ [Hovedtrekk](#)
- 4 ▶ [Styrets beretning](#)
  - Handle fondsandeler på nettet - like lett som å bruke nettbank
- 9 ▶ [Eierstruktur](#)
- 10 ▶ [Porteføljeforvaltners beretning](#)
- 19 ▶ [Avkastnings- og risikomålinger](#)
- 20 ▶ [Fonds rangering](#)
- 21 ▶ [Årsregnskapet](#)
- 22 ▶ [Note 8. Portefølje SKAGEN Global](#)
- 24 ▶ [Note 8. Portefølje SKAGEN Vekst](#)
- 26 ▶ [Note 8. Portefølje SKAGEN Kon-Tiki](#)
- 28 ▶ [Note 8. Portefølje SKAGEN Høyrente](#)
- 30 ▶ [Note 8. Portefølje SKAGEN Avkastning](#)
- 32 ▶ [Note 8. Portefølje SKAGEN Høyrente Institusjon](#)
- 33 ▶ [Noter](#)
- 35 ▶ [Revisors beretning](#)
- 36 ▶ [Våre medarbeidere](#)
- 37 ▶ [Historieboken](#)
- 39 ▶ [Idégrunnlag](#)

## Et fantastisk år!

2003 ble et fantastisk år for våre aksjefond. Andelseierne kunne etter to tøffe år endelig slippe jubelen løs. Avkastningen for aksjefondene SKAGEN Vekst, SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki endte opp på henholdsvis 66, 63 og 103 prosent, noe som er langt bedre enn sine referanseindekser.

Alle aksjefondene kan nå vise til en årlig gjennomsnittlig avkastning siden oppstart som ligger på linje med vår ambisiøse målsetting på 20 prosent.

Se styrets beretning side 4 og porteføljeforvaltners beretning side 10. **Klikk her!**



## A-rating fra Standard & Poor's

Alle våre tre aksjefond har fått A-rating fra det anerkjente verdensomspennende analysebyrået Standard & Poor's.

Styrets beretning side 4. **Klikk her!**

## Handle fondsandeler på nettet

Stadig flere av våre andelseiere har funnet ut hvor enkelt det er å handle fondsandeler på SKAGEN Fondenes nettsider, [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no). Her kan du både kjøpe, selge, inngå spareavtaler – samt se verdiutviklingen til dine fondsandeler og andre verdipapirer du måtte ha registrert i VPS.

Se side 4. **Klikk her!**

**SKAGEN Fondene**  
**Stavanger Fondsforvaltning AS**  
 Telefon Kundeservice 810 59 099  
 Telefaks 51 86 37 00  
 E-post [kundeservice@skagenfondene.no](mailto:kundeservice@skagenfondene.no)  
[www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no)

**NB!** Medarbeiderne på våre kontorer utenfor Stavanger er ofte på kundebesøk. Det betyr at kontorene ikke alltid er betjent. Det kan være fornuftig å avtale møte på forhånd.

**Stavanger** Skagen 3, Torgterrassen (5. etasje), postboks 160, 4001 Stavanger

**Bergen** Foreningsgaten 3, 5015 Bergen

**Oslo** Parkveien 12, 0350 Oslo

**Ålesund** Myrabakken Næringscenter, 6010 Ålesund

**Trondheim** Kongensgate 8, Merkursenteret, 7011 Trondheim

1. Stavanær Fondsförvaltning AS

1. Stavanær Fondsförvaltning AS

1.1 Juridisk form

1.1 Juridisk form

Stavanær Fondsförvaltning AS er registrert som aksjeselskap i Foretaksregisteret...

Stavanær Fondsförvaltning AS er registrert som aksjeselskap i Foretaksregisteret...

1.2 Eierforhold

1.2 Eierforhold

Stavanær er eier av SKAGEN Høyrente AS og SKAGEN Global AS...

Stavanær er eier av SKAGEN Høyrente AS og SKAGEN Global AS...

1.3 Styret

1.3 Styret

Styret består av følgende medlemmer: Marit Gundersen, Tor Englund, Vibeke Kjøll, Torbjørn Ståre...

Styret består av følgende medlemmer: Marit Gundersen, Tor Englund, Vibeke Kjøll, Torbjørn Ståre...

1.4 Selskapsretts sakfører

1.4 Selskapsretts sakfører

Styret har utnevnt selskapsretts sakfører i henhold til lov om selskapsretts sakfører...

Styret har utnevnt selskapsretts sakfører i henhold til lov om selskapsretts sakfører...

1.5 Ansvarer og obligasjon

1.5 Ansvarer og obligasjon

Styret har utnevnt ansvarer og obligasjon i henhold til lov om ansvar og obligasjon...

Styret har utnevnt ansvarer og obligasjon i henhold til lov om ansvar og obligasjon...

2. Vedtakene for Valg

2. Vedtakene for Valg

Valgkomitéen består av følgende medlemmer: Christian Vennerød, Espen Hana...

Valgkomitéen består av følgende medlemmer: Christian Vennerød, Espen Hana...

3. Forvaltningsberetning

3. Forvaltningsberetning

Forvaltningsberetningen er tilgjengelig på www.skagenfondene.no...

Forvaltningsberetningen er tilgjengelig på www.skagenfondene.no...

4. Andre saker

4. Andre saker

Styret har behandlet følgende saker: Sak 1, Sak 2, Sak 3...

Styret har behandlet følgende saker: Sak 1, Sak 2, Sak 3...

5. Stavanær Fondsk

5. Stavanær Fondsk

Stavanær Fondsk er et selskap som har utnevnt styret i SKAGEN Høyrente AS...

Stavanær Fondsk er et selskap som har utnevnt styret i SKAGEN Høyrente AS...

6. Valg

6. Valg

Valgkomitéen består av følgende medlemmer: Christian Vennerød, Espen Hana...

Valgkomitéen består av følgende medlemmer: Christian Vennerød, Espen Hana...

7. En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som han melder skriftlig til styret...

7. En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som han melder skriftlig til styret...

En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som han melder skriftlig til styret...

En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som han melder skriftlig til styret...

8. Paneldebatt ledet av Christian Vennerød

8. Paneldebatt ledet av Christian Vennerød

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over gjentar vi suksessen fra i fjor med paneldebatt...

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over gjentar vi suksessen fra i fjor med paneldebatt...

9. Nærmere informasjon og påmelding er tilgjengelig på www.skagenfondene.no...

9. Nærmere informasjon og påmelding er tilgjengelig på www.skagenfondene.no...

Nærmere informasjon og påmelding er tilgjengelig på www.skagenfondene.no...

Nærmere informasjon og påmelding er tilgjengelig på www.skagenfondene.no...

10. Sett av kvelden. Bli med oss å feire at SKAGEN Fondene i 10 år har forvaltet penger i andelseiernes tjeneste.

10. Sett av kvelden. Bli med oss å feire at SKAGEN Fondene i 10 år har forvaltet penger i andelseiernes tjeneste.

Sett av kvelden. Bli med oss å feire at SKAGEN Fondene i 10 år har forvaltet penger i andelseiernes tjeneste.

Sett av kvelden. Bli med oss å feire at SKAGEN Fondene i 10 år har forvaltet penger i andelseiernes tjeneste.

Med vennlig hilsen

Med vennlig hilsen

styret i Stavanær Fondsförvaltning AS

styret i Stavanær Fondsförvaltning AS

*Martin Gjelsvik*

*Martin Gjelsvik*

Martin Gjelsvik  
Styreformann

Martin Gjelsvik  
Styreformann

Stavanær Skagen 3, Torgterrassen,  
Oslo Parkveien 12, 0350 Oslo.

Stavanær Skagen 3, Torgterrassen,  
Oslo Parkveien 12, 0350 Oslo.

Bergen Foreningsgaten 3, 5015 Bergen.

Bergen Foreningsgaten 3, 5015 Bergen.

Trondheim Kongensgate 8, 7011 Trondheim.

Trondheim Kongensgate 8, 7011 Trondheim.

Ålesund Myrabakken Næringsssenter, 6010 Ålesund.

Ålesund Myrabakken Næringsssenter, 6010 Ålesund.

Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no

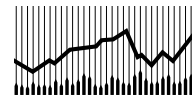
Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no

Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no

Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no

Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no

Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no



SKAGEN FONDENE

Stavanær, 31. januar 2004

# Innkalling til valgmøte i verdipapirfondene SKAGEN Vekst, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Global, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Høyrente Institusjon

Vi ønsker våre andelseiere velkommen til valgmøte onsdag 25. februar i Stavanær Konserthus kl. 18.00 - 21.00. Møtet blir innholdsrikt og vil i tillegg til den formelle delen kunne by på paneldebatt med Christian Vennerød samt underholdning med Espen Hana og Britt Synnøve Johansen.

Valgmøtet vil også bli direkte overført på vår hjemmeside på internett, slik at flest mulig av våre kunder kan følge med.

## Til behandling foreligger:

1. Valg av møteleder og to andelseiere til å undertegne protokollen.
2. Styrets årsberetning for SKAGEN Vekst, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Global, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Høyrente Institusjon.
3. Revisors beretning.
4. Valg til valgkomitéen (Styret har innstilt at Harald Sig Pedersen skal erstatte Kurt Stangenes).
5. Valg av 1 styremedlem til styret i Stavanær Fondsförvaltning AS (Valgkomitéen innstiller at Sigve Erland gjenvelges som andelseiervalgt styremedlem).
6. Valg av 1 varamedlem til styret i Stavanær Fondsförvaltning AS (Valgkomitéen innstiller at Wenche Skorge gjenvelges som andelseiervalgt varamedlem).
7. Innmeldte spørsmål fra andelseierne.

På valgmøtet gir hver andel én stemme. Andelseier kan stemme ved fullmektig. Ingen møtedeltaker kan avgi stemme for mer enn 1/3 av samtlige stemmer representert på møtet. Valg skjer ved simpelt flertall av stemmer representert på møtet. Godkjent fullmaktskjema er tilgjengelig på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no) eller ved å ta kontakt med Kundeservice.

En andelseier har rett til å få drøftet spørsmål som han melder skriftlig til styret i forvaltningselskapet innen én uke før valgmøtet holdes. Med unntak av valgene kan valgmøtet ikke treffe vedtak som binder fondene eller forvaltningselskapet.

## Paneldebatt ledet av Christian Vennerød

Etter at den formelle delen av valgmøtet er over gjentar vi suksessen fra i fjor med paneldebatt, som gründer og tidligere medeier i Dine Penger, Christian Vennerød leder. I panelet sitter våre porteføljeforvaltere og adm. direktør Harald Espedal.

Nærmere informasjon og påmelding er tilgjengelig på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no) eller ved å ta kontakt med Kundeservice på 810 59 099. Påmeldingsfrist 23.februar. Det vil bli servert fingermat og god drikke.

Sett av kvelden. Bli med oss å feire at SKAGEN Fondene i 10 år har forvaltet penger i andelseiernes tjeneste.

Med vennlig hilsen  
styret i Stavanær Fondsförvaltning AS

*Martin Gjelsvik*  
Martin Gjelsvik  
Styreformann

Stavanær Skagen 3, Torgterrassen,  
Oslo Parkveien 12, 0350 Oslo.  
Bergen Foreningsgaten 3, 5015 Bergen.  
Trondheim Kongensgate 8, 7011 Trondheim.  
Ålesund Myrabakken Næringsssenter, 6010 Ålesund.

Stavanær Fondsförvaltning AS  
Postboks 160, 4001 Stavanger  
Telefon 810 59 099. Telefaks 51 86 37 00.  
Organisasjonsnummer: 867 462 732  
kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no

# Kjære andelseier

## Hovedtrekk

**2003 var ett av våre aller beste år i SKAGEN Fondenes 10 årige historie. Året var preget av førsteklasses porteføljerresultater og stor fremgang for SKAGEN Fondene som organisasjon på alle sentrale områder. 2003 var et år både vi og kundene våre har god grunn til å glede seg over. Sentrale hendelser i året som gikk er følgende:**

- Aksjefondene oppnådde en fenomenal absolutt avkastning. SKAGEN Vekst steg 66 prosent, SKAGEN Global 63 prosent, mens SKAGEN Kon-Tiki var opp fantastiske 103 prosent. SKAGEN Vekst har i tiårsperioden siden oppstart 1. desember 1993 oppnådd en årlig gjennomsnittlig avkastning på 18 prosent. For SKAGEN Global er den tilsvarende årlige avkastningen siden oppstart i august 1997 på 21,5 prosent, mens SKAGEN Kon-Tiki har gitt sine andelseiere 22 prosent årlig gjennomsnittlig avkastning i de snau to årene fondet har eksistert.
- Alle aksjefondene slo sine respektive referanseindekser med solid margin i 2003. SKAGEN Vekst var 18 prosentpoeng bedre enn Oslo Børs Hovedindeks, mens SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki oppnådde en avkastning som var henholdsvis 35 og 75 prosentpoeng bedre enn verdensindeksen. SKAGEN Kon-Tiki slo også vekstmarkedsindeksen med 53 prosentpoeng. I fondenes levetid har SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki oppnådd en årlig gjennomsnittlig avkastning som har vært henholdsvis 22 og 24 prosentpoeng bedre enn verdensindeksen i perioden. SKAGEN Vekst har over en tiårsperiode slått Oslo Børs med 11 prosentpoeng årlig.
- Rentefondene klarte en bedre avkastning enn høyrentekonto i bank (gjennomsnittsrenten for høyrente i landets ni største banker) samt renten i pengemarkedet. SKAGEN Avkastning "tapte" i fjor noe avkastning som følge av for kort løpetid (lav renterisiko) på sine sertifikater og obligasjoner i forhold til fjorårets sterke rentefall.
- Som forvaltningsorganisasjon har vi vist evne til å beskytte andelseiernes aksjepenger bedre enn markedet i nedgangstider å gi langt bedre avkastning i oppgangstider. Dette gjør at våre andelseiere har langt bedre avkastning enn andelseierne i indeksnære fond.
- Til tross for at vi før oppgangen i 2003 opplevde tre år med nedtur for verdens aksjebørser, kunne 98 prosent av våre andelseiere ved årsskiftet glede seg over å ha positiv avkastning på pengene sine. SKAGEN Vekst og SKAGEN Kon-Tiki gikk ut av 2003 med fondsverdier i "all time high", mens SKAGEN Global var like under sin høyeste notering noensinne.
- Kommunikasjon med våre andelseiere er en sentral del av vår forretningsidé. Dette området ble ytterligere forsterket i 2003, spesielt gjennom økt satsing på våre nettsider, [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no). Her skal andelseiere og potensielle andelseiere finne all nødvendig informasjon om oss og våre fond. I tillegg til å kunne kjøpe, selge og inngå spareavtaler i våre fond. Vi hadde i 2003 gjennomsnittlig 68.000 pålogginger på våre hjemmesider i måneden – en oppgang på hele 49 prosent fra året før. Stadig flere bruker også vår "nettbank" for å se hva sine fondsandeler er verdt, samt foreta transaksjoner. 33 prosent av alle transaksjoner i våre fond skjer nå elektronisk.



**Harald Espedal** adm. direktør

- Gledelig mange av våre kunder tar kontakt med oss for å få personlig rådgivning om plassering i fond. For å kunne betjene alle på en god måte økes bemanningen i kundeservice fra syv til ti årsverk, mens antall ansatte på kontoret i Oslo økes fra fire til seks.
- Netto nyttegning var i 2003 på 3.344 mill fordelt på 3.008 mill i aksjefond og 335 mill i rentefond. På to år er markedsandelen vår i aksjefond mer enn doblet fra 7,1 prosent til 15,8 prosent, mens den på rentefond er økt fra 1,1 prosent til 1,4 prosent.
- Som første norske forvalter ble vi ratet av verdens kanskje mest anerkjente ratingbyrå Standard & Poor's. En forutsetning for å bli ratet av S&P er at fondets historiske resultater befinner seg blant de 20 prosent beste i sin klasse. Alle våre aksjefond fikk ratingen A. Vi har med dette kommet i et meget godt selskap sammen med de ca. 1000 fondene av totalt 20.000 fond i Europa som kan skilte med tilsvarende rating.

SKAGEN Fondene rundet i 2003 ti år. Tankesettet som lå til grunn for etableringen av SKAGEN Fondene for ti år siden er minst like aktuelt i dag. Vi skal alltid ha kundens beste for øye i vår rådgivning. Vårt viktigste suksesskriterium er at fondene hele tiden skal ha som mål å oppnå best mulig avkastning til lavest mulig risiko.

Vår honorarmodell med lave faste honorarer og prestasjonsbaserte honorarsatser når vi gjør det bedre enn en gitt referanse gjør at vi sitter i samme båt som kunden. Vår uavhengighet gir oss en forretningsmodell hvor vi som forvaltningsselskap kan tenke langsiktig rundt vår satsing. Vi slipper å tenke på neste kvartalsregnskap. Vårt utelukkende fokus på fondsforvaltning gjør at alle krefter i organisasjonen er innrettet på å betjene andelseierne på beste vis.

Vi takker for følget i 2003, og håper du vil være med oss på reisen også dette året. Vi lover å gjøre vårt for å vise oss tilliten verdig.

# Handle fondsandeler på nettet – like lett som å bruke nettbank

## Sjekk verdien og følg utviklingen på dine verdipapirer!

Ønsker du en fullstendig oversikt over alle dine verdipapirer som er registrert hos Verdipapirsentralen (VPS)? Kunne du tenkt deg å følge verdiutviklingen fra dag til dag? Vil du kjøpe, selge og bytte fondsandeler på nettet eller muligens å opprette en spareavtale? Eller ønsker du en analyse av dine fondsandeler der du kan se hvor du er investert? Dette er tilgjengelig på "Min konto" på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no).

## Glemt passordet?

Hvis du ikke husker passordet ditt, er det enkelt å bestille nytt. Dette kan gjøres på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no) – "Min konto" - ved å benytte funksjonen "Bestill passord".

Du må oppgi din bruker-id (fødselsnummer – 11 siffer) og ditt VPS-kontonummer som er knyttet til dine andeler i SKAGEN Fondene. Passordet kommer i posten i løpet av noen få dager. Du kan også ta kontakt med Kundeservice på telefon 810 59 099 for videre hjelp.

## Unngå masse papirer i posten – få elektronisk endringsmelding

Når du foretar en handel i SKAGEN Fondene mottar du en endringsmelding fra VPS. Denne kommer enten som et brev i posten, eller rett til din postkasse på "Min Konto" - i form av en elektronisk endringsmelding. De elektroniske endringsmeldingene blir lagret i et arkiv slik at du til enhver tid har oversikt over hvilke transaksjoner du har foretatt. Mye enklere enn å holde styr på en haug med papirer.

## Hvordan registrerer du deg for denne tjenesten?

Første gang du logger deg på "Min konto" må du ta stilling til om du ønsker å få tilsendt endringsmeldingene elektronisk. Følg retningslinjene som blir gitt.

Er du aktive bruker av investortjenesten går du inn på området "Meldinger". Her kan du selv endre til elektronisk versjon.

Spørsmål? Ta kontakt med Kundeservice på telefon 810 59 099.

# Et særdeles godt jubileumsår

## Styrets beretning

**Etter en tøff start, endte børsåret 2003 opp som et av historiens beste aksjeår. Våre tre aksjefond oppnådde alle en meget god avkastning, langt bedre enn respektive referanseindekser. Både SKAGEN Vekst og SKAGEN Kon-Tiki ble notert i nye historiske toppkurser, mens SKAGEN Global sluttet rett under sin toppnotering. Rentemarkedet var preget av til dels kraftige rentefall. Våre rentefond oppnådde en god avkastning, fondenes lave renterisiko tatt i betraktning. Vår andel av aksjefondmarkedet økte betydelig, noe som førte SKAGEN Fondene opp som landets nest største aksjefondsforvalter.**

Den 1. desember 2003 kunne SKAGEN Fondene feire sitt første tiår som fondsforvalter. Da var det 10 år siden aksjefondet SKAGEN Vekst ble etablert. Jubileumsåret ble et meget godt år for finansmarkedene verden over, og et særdeles godt år for våre fond. Etter tre dårlige år for aksjemarkedene, markerte 2003 et markert skifte. Koordinert global kon-junkturoppgang, fallende renter og risikopremier ga sterk børsoppgang. Våre fond var meget godt posisjonert for dette.

Fjoråret ble derfor et av våre aller beste år for våre aksjefond, målt ut i fra både absolutt verdistigning og oppnådd meravkastning i forhold til deres referanseindekser.

Konjunkturoppgangen, som vi så allerede i 2002, i form av økte fraktrater og råvarepriser, manifesterte seg i en bred global vekst hvor et historisk høyt antall land venter sterkere økonomisk vekst i 2004. Næringslivets investeringer har begynt å stige i vestlige land, og det private forbruket har vært stabilt økende.

Asia, og spesielt Kina, befestet seg ytterligere som vekstmotoren i verdensøkonomien, noe som har gitt et godt bidrag til eksportvekst



Bak fra venstre:  
Ulrik Scheen, Tor Dagfinn Veen, Sigve Erland, Atle Strømme  
Foran fra venstre:

Wenche Skorge, Martin Gjelsvik, Anne Sophie K. Stensrud, Jan Erik Tveteraas

for vestlige land og Japan. Samtidig bidrar billig import fra Asia til lavere inflasjon i Vesten, og dermed lave renter.

## Fallende renter og risikopremier

Konjunkturoppgangen har gitt økende risikovilje og fallende risikopremier. Dette er en meget god vitamininnsprøytning for positiv kursutvikling i både aksje- og obligasjonsmarkedet. Effekten har vært spesielt stor i verdens vekstmarkeder. Samtidig har markedene, i overdreven grad mener vi, blitt styrket i sin tro på at økt inflasjon fortsatt ligger langt borte i den fjerne fremtid. Dette har gitt ytterligere fall i det korte pengemarkedet, og signalrenter fra vestlige sentralbanker, inkludert den norske, på historisk lave nivåer.

Det lave rentenivået har sammen med lavere risikopremier ført til at investorenes avkastningskrav er blitt betydelig redusert.

## Var rigget for konjunkturoppgang

Dette forløpet er i stor grad som vi forventet. Vi posisjonerte oss derfor i konjunktursensitive selskaper, på bekostning av konjunkturstable sektorer som farmasi og defensive konsumvarer. Vår eksponering i nye markeder har fått spesielt god effekt av konjunkturoppgangen og de fallende risikopremiene.

Et optimistisk syn på konjunktorene medførte en kortere løpetid på sertifikatene og obligasjonene i rentefondene våre enn hva som i ettertid viste seg å være optimalt for året.

Børsoppgangen i 2003 har vært omfattende, i den forstand at det brede antallet selskaper har fått et til dels betydelig kursløft. De indekstunge børslokomotivene har ikke steget i samme grad, da livselskaper og pensjonskasser ikke har kunnet øke sin aksjeeksponering i særlig grad. Dette har vært til glede for oss, samtidig som det er oppmuntrende med tanke på fremtidig utvikling i aksjemarkedene.

Oppturen for verdens børser i 2003 har vært bygget på en fornuftig oppvurdering av resultatforventningene til selskapene. I motsetning til forrige børsoppgang, som kulminerte våren 2000, hvor mye av oppgangen var likviditetsdrevet. Og da med et sterkt fokus mot de større børsnoterte "indeksselskaper".

## "Tjente" på relativt god avkastning i dårlige tider

I styreberetningen for 2002 beklaget vi den negative verdiutviklingen i fondene. Vi minnet imidlertid våre andelseiere på at den relative meravkastningen vi oppnådde i de svake børsårene siden våren 2000 hurtigere ville oppnå positiv avkastning sammenlignet med de som hadde en indekxnær avkastning på investeringene sine.

Denne spådommen har gått i oppfyllelse. Ved utgangen av 2003 ble både SKAGEN Vekst og SKAGEN Kon-Tiki notert i "all time high". SKAGEN Global lå like under tid-ligere toppnotering. 98,3 prosent av kundene våre hadde positiv avkastning på sine investeringer.

Vi har nå også meget gode langsiktige avkastningstall for aksjefondene. SKAGEN Vekst har i sin tiårige historie gitt en gjennomsnittlig årlig avkastning på 18,2 prosent, mot Oslo Børs Hovedindeks 6,9 prosent. SKAGEN Global har siden starten i august 1997 gitt en tilsvarende årlig avkastning på 21,5 prosent, mot verdensindeks minus 0,6 prosent. Siden starten i april 2002 har SKAGEN Kon-Tiki gitt 22,5 prosent årlig avkastning, mot verdensindeks minus 2,3 prosent i samme periode.

## SKAGEN Høyrente banket banken – svakt for SKAGEN Avkastning

SKAGEN Høyrente kan også i år vise til en klart bedre avkastning enn høyrentekonto i bank. Både SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon (startet opp i mars) har gjort det bedre enn pengemarkedsrenten representert ved 3 måneders NIBOR.

SKAGEN Avkastning har klart sin målsetting om å være bedre enn SKAGEN Høyrente over de fleste seks måneders perioder. SKAGEN Avkastning kunne imidlertid ha oppnådd en høyere avkastning i fjor, gjennom å ha vært posisjonert i obligasjoner med lenger løpetid og med det fått med seg større kursgevinster som følge av rentefallet. Vi mente imidlertid at dette ikke var tilrådelig fordi langrentene etter vår mening var for lave i forhold til den brede globale konjunkturoppgangen som forsterket seg gjennom fjoråret. Markedet undervurderte etter vår mening inflasjonsrisikoen.

## Tilpasning av rentemandatene

Vi har tilpasset produktspekteret og forvaltningen av rentefondene til andelseiernes behov ved at SKAGEN Høyrente skal gi bedre avkastning enn bankrentene både for bedrifter og privatpersoner. SKAGEN Høyrente Institusjon er et fond som investerer i sertifikater og obligasjoner med kort løpetid. Mandatsmessig er fondet begrenset til kun å investere i stat, kommune og bank/finans. Avkastningen i fondet skal være bedre enn referanseindeks, og minst på linje med den korte pengemarkedsrenten.

SKAGEN Avkastning er i likhet med SKAGEN Høyrente Institusjon mandatmessig begrenset til kun å investere i stat, kommune og bank/finans. Dette fondet kan velge å sitte i korte og lange renter basert på forventningen om hva som kommer til å gi best risikojustert avkastning. Fondet skal på seks måneders sikt gi bedre avkastning enn SKAGEN Høyrente.

SKAGEN Avkastning passer best for rentepenger med en mellomlang og lang tidshorison, mens SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon passer for korte renteplasseringer. Valget mellom de to sistnevnte fondene avhenger av størrelsen på tegningen, og hvorvidt man vektlegger den mandatmessige begrensningen i sistnevnte fond.

## A-rating fra Standard & Poor's

Vi har mottatt gjennomgående topprateringer fra uavhengige aktører på aksjefondene også i 2003. Spesielt gledelig var det at det verdensomspennende analysebyrået Standard & Poor's tildelte alle de tre aksjefondene våre A-rating basert på en omfattende kvalitativ (70 %) og kvantitativ (30 % - basert på historiske talldata) av hvert fond. Kun i overkant av 1000 fond av 20.000 europeiske fond har fått rating fra Standard & Poor's.

Ekstra gledelig var det at SKAGEN Global kom ut som det beste aksjefondet i hele Standard & Poor's database over globale aksjefond, basert på avkastningstall for siste femårsperiode.

## Kraftig økning i aksjefond

Parallelt med våre sterke investeringsresultater har tegningene strømmet inn til oss. Samlet netto tegning i våre fond var på 3.344 millioner kroner. Av dette var aksjefondstegningen på 3.008 millioner kroner, tilsvarende 70,4 prosent av netto nyttegning i hele aksjefondsmarkedet i Norge.

Vår nettotegning i aksjefond representerer en tredobling fra nivået i 2002, som også var høyt i historisk sammenheng. Samlet har vår andel av aksjefondsmarkedet mer enn doblet seg de to siste årene, fra 7,1 prosent til 15,8 prosent. Fremgangen kommer fra alle markedssegmenter. I institusjonsmarkedet for aksjefond har vi i løpet av to år mer enn doblet vår markedsandel. Fra å være åttende største aktør er vi nå Norges nest største aksjefondsforvalter etter DnB Nor. Blant fond i Unit Link-ordninger har vi de siste to årene økt samlet markedsandel på fond fra to prosent til over ni prosent.

Rentefondene hadde en netto tegning på 335 millioner kroner. Dette er omtrent på nivå med 2002. Mange av våre kunder bruker aksjefond og rentefond i kombinasjon til aktivaallokering. Flere flyttet i 2003 midler fra rente- til aksjefond. SKAGEN Høyrente hadde ved utgangen av året 3.741 andelseiere, en økning på 50 prosent. Antall andelseiere i SKAGEN Avkastning doblet seg nesten til 937. Dette ser vi som et tegn på at stadig flere kunder ser at vi kan gi bedre rente enn bankene. Markedsandelen på rentefond økte fra 1,1 prosent til 1,4 prosent.

Forvaltningskapitalen mer enn doblet seg i 2003, opp fra 5,3 til 12,1 milliarder kroner. Antall unike kunder økte fra 51 932 til 53 847.

## SKAGEN Fondenes organisering

Forretningsfører for de enkelte SKAGEN Fondene er Stavanger Fondsforvaltning AS med Handelsbanken som depotmottaker og Verdipapirsentralen som fører av andelseierregisteret. Risikoen i verdipapirfondene oppstår som følge av markedsbevegelser, utvikling i valuta, renter, konjunkturer og bedriftsspesifikke forhold. Lovgivningen stiller spesifikke krav til spredning av porteføljene på antall verdipapirer og andel unoterte verdipapirer. Disse kravene har vært oppfylt i årets løp.

Forvaltningsselskapet har i sin investeringsstrategi krav til bransjebalanse og likviditet i de underliggende verdipapirene. Disse krav er også oppfylt i årets løp. Fordelingen av aksjeporteføljenes investeringer fremkommer som et resultat av vår investeringsstrategi. Denne setter krav til selskapenes verdsetting, produkt/markedsmatrise, gjeldsgrad og verdipapirets likviditet.

Aksjefondene har brede geografiske mandater. Ved investering utenfor OECD-området er hovedtyngden av investeringene fortsatt i form av depotbeviser, for med det å redusere oppgjøringsrisiko og forenkle oppgjør. I takt med en langsiktig tendens i retning av sterkere lokale verdipapirmarkeder arbeider forvaltningsselskapet aktivt med å øke andelen av lokalt noterte aksjer. For derigjennom å øke likviditeten og bedre lokal informasjonstilgang. Som et ledende globalt investeringshus i Norge har vi et selvstendig ansvar for kontinuerlig å øke kompetansen internt og bedre tilgangen til samtlige informasjonskilder med innflytelse på våre plasseringer.

For rentefondene var tegnings situasjonen relativt stabil gjennom året. For aksjefondene var det netto innløsning i første kvartal med 200 millioner kroner, mens det de tre siste kvartalene av året var over tre milliarder kroner i netto tegning. Den store tegningen i aksjefondene gjør at vi hele tiden må utvise stor aktsomhet i kursfastsettelsen av porteføljene, for å hindre ut- eller innvanning av eksisterende andelseiere.

Våre selskapsvalg har også i år vært den sentrale bidragsyteren til meravkastningen vår. Vi har på global basis fokusert på å finne selskaper med god operativ drift, sunne balanser og rasjonelle beslutningsprosesser. Kurssvingningene, målt som standardavviket, for våre aksjefond har vært svakt synkende. For verdensmarkedet har også kurssvingningene falt, mens de har vært uendret for det norske aksjemarkedet. Hvis vi dekomponerer kurssvingningene for våre aksjefond ser vi at fondene synker mindre i verdi enn markedet generelt i nedgangstider på børsene, mens vi stiger sterkere enn markedet i oppgangstider.

### SKAGEN Vekst

SKAGEN Vekst er det eldste fondet i SKAGEN-familien, og fylte 10 år 1. desember 2003. Fondet skal investere minst 50 prosent i norske aksjer, mens resterende andel investeres på global basis. Fondet fikk i 2003 en avkastning på 66,3 prosent, mot referanseindeksen, Oslo Børs Hovedindeks, 48,4 prosent. Både den norske og den globale porteføljen utviklet seg vesentlig bedre enn henholdsvis Oslo Børs Hovedindeks og verdensindeksen.

Ved årsskiftet var fondets årlige geometriske avkastning (rentes rente) siden oppstart på 18,2 prosent, mot vår langsiktige målsetting for alle aksjefondene om 20 prosent gjennomsnittlig årlig avkastning. Det siste årets sterke avkastning har minsket avstanden til dette målet betydelig. Oslo Børs har i den samme tiårsperioden gitt en årlig gjennomsnittlig avkastning på 6,9 prosent.

Hvilke dramatiske utslag denne meravkastningen for SKAGEN Vekst fører til for andelseierne kan illustreres med følgende eksempel:

Hvis du hadde investert 1.000 kroner i SKAGEN Vekst den 1. desember 1993 hadde du ved utgangen av 2003 i SKAGEN Vekst kunnet gledet deg over at tusenlappen var blitt til 5.350 kroner. En tilsvarende tusenlapp investert på Oslo Børs (Hovedindeks) samme tidspunkt hadde bare vokst til 1.954 kroner i tiårsperioden.

Som i tidligere år var fondets kurssvingninger i 2003 mindre enn for referanseindeksen Oslo Børs Hovedindeks. Siden oppstart har SKAGEN Veksts kurssvingninger vært lavere enn Oslo Børs Hovedindeks, mens avkastningen har vært markert bedre. Dette skyldes at fondet har vært forvaltet etter vår verdibaserte investeringsfilosofi, samt har et mandat som gjør at risikoen kan reduseres og kvaliteten forbedres gjennom plasseringer også i det globale aksjemarkedet. SKAGEN Vekst har i åtte av ti år slått sin referanseindeks.

Ved årsskiftet var 15,5 prosent av utenlandsinvesteringene i fondet valutasikret. Fondet tar ikke aktive valutaposisjoner ut over det som er naturlig i forhold til nødvendig arbeidskapital.

Omløpshastigheten for fondets portefølje var også i 2003 meget lav – noe som medfører at fondet er blitt belastet med lave transaksjonskostninger.

Fondet har betalt Stavanger Fondsforvaltning AS et fast forvaltningshonorar tilsvarende 1,0 prosent p.a. av forvaltningskapitalen.

Honoraret er blitt beregnet daglig, og avregnet mot forvaltningsselskapet kvartalsvis. Fondet har også betalt et variabelt forvaltningshonorar på 1/10 av avkastningen utover 6 % p.a., basert på daglig beregning, men avregnet mot forvaltningsselskapet først ved årets slutt. Fast forvaltningshonorar og avsetning for variabelt forvaltningshonorar er fratrukket i fondskursen som stilles daglig.

### SKAGEN Global

SKAGEN Global er et globalt aksjefond som investerer utelukkende utenfor landets grenser. Fondet har et meget bredt geografisk mandat og skal investere i undervurderte selskaper over hele verden. Fondet har hvert år siden starten i 1997 gitt bedre avkastning enn Morgan Stanleys utbyttejusterte verdensindeks målt i norske kroner. Målt som et årlig gjennomsnitt i perioden har fondet vært 22 prosentpoeng bedre enn verdensindeksen.

I 2003 var avkastningen 62,8 prosent, mot referanseindeksens 28 prosent. Volatiliteten har vært fallende gjennom 2003. For året under ett var svingningene noe høyere enn for verdensindeksen, men avkastningen var langt bedre. I nedgangstider på verdens børser har fondet historisk falt noe mindre enn verdensindeksen. I oppgangstider har fondet steget langt mer.

Ved årsskiftet var årlig avkastning siden oppstart 8. august 1997 på 21,5 prosent, mot referanseindeksens minus 0,6 prosent. 1.000 kr investert i SKAGEN Global ved oppstart av fondet ville ved dette årsskiftet gitt 3.491 kroner, mens 1.000 kr investert i verdensindeksen i samme tidsperiode ville gitt 962 kroner. Inflasjonsjustert vil en andelseier gjennom seksårsperioden fått tre ganger bedre kjøpekraft ved å eie andeler i fondet.

Ved utgangen av 2003 var syv prosent av fondets aksjeinvesteringer valutasikret. Fondet skal ikke ta aktive valutaposisjoner utover det naturlige behovet for arbeidskapital.

Også i SKAGEN Global har omløpshastigheten vært lav gjennom 2003.

Fondet har betalt et fast forvaltningshonorar til forvaltningsselskapet tilsvarende 1,0 prosent p.a. av forvaltningskapital beregnet på daglig basis og avregnet kvartalsvis. Videre er det betalt et variabelt forvaltningshonorar tilsvarende 1/10 av meravkastning i forhold til Morgan Stanleys utbyttejusterte verdensindeks målt i norske kroner basert på daglige beregninger med utgangspunkt i den mer- eller mindreavkastningen som er skapt på fondets forvaltede kapital den aktuelle dagen. Fast forvaltningshonorar og avsetning for variabelt forvaltningshonorar er fratrukket i fondskursen som stilles daglig. Det variable forvaltningshonoraret ble avregnet til forvaltningsselskapet ved årets slutt.

### SKAGEN Kon-Tiki

Fondet skal investere minst 50 prosent av midlene i såkalte vekstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkludert i Morgan Stanleys verdensindeks. Disse er: Øst-Europa, Tyrkia, Afrika, Asia (utenom Japan, Singapore og Hong Kong) samt hele Latin-Amerika inklusive Mexico. Som følge av vårt krav til en fornuftig bransjebalanse, kan inntil 50 prosent av fondets midler investeres i markeder som inngår i Morgan Stanleys verdensindeks. Forutsetningen er imidlertid at selskapene det investeres i må være registrert i, og/eller ha nye markeder som sitt primære virksomhetsområde.

Fondets akkumulerte avkastning siden oppstart 5. april 2002 har vært på 22,5 prosent, mot Morgan Stanleys verdensindeks på minus 2,3 prosent. Morgan Stanleys vekstmarkedsindeks, steg til sammenligning med 0,9 prosent. I 2003 hadde fondet en avkastning på 102,9 prosent, mot verdensindeksens 28 prosent og vekstmarkedsindeksens 50,4 prosent.

SKAGEN Kon-Tiki har hatt høyere kurssvingninger enn verdensindeksen i 2003. Ved årsskiftet var 15 prosent av fondets aksjeinvesteringer valutasikret. Fondet tar ikke aktive valutaposisjoner ut over det naturlige behovet for arbeidskapital. Omløpshastigheten til fondet har vært meget lav i 2003.

Skattekostnaden på 8,4 millioner kroner fremkom som følge av at netto inntekter av renter, utbytter og agio oversteg fondets fradragsberettigede kostnader (se note 12 i regnskapet).

Fondet har betalt et fast forvaltningshonorar til forvaltningsselskapet tilsvarende 2,5 prosent p.a. av forvaltningskapital beregnet på daglig basis og avregnet kvartalsvis. Videre er det betalt et variabelt forvaltningshonorar tilsvarende 1/10 av meravkastningen i forhold til Morgan Stanleys verdensindeks basert på daglige beregninger med utgangspunkt i den mer- eller mindreavkastningen som er skapt på fondets forvaltede kapital den aktuelle dagen. Fast forvaltningshonorar, og eventuell avsetning for variabelt forvaltningshonorar, er fratrukket i fondskursen som stilles daglig.

Det variable honoraret er oppad begrenset slik at summen av det faste og variable honoraret ikke skal være høyere enn 4 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Tilsvarende kan det variable forvaltningshonoraret bli negativt, men nedad begrenset til at summen av det faste og variable honoraret ikke kan bli lavere enn 1,0 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Det variable forvaltningshonoraret ble avregnet til forvaltningsselskapet ved årets slutt.

Vekstmarksindeksen foreligger nå utbyttejustert på daglig basis. I juni 2003 søkte vi derfor om å få endret referanseindeks, også i forhold til honorarberegningen, fra verdensindeksen til vekstmarksindeksen med virkning fra og med kalenderåret 2004. Denne søknaden ble godkjent slik at vekstmarksindeksen blir fondets referanseindeks med virkning fra og med 1. januar 2004.

### Rentefondene

2003 ga et historisk sterkt fall både i korte- og lange renter, som følge av reduserte inflasjonsforventninger og redusert rentedifferanse mot utlandet. Norges Bank satte ned renten fra 6,5 prosent ved årets begynnelse til 2,25 prosent ved utgangen av året. 10 års statsobligasjonsrente falt fra 5,8 prosent til 4,6 prosent.

Våre pengemarkedsfond har gitt meget god avkastning i forhold til bank- og pengemarkedsrenter. SKAGEN Avkastning har også gitt absolutt sett god avkastning, men kunne oppnådd enda høyere avkastning ved å sitte med lenger løpetid på sine sertifikater og obligasjoner. Vi mener imidlertid at langrentene har gått for lavt ned til å kunne gi tilfredsstillende risikojustert avkastning for våre andelseiere.

SKAGEN Høyrente ga i 2003 en avkastning på 4,23 prosent. Tre måneders pengemarkedsrente (NIBOR) hadde en gjennomsnittlig rente for året på 4,08 prosent, mens plassering på høyrentekonto i bank ga 3,09 prosent for innskudd over 50.000 kr og 3,79 prosent for innskudd over 150.000 kr. Dette basert på tall hentet fra tidskriftet Dine Penger som har innhentet rentesatser på høyrentekonto i landets ni største banker.

Meravkastningen for rentefondene sammenlignet med bank oppnås som følge av at alle våre andelseiere er sammen om å låne ut penger til "grossistpris" i stedet for at de hver for seg går til banken med sparepengene. I tillegg tar vi kun 0,3 prosent i forvaltningshonorar. Det er betydelig under bankens rentemargin.

SKAGEN Høyrente Institusjon ble opprettet i mars 2003 og har siden oppstart en avkastning på 3,45 prosent, mot 3,55 prosent for referanseindeksen, tre måneders statsobligasjonsindeks. I samme periode var tre måneders pengemarkedsrente 2,92 prosent.

SKAGEN Avkastning hadde i 2003 en avkastning på 6,15 prosent, mot referanseindeksens 11,13 prosent. Fondet nådde sin målsetting om å ha bedre avkastning enn SKAGEN Høyrente med en horisont på over seks måneder, men hadde som følge av tidligere nevnte rentefall en svakere avkastning enn referanseindeks.

Samlet forvaltningskapital i rentefondene økte fra 637 til 972 mill gjennom året.

### Nye spareprodukter - til kundens beste?

Markedssituasjonen i personmarkedet har vært preget av at det tradi-

sjonelle fondsproduktet de siste årene har tapt terreng til garanterte produkter, eiendomssyndikater og hedgefond. Selv om økt mangfold av spareprodukter gir kunden mange valgmuligheter, mener vi at fondsproduktet generelt, og våre fond spesielt, har en rekke viktige kvaliteter i forhold til de nye spareproduktene.

Fond har for det første en langt lengre verifiserbar avkastningshistorikk, og i vårt tilfelle en meget god sådan. Dette eksisterer bare i varierende grad for de konkurrerende produktene. Videre er fondsforvalteren en vokter av andelseiernes penger, og investerer penger i verdiskapende virksomhet på vegne av kunden. I eiendomssyndikater og garanterte produkter er det i større grad en forhåndsdefinert verdiskapning, som skal deles mellom dem som selger produktene og kunden som kjøper.

I fond er det full transparens rundt kostnadsstrukturen og det stilles løpende verdi på andelene. Videre kan man innløse sine andeler med likvid oppgjør på noen få dagers varsel. Alt dette er egenskaper som i varierende grad mangler for de nye sparealternativene. Verdipapirfond er også en strengt regulert virksomhet underlagt verdipapirfondsloven og omfattende tilsyn fra Kredittilsynet, i motsetning til de nye spareproduktene som ikke er regulert eller kun delvis regulert.

Det er også mulig å skape ønsket risikoprofil på fondsinvesteringer, til lavere kostnader enn ved for eksempel kjøp av garanterte produkter. Dette gjennom en kombinasjon av rente- og aksjefond. Om man ønsker å unngå formuesskatt, kan dette gjøres via fondsinvesteringer i Unit Link-ordninger.

### Økt fokus på kommunikasjon og netthandel

Kommunikasjon mot våre andelseiere blir stadig viktigere. Markedsrapporten kommer ut i syv utgaver i året. Vi forsøker hele tiden å gjøre den best mulig, hva gjelder både nyttig aktuell informasjon, faglig innhold, og leservennlighet. Vi har gjennomført 62 informasjonsmøter i løpet av året rundt om i landet, med til sammen 1.800 deltakere. Ved inngangen til 2004 er kundeservice hos oss styrket med tre nyansatte, mens vårt kontor i Oslo får ytterligere to ansatte og teller nå seks personer.

Våre hjemmesider er bygd ut, og informasjonsinnholdet er styrket betydelig. Gjennom kundeundersøkelser mottar vi meget positiv tilbakemelding på hjemmesiden. Vi vil også neste år investere betydelige ressurser i denne for å sikre at vi har en førsteklasses kommunikasjonskanal overfor kundene våre. I 2003 hadde vi i gjennomsnitt 68.000 besøk månedlig på hjemmesiden. En økning på 50 prosent fra året før.

Vi ser også en kraftig økt bruk av "Min konto" hvor kunden via våre hjemmesider kan hente opplysninger om sitt innehav av fondsandeler hos oss samt alle andre verdipapirer kunden eier som er registrert i VPS. På "Min konto" kan det også foretas kjøp, salg og inngåelse av spareavtaler i våre fond. Med andre ord kan kundene i SKAGEN Fondene bruke "Min konto" på linje med en nettbank for banktjenester. 33 prosent av våre kundetransaksjoner skjedde elektronisk via "Min konto" mot 26 prosent året før.

### Nye samarbeidsavtaler

Samarbeidet med distribusjonspartnere er ytterligere bygget ut i 2003. Ved slutten av året inngikk vi en avtale med Fokus Bank og deres søsterselskap Danica Link om distribusjon av våre fond til henholdsvis bank- og pensjonsmarkedet. Vi har også hentet gode erfaringer fra bankdistribusjon gjennom vårt samarbeid med Flekkefjord Sparebank og Spareskillingsbanken i Kristiansand. Våre fond tilbys også innen Unit Link gjennom Vital Link, Commercial Union og Handelsbanken Liv.

### Økt etterspørsel også fra utlandet

I andre halvår økte etterspørselen etter våre fond fra både institusjoner og privatpersoner, i inn- og utland. Den økte tegningen fra utlandet skyldes først og fremst vår sterke avkastningshistorikk og gode ratinger fra uavhengige aktører.

I Sverige er vi tilgjengelig gjennom flere kanaler – blant annet den

svenske "folketrygden" PPM. Svenskene kan få deler av sine offentlige pensjonsmidler investert i fond etter eget valg. Gjennom denne ordningen har vi fått ca. 10 000 svenske andelseiere. Vi merker også en økende henvendelse fra svenske privatpersoner på investeringer av midler utenfor PPM-ordningen. Ved inngangen til 2004 blir vi også børsnotert for handel ved København Fondsbørs. Vi venter at denne børsnoteringen blir en viktig distribusjons- og informasjonskanal for oss i Danmark.

### Ingen økning i antall ansatte

Antall ansatte i Stavanger Fondsforvaltning er på samme nivå som ved inngangen til 2003, 38. Fordelingen mellom kontorene er 28 personer i Stavanger og de øvrige ti fordelt på kontorene i Oslo, Bergen, Ålesund og Trondheim.

I januar 2004 blir bemanningen økt med fem personer, for med det å sikre tilstrekkelig kapasitet i organisasjonen samt bygge ut servicen og kundeoppfølgingen ved hovedkontoret i Stavanger og kontoret i Oslo. Samtlige ansatte er ansatt i forvaltningsselskapet Stavanger Fondsforvaltning AS. Arbeidsmiljøet er stimulerende og krevende. Insentivmodeller stimulerer de ansatte til å arbeide for en høyest mulig meravkastning for kundene. Det anvendes ikke modeller som knytter avlønning direkte til tegningsresultater.

Styret vil takke de ansatte for stor innsats i et fremgangsrikt år.

### Lovmessige og etiske forhold

EU's direktiv for verdipapirfondsforvaltning innen EØS-området ble revidert i februar 2002, med frist for implementering innen februar 2004. Norske myndigheter implementerte dette i august 2003, gjennom ikrafttredelse av endringer i verdipapirfondsloven og tilhørende forskrifter. Den norske implementeringen har vært raskere enn i de fleste EU-land. Det nye direktivet gir europeisk fondsbransje økt fleksibilitet i den løpende forvaltningen av det enkelte fond, og i utformingen av fondsprodukter. Direktivet gir også fondsforvaltningsselskapene mulighet til å utvide sitt virksomhetsområde.

I 2003 utformet Finansdepartementet en forskrift om kortfattet, lett forståelig og mer individuelt tilpasset rapportering av avkastning, risiko og kostnader til andelseierne på halvårlig basis. Etter styrets oppfatning er dette et skritt i riktig retning, som vil bidra til å øke fondsproduktets allerede eksisterende informasjonsfortrinn i forhold til andre spareformer. Forskriften skulle opprinnelig trådt i kraft fra nyttårsskiftet, men ikrafttredelsen ble senere utsatt til 30. juni 2004.

I tillegg har Finansdepartementet i løpet av 2003 fastsatt forskrifter om forvalterregistrering av fondsandeler, differensiert forvaltningsgodtgjørelse i det enkelte fond, og adgang til å låne ut fondenes verdipapirer.

Verdipapirfondenes Forening har i løpet av 2003 vedtatt bransjeanbefalinger om prising av fondenes lite likvide egenkapitalinstrumenter og om prinsipper for god eierstyring. Foreningen har også i løpet av høsten bidratt aktivt i utformingen av en omforent norsk anbefaling om prinsipper for god eierstyring og selskapsledelse i børsnoterte selskaper.

SKAGEN Fondene har deltatt aktivt i foreningens ulike initiativ i tilknytning til eierstyring. Styret har delegert utøvelse av Eiermakt på vegne av de fondene vi forvalter til administrasjonen, som rapporterer tilbake til styret hvordan denne fullmakten har blitt utøvet.

Eiermakt skal brukes med det for øye å bidra til å øke andelseiernes risikojusterte avkastning.

### Fremtidsutsikter

I henhold til regnskapslovens §3-3 skal årsberetningen inneholde opplysninger om forutsetning for fortsatt drift. Etter styrets vurdering er denne forutsetningen uten betydning for fondenes regnskap, da regnskapene er basert på virkelige verdier.

Forslag til fordeling av overskudd og dekning av overskudd i fondene er tatt inn i hvert enkelt fond sitt regnskap på side 13.

Vi kan med glede konstatere at vår verdibaserte investeringsfilosofi har fungert godt gjennom ti år, både i gode og dårlige markeder. Filosofien har ligget fast siden oppstart i 1993, og er minst like aktuell i dag som den gang. Heller ikke i fremtiden skal vi la oss påvirke av finansmarkedenes mange motebølger. Indeksfokuseringen står fortsatt sterkt på investorsiden. Dette skaper muligheter for oss, da indeksfokusert ignorerer bedriftens fundamentale verdi og skaper investeringsmuligheter for oss når aksjeverdien av selskapene avviker fra den fundamentale verdien.

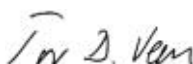
Vi venter at 2004 vil gi en bred global konjunkturoppgang med betydelig vekst i verdenshandelen. Videre venter vi at rentenivået på global basis vil stige både i den korte og lange enden – først og fremst i andre halvår. Selv om økte renter vil gi økte avkastningskrav for aksjer, venter vi at investeringsklimaet vil være gunstig for vår verdibaserte investeringsfilosofi.

Integritet i forvaltningen av kundenes midler er mer aktuelt enn noen gang. Vår forretningsmodell, hvor vi ikke har annen agenda enn å forvalte kundenes midler på en best mulig måte, gjør at vi er kundens "medpart" i hans investeringer – ikke hans motpart.

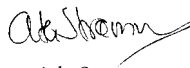
Vi vil i 2004 satse ytterligere på kommunikasjon og kundeaktivitet i Sverige og Danmark som ledd i vår langsiktige internasjonaliseringstrategi.


Styret vil takke våre andelseiere for den tillit som er vist oss også i år. Vi lover til gjengjeld at våre ressurser skal brukes for å gi andelseierne en best mulig avkastning til en lavest mulig risiko, samt yte god kommunikasjon, service og kompetent oppfølging.

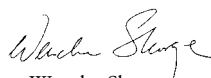
Stavanger 22. januar 2004,  
styret i Stavanger Fondsforvaltning AS.

  
Tor Dagfinn Veen

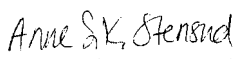
  
Ulrik Scheen

  
Atle Strømme

  
Sigve Erland

  
Wenche Skorge

  
Jan Erik Tveteraas

  
Anne Sophie K. Stensrud

  
Martin Gjelsvik





**Eierstruktur:**

Stavanger Fondsforvaltning AS eies av J. Kristoffer C. Stensrud (9,8 %), T.D. Veen AS (36,7 %), Åge K. Westbø (9,8 %), Solbakken AS (27 %), MCM Westbø AS (14,7 %) og Kristian Falnes (2 %).

**Tillitsmenns andeler:**

Navn	Antall andeler	Funksjon
Martin Gjelsvik	4.281	Styreformann
Ulrik Scheen	5.623	Styremedlem
Tor Dagfinn Veen	249.098	Styremedlem og eier
Atle Strømme	169	Styremedlem
Sigve Erland	6.390	Styremedlem
Jan Erik Tveteraas	1.077	Varamedlem
Anne Sophie K. Stensrud	773	Varamedlem og eier
Wenche Skorge	3.039	Varamedlem
Harald Espedal	2.922	Adm. direktør
J. Kristoffer C. Stensrud	459.275	Investeringsdirektør og eier
Åge. K. Westbø	132.359	Viseadministrerende direktør og eier
Kristian Falnes	3.744	Porteføljeforvalter og eier

**Styret**

**Styreformann Martin Gjelsvik**

er Dr. Oecon fra NHH. Han har erfaring fra bank/finans og forskning, og er til daglig forskningsleder i Rogalandsforskning.

**Aksjonærvalgt Ulrik Scheen**

arbeider som bedriftsrådgiver i eget selskap. Han har en variert og lang erfaring som leder, innen handel, tjenesteyting og industri. Han er utdannet siviløkonom fra NHH 1968.

**Aksjonærvalgt Tor Dagfinn Veen**

er utdannet siviløkonom, har lang erfaring fra verdipapirmarkedet via Rogalandsbanken, Stafonds AS og senere porteføljerådgivning

for private aksjeselskap. Tor Dagfinn Veen er daglig leder i Stavanger Forvaltning AS.

**Andelseiervalgt Atle Strømme**

er direktør for CHC Helikopter Service AS, og er utdannet siviløkonom. Atle Strømme har hatt en rekke styreverv, og har fortsatt en rekke styreverv fortrinnsvis i tilknytning til sitt nåværende jobb.

**Andelseiervalgt Sigve Erland**

er bedriftsrådgiver i Jærkonsult. Han var tidligere direktør ved Bryne-bedriften Serigstad AS og visepresident i Næringslivets Hovedorganisasjon (NHO). Erland har bred erfaring fra styrearbeid. Han er utdannet siviløkonom og ingeniør.

**Aksjonærvalgt varamedlem Jan Erik Tveteraas**

er utdannet ved Norges Handelshøyskole. Han er administrerende direktør i Sevan Marine AS. Han var tidligere finansdirektør i Navis ASA og har arbeidet i ulike sentrale stillinger i Transocean ASA, blant annet som finansdirektør.

**Aksjonærvalgt varamedlem Anne Sophie K. Stensrud**

studerer økonomi og næringslivsjournalistikk ved Handelshøyskolen Bi i Oslo. Hun har Examen Philosophicum og Examen Facultatum fra Universitetet i Oslo.

**Andelseiervalgt varamedlem Wenche Skorge**

har mer enn 20 års erfaring innefor journalistikk og informasjonsformidling, hvor hovedparten har vært som informasjonssjef i forskjellige avdelinger i Statoil. Wenche Skorge er direktør for informasjon og samfunnskontakt i Statoil.

**Valgkomitéen**

ble valgt på valgmøte i 2002. Valgkomitéen består av Kurt Stangenes (formann), Knut T. Traaseth og Britt S. U. Mikkelsen. Deres oppgave er å foreslå kandidater til andelseiervalgte medlemmer i styret i Stavanger Fondsforvaltning AS.

# Ett av historiens beste år

## Porteføljeforvalternes beretning

**Kombinasjonen overraskende sterk vekst for den globale økonomien samt lavere inflasjons- og rentenivå enn forventet, førte til et rally i både obligasjons- og aksjemarkedene. I 2004 forventes rentenivået å snu oppover, noe som tilsier stor risiko ved å sitte på obligasjoner med lang løpetid. Noe nytt toppår for det generelle aksjemarkedet blir det neppe, men for de som er flinke til å plukke de "riktige" aksjene kan også 2004 bli et godt aksjeår.**

De globale ubalansene som utviklet seg gjennom de siste årene ble ikke vesentlig forverret i 2003, og selskapenes inntjening viste en til dels sterk forbedring gjennom året.

Investorenes risikovilje økte, og børsåret 2003 endte opp som et av de absolutt beste i nyere tid for investorene i de globale kapitalmarkedene.

Rentefallet ga god avkastning, også for norske renteinvestorer, etter hvert som forventninger om langsiktig lav rente ble diskontert inn. Også i Norge så vi en sterk reduksjon i risikopremiene til risikable låntakere.

Ved inngangen til året var de globale økonomiene i klar bedring. Selskapene hadde allerede kuttet kostnader og rasjonalisert betydelig. Samtidig ble økonomiene sterkt stimulert av kraftige rentekutt og skattelettelser. Verdsettelsen av selskapene var etter selskapskandalene i 2002 på et nærmest rekordlavt nivå.

Relativt små endringer i oppfattelsen av selskapenes fremtid ville derfor gi betydelige kursendringer. Nettopp dette skjedde i løpet av første halvår, da de geopolitiske spenningene ble mindre. Senere slo inntjeningsdynamikken fra en bedret konjunktur igjennom, og ga oppvurderingen gjennom annet halvår.

### Bare Kina som skummet

Året var preget av lite spekulasjon. Tilgangen av nye midler til markedene var liten, men til gjengjeld så vi en god del selskaps-overtakelser. Dette som følge av at verdien av selskapene etter tre års kursfall var lavere enn de underliggende verdiene. Det var få børsintroduksjoner, og eneste området hvor det virkelig skummet var i Kina.

De store institusjonelle investorene var gjennom året fokusert på å unngå risiko, og hadde en lav aksjeandel. Dette medførte at den gjennomsnittlige aksjen hadde en dramatisk bedre utvikling enn indeksene, og at bredden i aksjemarkedsoppgangene var usedvanlig god.

### 20 prosent årlig avkastning innfridd

SKAGEN Fondenes brede globale aksjeforfølger fikk følgende et særdeles godt år. I norske kroner ble avkastningen ytterligere forbedret av den norske kronen som svekket seg betydelig gjennom året. I aksjefondene var avkastningen veldig godt spredt over bransjer og geografiske områder, slik at det var jevnheten i porteføljen som trakk resultatene dramatisk over porteføljenes referanser.

Det gode fjoråret kombinert med betydelig bedre resultater for våre fond sammenlignet med referanseindeksene i de fallende aksjemarkedene i 2001 og 2002, gjør at våre langsiktige resultater er bedre enn noen gang. Ikke bare relativt, men også absolutt. Alle våre tre aksjefond kan nå vise til en årlig gjennomsnittlig avkastning



Porteføljeforvalterne i SKAGEN Fondene: Ross Porter., J. Kristoffer C. Stensrud, Filip Weintraub og Kristian Falnes.

siden oppstart som ligger rundt vår langsiktige målsetting på 20 prosent.

### 2004 – utfordringenes år

Å oppnå målsettingen om 20 prosent avkastning for våre aksjefond i 2004 blir imidlertid en større utfordring. Som verdiorientert forvalter er den gjennomsnittlige aksjen blitt vesentlig mindre attraktiv gjennom 2003, noe som stiller stigende krav til konsistens og disiplin i forvaltningen.

## Forventninger og resultater

### USA – ny vekst gjennom kraftige stimulanter

Den amerikanske økonomien vendte i 2002 opp igjen. Frykten for en større nedgang førte til ekstraordinært lave renter og skatteutt, samtidig som amerikanske myndigheter lot dollarkursen falle for å rette opp den voksende ubalansen i utenriksøkonomien. Inflasjonen forble lav og fallende, og ny vekst sammen med sterke kostnadskutt gjorde at selskapsresultatene utviklet seg til dels dramatisk bedre enn ventet. Inflasjonsforventningene og det lave rentenivået holdt avkastningskravet lavt, noe som har stimulert risikotaking og investeringslyst.

Ved årsskiftet ser det ut til at amerikansk økonomi heller er i en akselererende fase, enn det motsatte. Dette skyldes at økonomien nå er inne i en selvforsterkende utvikling, hvor bedret arbeidsmarked øker forbrukertilliten og bedriftene øker sine investeringer.

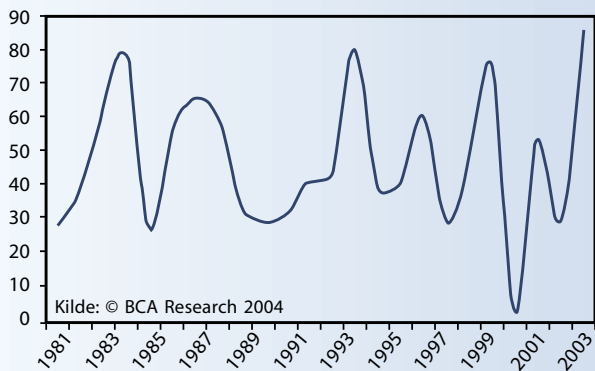
Etterspørselsveksten ser derfor ut til fortsatt å være sterk. Selv om stimulanse fra renter og skatter blir mindre enn i fjor, kan veksten likevel bli på linje med eller bedre enn fjoråret. Betydelig inntektsvekst gjør at gjeldsettingen i relative termer vil falle, og en noe bedret utenriksøkonomi kan fjerne en av de store usikkerhetsfaktorene som har ligget over amerikansk økonomi de siste årene.

Det amerikanske aksjemarkedet snudde opp allerede høsten 2002, og 2003 var preget av en betydelig kursoppgang i små selskaper og oversolgte teknologiaksjer. I 2004 blir den viktigste inntjeningsdriveren for amerikanske selskaper utenlandsinntjeningen. Som investor står vi overfor et "dobbel problem", med valutarisiko på den ene siden og høyt vurderte selskaper på den andre. Dette er samme problemstilling vi stod overfor ved inngangen til 2003, som medførte at andelen amerikanske selskaper i porteføljene var og er lav.

### Asia – vekstesplosjon i 2004?

Utviklingen i Asia overrasket igjen positivt i 2003. Veksten i Kina fortsatte, avbrutt av en kort SARS-pause i andre kvartal. Utover året fikk Kina følge av en rekke andre land, som Thailand, India, Indonesia og Japan. To viktige land for regionen overrasket nega-

### Rekordmomentum i verdensøkonomien

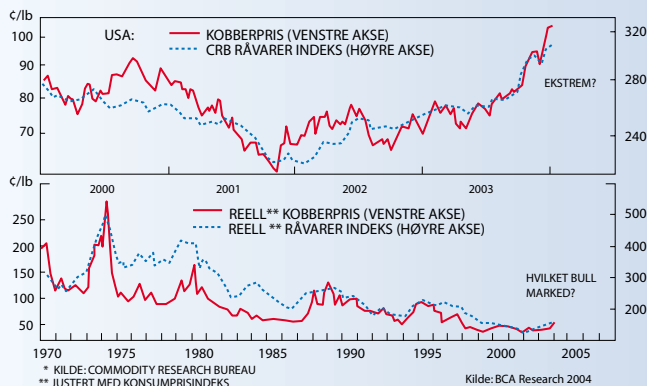


Kilde: © BCA Research 2004

\*Kursen viser andelen av de 40 største økonomiene sin vekst i forhold til året før.

Selv om nedgangskonjunktoren i 2001/2002 var grunn og ikke varte særlig lenge, fikk den likevel sterk effekt fordi den rammet mange land samtidig. På samme måte er oppsvinget vi har sett i 2003 sterkt fordi den inntreffer i mange land samtidig.

### Et ordentlig råvarerally...

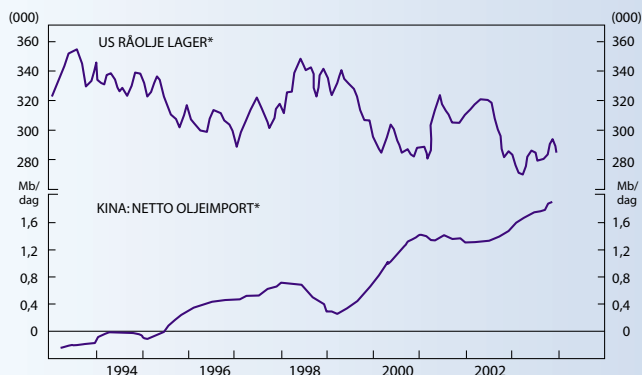


\* KILDE: COMMODITY RESEARCH BUREAU  
\*\* JUSTERT MED KONSUMPRISINDEKS

Kilde: BCA Research 2004

Industriråvarer har steget i takt med bedre konjunktur og fallende lagre. Dollarkursens fall har også hatt en effekt. Sett i et lengre perspektiv er det fortsatt betydelig oppside, fordi kapasitetsveksten i mange år har vært lav, og store deler av vekstmarkedene vokser hurtig innen materialkrevende industrier.

### Er oljemarkedet strammere enn antatt?



\* VIST SOM ET 4-UKERS RULLERENDE GJENNOMSNIITT

Kilde: BCA Research 2004

Etter Irak-krigen har oljeprisen holdt seg oppsiktsvekkende høy. Veksten i forbruket har overrasket, samtidig som lagrene er lave. I påvente av produksjonsvekst fra de store reservoarene i tidligere Sovjetunionen og i Midt-Østen, har leting og utvikling i andre provinser vært lite prioritert, noe som nå gjør overkapasiteten historisk lav. Små endringer i forsynings-situasjonen kan derfor få uopropsjonalt store priskonsekvenser. Dette er en risikofaktor for verdensøkonomien i 2004.

tivt, Taiwan og Korea. Her fikk innenlandsk etterspørsel motvind fra politisk usikkerhet og kredittkortsandaler.

Det mest spennende utviklingstrekket i 2003 var at regionen ble selvdrivende. Asiatiske handel ble den store driveren, og forbruket vokste.

De fleste større land prøvde å holde en stabil kurs mot dollar, noe som førte til at eksporten utviklet seg meget positivt, samtidig som økonomien innenlands ble stimulert av voldsom likviditetstilførsel. Nettopp dette hjulet er nøkkelen bak den store globale etterspørselsveksten i 2003.

### Kina og India stod for 30 prosent av veksten i verden

Regnet etter kjøpekraft er den kinesiske og indiske økonomien større enn Japans. Disse to landene stod for over en tredjedel av verdensveksten i 2003. Denne sterke dynamikken vil i en årrekke fremover endre strukturen i det globale næringslivet vesentlig, og etterspørselsendringene får en dramatisk effekt på verdensøkonomien.

Ved utgangen av året nærmet kinesisk import seg halvparten av USAs import. Med en veksttakt på 30-40 prosent i utenrikshandelen, og en forholdsvis åpen økonomi, tar det ikke mange år før Kina og India blir de viktigste driverene i verdensøkonomien, med en effekt som er ti ganger større enn moderniseringen av japansk økonomi på 1960- og 70-tallet.

Etter Asiakrisen for fem år siden er de samfunnsøkonomiske balansene gode, og det regionale banksystemet i vesentlig bedre forfatning. Sparingen blant konsumentene har i en lang periode vært høy. Også i dette området er investeringene stigende, noe som bidrar til et balansert økonomisk oppsving.

### Japan kan bli en god bidragsyter

Også Japan, som i en lengre periode har hatt lav vekst, overrasket positivt i fjor. Dels som følge av at opprydningen i finanssektoren endelig fikk positive følger, og dels fordi en svært ekspansiv politikk sammen med eksportstimulanser ga overraskende sterk økonomisk vekst.

Oppsparingsoverskuddet i Japan har lenge vært høyt. Hvis det her frigjøres kapital til investeringer og økt forbruk kan dette bli et potent bidrag til veksten for både japansk økonomi og verdensøkonomien.

### Blir det for varmt i Kina?

Nøkkelspørsmålene i 2004 blir: Når innføres en mer restriktiv økonomisk politikk i Kina? I hvilken grad klarer Korea å omstille seg fra å være en eksportledet økonomi til en mer forbruksledet økonomi?

Kapasitetsoverhenget i Kina er fortsatt høyt, og til tross for tre år med rekordvekst, er innenlandsk inflasjon så vidt i pluss. Landet er i en strukturell situasjon hvor økonomien vokser hurtig, forbrukerne har en sterk reallønnsvekst, og konkurransevnen er sterk og fortsatt stigende som følge av betydelig produktivitetsvekst. Selv om vi begynner å se konturene av en spekulasjonsbølge innen enkelte områder, er likevel arbeidskraftreservene gigantiske, slik at den samlede økonomien har betydelig rom for å vokse.

### Positiv overraskelse fra Korea?

For Korea var 1980- og 1990-årene eksportledete veksteventyr. Landet har de senere årene slitt med kostnadsutviklingen og overgangen til et modent og balansert industrielt samfunn. Overgangen mot et vestlig forbrukssamfunn er en stor utfordring. Som følge av lave selskapsvurderinger og forbedret kapitalavkastning kan Korea bli den store positive overraskelsen i 2004.

Selskapsvurderingene er fortsatt moderate i regionen Asia sett under ett, noe som er hovedårsaken til at vi fortsatt har betydelig overvekt i området. India var den store overraskelsen i 2003. Bildet for 2004 er ikke udelt positivt. I mange år har landet slitt med byråkratisering og ubalanser i økonomien både innenriks og i forhold til utlandet. Imidlertid fenger en del av de temaene vi har sett

utfolde seg i Kina, som den sterke viljen til å modernisere samfunnet fra bunnen av og opp samt å bygge ut infrastruktur for å få varige konkurransefordeler.

## Europa – største positive overraskelse i 2004?

Europa overrasket positivt i 2003. Veksten var lav i begynnelsen av året, men tok seg opp gjennom høsten. Dette til tross for at euroen var den valutaen som steg mest mot dollaren. Strukturendringene fortsetter, fallende inflasjon, bedre reallønn, noe bedring i arbeidsmarkedet og skattestimulanser vil bedre kjøpekraften i 2004.

Av strukturelle årsaker var de europeiske aksjemarkedene blant de verste i 2002, mens 2003 ble dramatisk bedre. Krysseierskap og plasseringsregler som stimulerer kortsiktighet er årsaken til dette. Til tross for sterk meravkastning i 2003, regner vi med at 2004 blir et godt år. Selskapenes fortsatte tilpasninger kombinert med vekst i salget kommer til å gi ytterligere resultatbedringer på bunnlinjen.

Mye strukturarbeid, som frigjør verdier, er fortsatt ikke gjennomført. Det er også en betydelig "kjøpekraft" for aksjer blant institusjonene, med pensjonskassene i spissen, etter hvert som kapital situasjonen hos disse bedres. Aksjer er jevnt over vesentlig billigere enn i andre verdenshjørner, og den lave dollarkursen gjør at renten kommer til å holde seg lav fremover.

### Øst-Europa med økt vekst i 2004?

Øst-Europa var det mest positive området i 2002, mens 2003 ble en skuffelse i mange land da forventningene ikke samsvarte med de harde realiteter. 2003 ble det året da regionen valgte Europa og EU, men det åpenbarte seg imidlertid at flere samfunnsøkonomiske problemer stod i veien for fortsatt oppvurdering.

Regionens største land, Russland, fikk i tillegg første omgang med oppgjør etter privatiseringen av landet fra midten av 1990-årene. En pengeflom fra vest hadde drevet selskapsvurderingene til værs. Dette førte til en mer avdempet utvikling enn året før. 2004 vil fortsatt medføre tilpasningsproblemer, og stigende politisk usikkerhet.

## Latin-Amerika – vinner i 2003. Hva med 2004?

Den sterke usikkerheten etter Argentina-kollapsen i 2001 preget regionen i 2002. Etter valget av Lula som ny president i Brasil høsten 2002, var det imidlertid duket for en kraftig revurdering av regionen. Den sterke asiatiske veksten og de undervurderte valutaene i Latin-Amerika ga regionen et sterkt eksportledet oppsving gjennom 2003. Latin-Amerika var den regionen i verden hvor kursøkningen for aksjer var sterkest i fjor.

I 2004 vil regionen stå overfor den store syretesten. Er det mulig at dette geografisk store området omsider kan få en bedre modell for økonomisk utvikling, basert på gigantiske fysiske og menneskelige ressurser? Og ikke fortsette å skuffe slik de har gjort gjennom de siste hundre årene. De siste ti årene har gitt en innføring av demokrati og markedsøkonomi. De neste ti vil vise hva regionen kan skape.

Med en global høykonjunktur og topp konkurransedyktighet er i det minste forutsetningene til stede for at 2004 kan bli et godt år.

## Norsk økonomi – eksportledet vekst i 2004

### For mye bensin på rentebålet?

Den stramme pengepolitikken i 2002, med høye renter og sterk valutakurs, endret seg drastisk gjennom 2003. De rekordlave rentene og en svekket valutakurs er sterke stimulanser for en oppgang i

norsk økonomi i 2004. Særlig for eksportrettet virksomhet og reiseliv, som også får drahjelp fra den internasjonale konjunktur utviklingen.

Til tross for kronefallet er inflasjonen fortsatt rekordlav. Kjøpekraften vil følgelig øke og fortjenestenivået for selskapene stige bratt. For privat sektor kan 2004 derfor bli det beste året siden midten av 1990-årene. Norges Banks strenge fortolkning av inflasjonsmålet gjør det mulig med flere rentekutt.

Ytterligere rentekutt og svekkelse av den norske kronen kommer sannsynligvis til å øke inflasjonsforventningene slik at de lange rentene stiger. I likhet med våre forventninger gikk renteforskjellen til utlandet drastisk inn i 2003.

## Global renteutvikling

### Høy risiko i obligasjonsmarkedet

I fjor la vi til grunn at gradvis bedring i konjunktorene skulle gi lave renter i begynnelsen av året, men at andre halvår ville medføre et mer urolig rentemarked. Styringsrentene har imidlertid blitt liggende nede på historisk lave nivåer lenger enn vi hadde forventet, og det samme har vært tilfelle for de lange obligasjonsrentene.

Inflasjonen har vært lav, og viljen til å ta inflasjonsmålet seriøst er derfor økt. Motposten er at effekten av prisstigningen for råvarer og fallet for dollaren får sterkere gjennomslag enn ventet i dag. Etter vårt skjønn er det derfor betydelig risiko i obligasjonsmarkedet i dag. Også kreditrisiko er nå lavt priset, som følge av lave avkastningskrav og forventninger til at bedre konjunktur og fortjenesteutvikling kan bedre soliditeten til selskapene. En rentestigning kan endre også denne forutsetningen.

## Muligheter og trusler

### Mer å gå på, men renten truer

Den kraftige kursutviklingen for aksjer det siste året gjenspeiler en kraftig omprising av denne aktivklassen. Dels skyldes dette fortsatt lavt rentenivå, men en stor del av oppgangen skyldes en reversering av de store risikopremiene som har bygget seg opp gjennom 2001 og 2002. Disse oppstod i første rekke som følge av minsket tillit til selskapene, men også på grunn av betydelig usikkerhet om konjunkturforløpet. En del tekniske forhold for kapitalforvaltere innen livs- og pensjonsforsikring forsterket denne tendensen.

Aksjemarkedet reflekterer etter vårt skjønn nå en normalisering av prisingen. Fremtidig god konjunktur utvikling og vekst i selskapenes omsetning og resultater synes imidlertid ikke fullt ut priset inn ennå. Av dette følger at den største risikoen vil være relatert til rentemarkedet. Større stigninger i obligasjonsrentene endrer vurderingen, og reduserer forventningene til konjunktur oppgangen.

De sterkt stigende råvareprisene kan føre til forventninger om økt inflasjon som igjen fører til økte risikopremier i rentemarkedet. Tilbudssiden for en rekke råvarer er forholdsvis knapp. Forholdsvise små endringer i tilbudet på spesielt olje kan skape betydelige pristigninger. Så langt har en fallende dollarkurs redusert effekten for Europa og Japan.

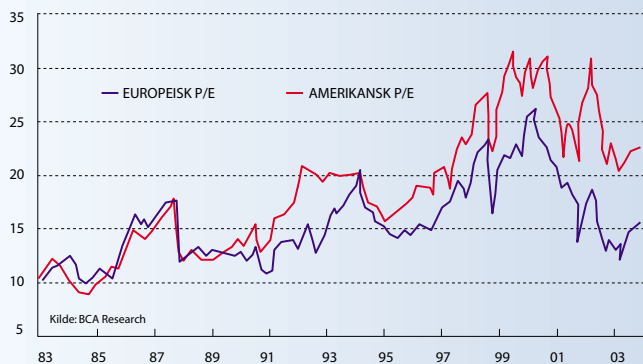
Vesentlige økninger i oljeprisen kan også gi drivstoff til usikkerhet rundt konjunktur oppgangen, da høye energipriser virker som en ekstraskatt for forbrukerne.

Det ligger allerede forventninger i markedet om økte renter fra og med tredje kvartal 2004. Sentralbanken i USA har imidlertid bekreftet at de må se en vesentlig bedring i arbeidsmarkedet før signalrenten heves fra dagens historisk lave nivå på en prosent.

### Aksjemarkedet: Fra likviditets- til inntjeningsdrevet

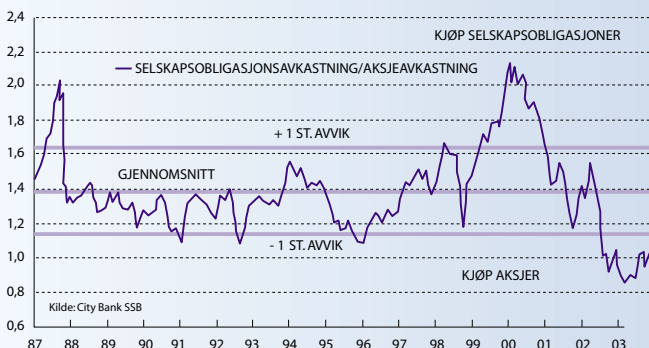
Ukontrollerte stigninger i råvareprisene kan endre forventningene. Den siste akselerasjonen i forventningene fra industrien kan tyde på at dette "fenomenet" er nært forestående. Utviklingen i aksje-

### Amerikanske aksjer fortsatt dyre



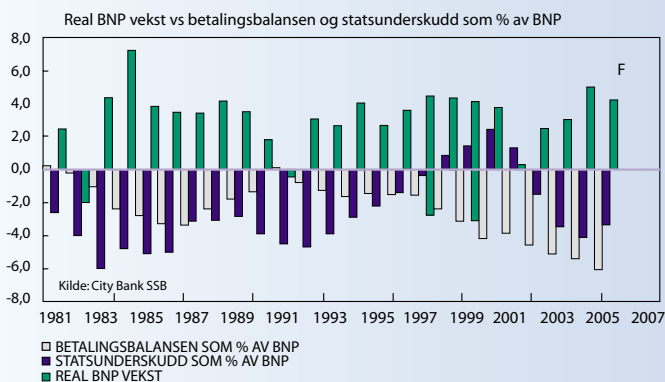
Selv om det amerikanske aksjemarkedet steg mindre enn det europeiske markedet i 2003, er det fortsatt et betydelig gap i vurderingen av selskapene. Dette skyldes at rentenivået er lavere og at de institusjonelle forhold i aksjemarkedene er bedre.

### Aksjer fortsatt billige i forhold til obligasjoner i Europa



Risikopremiene for rentepapirer falt sterkt gjennom 2003, fordi inntjeningen i selskapene steg, og gjeldsgraden falt. Dette trakk aksjemarkedet med seg opp. I forhold til den lave avkastningen i rentemarkedene er aksjemarkedet fortsatt lavt vurdert.

### Ingen motsetning mellom vekst og ubalanser i USA



De amerikanske ubalansene er alltid størst i starten av en konjunkturoppgang, fordi økonomien skal stimuleres med skatte-kutt, samtidig som forbruksveksten normalt trekker betalingsbalansen i solid minus. Så også denne gang – ubalansene var stabile i 2003, og kan bedre seg noe i 2004 når økonomiene globalt tar fart.

markedet kommer derfor til å korrigere, og gå fra en likviditetsdrevet til en inntjeningsdrevet fase.

Inneværende år er det valgår i USA, noe som kan føre til vanskeligheter med å stramme inn penge- og finanspolitikken hvis konjunktorene akselererer. Dette er etter vår mening med på å øke renterisikoen i 2004. Også hvis USA's handelsunderskudd fortsetter å vokse, kan vi forvente å se populære handelspolitiske tiltak som for den globale utviklingen vil virke svært forstyrrende. I 2003 ble imidlertid utviklingen på denne fronten bedre enn ventet.

Renteheving eller valutakursstigning i Kina er også usikkerhetsmomenter for innværende år, som vil virke negativt inn på den "gode sirkel" finansmarkedene og konjunktorene har vært inne i de siste ni månedene av 2003.

## De enkelte bransjene

### Teknologi har tatt igjen det tapte

Bransjemessig ble oversolgte teknologiaksjer fra 2002 vinnere i året som gikk. Mot slutten av 2002 ble mange IT-selskaper handlet til priser under sin egen kontantbeholdning, slik at man fikk både produkt (hardware/software), kunnskap og forretningsidé gratis. Dette åpenbare misforholdet ble korrigert i året som gikk, men på selektiv basis.

Investeringsnivået er nå på vei opp globalt, og en stigende del av de globale investeringene er fortsatt IT-relaterte. Tre år med lave IT-investeringer kombinert med globale gjennombrudd for flatskjermer og bildetelefoner gir nye muligheter. Bransjen kommer til å få sårt tiltrengt styrke gjennom økte priser i 2004. Bransjen prises imidlertid nå vesentlig høyere enn gjennomsnittet for aksjemarkedet, samtidig som investorene har fått føle på kroppen at denne bransjen er syklisk og dermed skal verdsettes deretter. Selektivitet blir derfor nøkkelordet i 2004.

### Shipping og råvarer stanger i taket

Generell industri, transport og råvarer var blant kursvinnerne i 2003. Årsaken er at disse bransjene lenge har vært ansett som lite attraktive, men ble stadig mer populære gjennom 2003 ettersom priser og selskapsresultater utviklet seg meget positivt. Investeringslysten innen disse bransjene har generelt vært lav siden midten av 1990-tallet, med de begrensningene dette medfører på tilbudssiden.

Med en fortsatt globalt stimulerende økonomisk politikk kommer den sterke tendensen vi så i 2003 til å forsterke seg utover i 2004. Spesielt skipsfart er typisk for denne utviklingen, men også metaller har hatt en god utvikling med lite kapasitetsoverskudd.

Undersektorer som ikke har opplevd noen god utvikling i 2003 er i første rekke luftfart og delvis treforedling, hvor vi økte eksponeringen mot slutten av året.

### Mat og medisin med negative overraskelser

Vinnerne i det elendige aksjemarkedet i 2002 var lavrisikoselskaper innen mat og medisin. Disse selskapene hang imidlertid etter i den generelle kursstigningen som fant sted i 2003. Årsaken var først og fremst at innen disse sektorene var overraskelsene fra selskapenes inntjening negative.

For matvareselskapene trakk stigende råvarekostnader opp, mens for medisin var patentutløp og sterkere prisregulering en gjennomgående problemstilling. I tillegg var medisinselskaper generelt høyt priset ved inngangen til året. 2004 kan by på muligheter gjennom å finne attraktive selskaper med høy underliggende vekst innen sektorer som har lite fokus i dag.

### Telekom – kom, gikk og kommer tilbake?

Telekom var på global basis en vinnerbransje første halvår 2003. Stabil vekst, avkastning på tidligere investeringer, og et større fokus på kapitalavkastning var hovedårsaken til dette.

Siste del av året var hovedfokuset i mange markeder på de selskapene

som direkte tjente på det økonomiske oppsvinget for den globale økonomien. Dette vil skape selektive muligheter i telekomsektoren i 2004.

### Nyttetjenester med "come back" etter Enron?

Vi tror også nyttetjenester får et "come back" i 2004. Etter Enrons fall har denne sektoren i mange land kommet i direkte miskreditt. Også her tror vi det er gode selektive muligheter, spesielt innen områder hvor det skjer regulatoriske endringer - til det bedre.

### Fått nok bank?

Bank og finans utviklet seg forholdsvis svakt i 2003. Inntjeningen i bransjen var imidlertid god, og i motsetning til tidligere globale nedgangsperioder opplevde vi ikke denne gang typiske finanskriser. Sammen med frykten for renteoppgang har dette gjort at sektoren globalt er forholdsvis nøkternt vurdert, og vil gi gode muligheter fremover - for de som er flinke til å plukke de "riktige" selskapene.

### Ingen er spesielt attraktive

Samlet sett er det få sektorer som skiller seg ut som spesielt attraktive. Dette skyldes at vi gjennom de siste to årene har fått en utjevning av vurderingene mellom sektorer, og at investorenes fokus fortsatt er selskapsorienterte.

De voldsomme beløpene som ble tilført aksjemarkedene i slutten av 1990-årene var medvirkende til å skape en rekke skjevheter. Først mellom store og små selskaper - indekssyndromet - hvor store selskaper ble systematisk overvurdert. Senere gjentok syndromet seg. Denne gangen på bransjebasis - gjennom en sterk oppblåsing av verdiene til IT- og telekomselskapene (IT-boblen).

## De viktigste enkeltinvesteringene i aksjefondene:

### Energi

#### Petrobras med mer å gå på

Innen energi er den største posten det brasilianske olje- og gass-selskapet *Petrobras*, som ved inngangen til året var svært billig. Selskapet har sterke finanser og er blant verdens hurtigst voksende oljeselskaper målt etter salg og reservevekst. Salg av ferdig raffinerte produkter som olje og bensin er på hjemmemarkedet i Brasil konkurranseskjermet, og leverer god kapitalavkastning - i motsetning til en rekke andre oljeselskaper.

Selv om selskapet ble ompriset i 2003, er etter vår mening ikke den underliggende veksten priset inn i kursen, samtidig som andre sentrale nøkkeltall fortsatt er blant verdens laveste.

Et tema innen energisektoren i fjor var den globale gasssituasjonen. Etter mange år med lav leteaktivitet er vi nå i ferd med å få et "nytt" marked innen internasjonal gasshandel. Selskaper som er posisjonert her er i første rekke selskaper som *Forest Oil*, *Anadarko*, spanske *Repsol* og gass-rederiene *Golar LNG*, belgiske *Exmar* og *Korea Line*.

#### Skuffende fra oljeservice - Pride kursvinner

Transportselskapene ble ompriset i 2003. Men også i 2003 skuffet oljeservice. Overkapasiteten i bransjen ser nå imidlertid ut til sakte men sikkert å forsvinne. Det amerikanske selskapet *Pride* ble kursvinner i bransjen.

Innen seismikk fikk SKAGEN Vekst en betydelig gevinst på sine aksjer i *CG Geophysique*. Gevinsten ble også stor i *DNO*, som følge av selskapets stadig bedre resultater fra virksomheten, men ikke minst som følge av store salg av oljefelt i løpet av året. Posten i *Smedvig* ble redusert med pene gevinster. Hovedposter for øvrig er supplyrederiene *Solstad Offshore* og *Dof*.

I SKAGEN Global ble den store posten i finske *Fortum* redusert i løpet av året, etter at høy strømpris hadde ført aksjekursen til høyere luftlag.

## Råvarer

### Mange sterke bidragsytere

Selskapene innen råvarer ble svært gode bidragsytere i året som gikk. Særlig sterk ble oppturen for metallselskapene *Boliden* og *Antofagasta*, som skjøt til himmels i takt med stadig høyere metallpriser globalt.

Treforedling utviklet seg imidlertid forholdsvis svakt. Her forventer vi at prisene strammer seg til gjennom 2004, samtidig som valuta-kursene nå gir bra bidrag for norske og amerikanske produsenter. Fondenes hovedinvesteringer i *Norske Skog* og *Votorantim Cellulose* utviklet seg bra, mens SKAGEN Globals store post i svenske *SCA* (Skog/papir/hygieneprodukter) tok en kurspause etter et sterkt år i 2002. Vi venter omprising av selskapet i 2004, som følge av god underliggende vekst og konjunkturoppgang i trykkipapir mot slutten av året.

### Kinnevik - den absolutte vinner

Den absolutte vinner var SKAGEN Globals investering i svenske *Kinnevik*, etter at aksjen fikk seg et kraftig kursløft som følge av salg av skog og en kraftig omvurdering av selskapets telekom- og medieinteresser. Sistnevnte var også årsaken til at den polske kopperprodusenten *KGHM*, som utgjør en større post i SKAGEN Kon-Tiki, ble omvurdert og opplevde en betydelig kursoppgang i 2003.

Et nytt metallselskap i alle aksjefondene er *Grupo Mexico*, verdens tredje største kobberprodusent. Triggeren for kjøpet var en refinansiering av selskapet i løpet av 2003, kombinert med fortsatt sterke kobberpriser.

Det franske aluminiumsselskapet *Pechiney* ble kjøpt opp av canadiske *Alcan*, delvis med oppgjør i *Alcan*-aksjer. Gullselskapet *Crew* forventer å få "first gold" på Grønland i løpet av 2004. Sørafrikanske *Harmony Gold* ble kjøpt høsten 2003 i både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki, etter at stigende randkurs hadde gjort selskapet upopulært (økte kostnader) - til tross for sterkt stigende gullpriser. Selskapet har som følge av stor reservebase, lave marginer og lite prissikret gullproduksjon bransjens største følsomhet mot stigende gullpriser. Selskapet har også lite gjeld, og vokser hurtig.

## Kapitalvarer, service og transport

### Mange shippingvinnere

Vinnersektoren i 2003 ble kapitalvarer, service og spesielt transport. Shipping trakk sterkt opp etter et bra 2002. Særlig containerskip og tørrlast var i vinden, med rekordrater inn i 2004. Også tankfart fikk et bra år, motsatt av hva mange trodde i våres. Tonnasjebalansen synes å være stram, samtidig som tilgangen av ny tonnasje de kommende årene er lavere enn tidligere forventet.

Verdenshandelen har det siste året vokst med mer enn tre ganger veksten for verdensøkonomien, mot normalt dobbelt så hurtig. Årsaken er først og fremst at verden er på vei mot en stor omallokering av industriproduksjon, som åpenbart er sterkt transportkrevende. Samtidig så vi betydelige strukturendringer i bransjen.

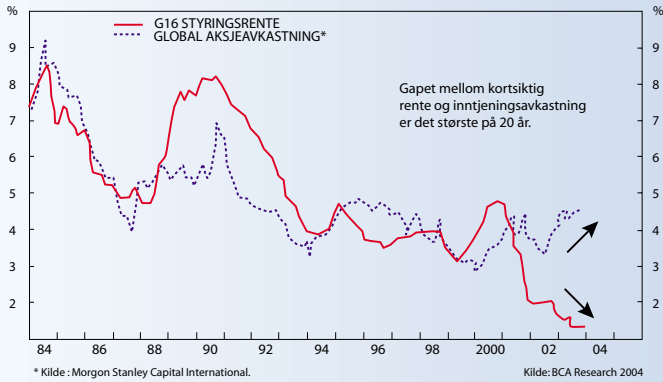
Norske hovedinvesteringer som *Leif Høegh* og *Bergesen* ble solgt i forbindelse med oppkjøpstilbud. *A.P.Møller*-rederiene ble fusjonert til ett stort konsern, og de koreanske rederiene *Hanjin Shipping* og *Hyundai Merchant Marine* ble kraftig ompriset som følge av mindre chaebol-innflytelse på selskapene og en sterk fundamental utvikling.

Det belgiske tørrlast- og tankrederiet *CMB* ble ompriset i forbindelse med utskillelsen av gassrederiet *Exmar*, og i *Frontline* fikk utbyttepolitikken stadig nye beundrere. *Neptun Orient* solgte tankdivisjonen sin og ble et rent containerrederi.

### Kinesisk "outsourcing" i industri

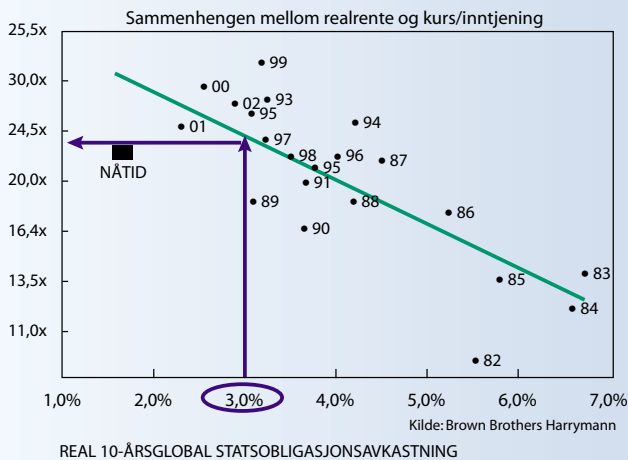
Innen industri var vinneren det kinesiske "outsourcing-selskapet" *Techtronics*. Da den verste krigsfrykten og SARS-skrekken la seg sommeren 2003, kom flyselskapene og annet reiseliv sterkt tilbake.

**Aksjevurderingene fortsatt moderate i forhold til rentenivået globalt**



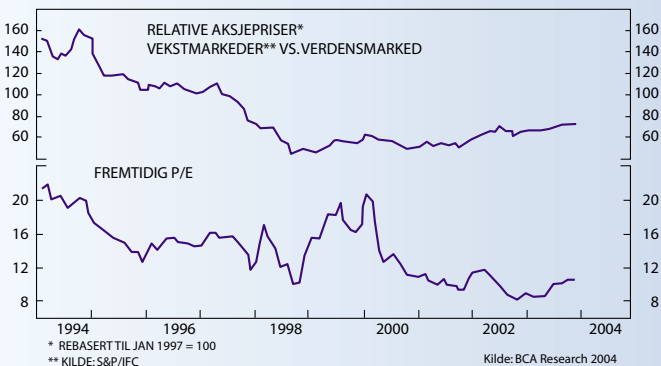
Selskapsavkastningen er fortsatt vesentlig høyere enn renteavkastningen. Gapet vil lukkes ved rentestigning eller ved at aksjekursene stiger.

**Realrenter og aksjevurdering**



Den hellende linjen uttrykker sammenhengen mellom aksjevurderinger og globale realrenter. Punktene uttrykker de enkelte årene, 80-årene representerte med høye realrenter og behagelig lave vurderinger. De sene 90-år representerte den historisk høyeste vurdering i forhold til realrenten. Dagens nivå (firkanten) tar høyde for betydelig vekst i realrentene, eller rom for oppjustering hvis fortjenesteutviklingen blir bedre enn ventet.

**Moderat vurdering av Kon-Tiki-land, men de største rabattene er borte**



De siste tre årene har aksjekursene i vekstmarkedene utviklet seg konsistent bedre enn i den industrialiserte verden. Den sterke undervurderingen er derfor rettet noe opp, men nivået er fortsatt lavt, og inntjeningsveksten høy.

Hovedinvesteringer inn i 2004 er flyselskapene *KLM*, *SAS*, *Finnair* og *P&O*. Et nytt selskap er rederiet *Finnlines*, som tjener på økt samhandel mellom Russland og Europa.

**Inntekstavhengige forbruksvarer**

**Mye bil for pengene - i vekstmarkedene**

Et svakt arbeidsmarked har gitt en avdempet utvikling for varige forbrugsgoder i de industrialiserte land. Kraftig forbruksvekst har imidlertid gitt svært god utvikling for forbruksrelaterte selskaper i en rekke vekstmarkeder. Den industrielle sektoren har ledet an børsutviklingen, mens de forbruksavhengige selskapene fikk mindre fokus.

Resultatutviklingen har vært svak for en rekke selskaper innen dette segmentet, hvor restruktureringskostnadene har dominert. *Volksvagen* er hovedinvesteringen i SKAGEN Global. Her har utviklingen gjennom året vært oppmuntrende, først og fremst som følge av en eksplosjon i det kinesiske bilmarkedet og en snuoperasjon i Sør-Amerika. 2004 tegner bra. Lav dollarkurs setter riktignok resultatene på det europeiske og amerikanske markedet under press, men nytt modellutvalg og sterk vekst i nye markeder kan gi en revurdering i 2004.

*Ssangyong Motors* ble den lokale kursvinner. Det koreanske selskapet opplevde en kraftig verdiøkning gjennom 2003. I 2004 vil kreditorene, som i dag er hovedaksjonærer i selskapet, selge seg ut. Selskapet har lagt opp til en meget spennende ekspansjon og vekst i Kina og India, og er fortsatt lavt vurdert.

*Mahindra & Mahindra*, som er indisk markedsleder innen landbruksutstyr, bygger seg nå opp betydelig innen bilproduksjon. Selskapet hadde en meget sterk utvikling i 2003, og har fortsatt et omvurderingspotensial - gitt at selskapets "skjulte" verdier innen software kommer for dagen.

**Mot bedre tider for media og reiseliv**

Også media og reiseliv hadde en forholdsvis svak utvikling. Utsiktene for 2004 ser imidlertid vesentlig bedre ut. En sterk kontantstrøm i mange selskaper kan gi revurderinger. SKAGEN Vekst har økt vesentlig i *Schibsted* og i *Norges Handels- og Sjøfartstidende*, og solgt seg ut av *A-pressen* etter et oppkjøpstilbud.

SKAGEN Global har fortsatt en betydelig post i et nyrestruert *Independent News & Media*. Selskapet ble kraftig revurdert gjennom 2004. Både SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki var sterkt eksponert i *Grupo Elektra*, som etter en vellykket oppsplitting av detaljistvirksomheten ("Mexicos Elkjøp") og finansieringsvirksomheten til Bank Azteca, ble en av markedsvinnerne i Mexico.

Reiselivsbransjen hadde i likhet med flyselskapene et tungt år med krigs- og SARS-frykt. Også her forventes omvurderinger i 2004. De norske selskapene *Rica* og *OVDs* har et strukturpotensial, samtidig som valutakursene nå gjør norsk næringsliv svært konkurransedyktig. Sterk vekst i kinesisk reiseliv gjør igjen lavt vurderte *Shangri-La Hotel* spennende.

*Sony* var en stor skuffelse, og våre investeringer i selskapet ble solgt ut gjennom året. Salgene medførte ett av de få tapene som ble registrert i fjor for SKAGEN Global og SKAGEN Vekst. Forventninger om økt forbruk og et generasjonsskifte innen forbrukerelektronikk gjør at vi har kjøpt oss inn i *Dixons*, som blant annet eier Elkjøp i Norge.

**Defensive forbruksvarer**

**Bedre fiske men skuffende brygg**

Defensive forbruksvarer var også lite i vinden. Porteføljene våre dro imidlertid nytte av den omprisingen som fant sted innen fiskeoppdrettsnæringen på slutten av fjoråret. Både nederlandske *Nutreco* og *Lerøy Seafoods* fikk seg et sårt etterlengtet kursløft.

En skuffende selskapsutvikling gjorde at vi i SKAGEN Kon-Tiki

skiftet ut *Carlsberg* og *Holsten Brauerei* med danske *Bryggerigruppen* og slovenske *Pivovara Lasko*.

En del gode og solide selskaper innen dette segmentet ble solgt kraftig ned gjennom fjoråret, hvilket ga god anledninger for kjøp av den engelske papir- og bokkjeden *WH Smith* samt matvaredetaljisten *Sainsbury*. Danske *United Plantation Gruppen* ble restrukturert, noe som førte til en sterk kursstigning og utbetaling av store utbytter.

## Medisin

### Angstmedisin ga oss angst

Medisinaksjer hadde også en svak utvikling. Fondenes andre tap av betydning i 2003 (i tillegg til Sony) var finske *Orion* og *Egis* i Ungarn. Et felles prosjekt med en tilsynelatende lovende angstmedisin ble brått stoppet, noe som førte til sterk angst blant aksjonærene. Våre poster i selskapene ble redusert og solgt ut i løpet av året.

Ungarske *Gideon Richter* og japanske *Eisai* utviklet seg godt, og ga sammen med de danske *Chr.Hansens Laboratorium* og *Neurosearch* en relativt god avkastning.

Vurderingen av farmasiselskaper er blitt vesentlig mer edruelig i perioden. Fondene har kjøpt koreanske *Samil Pharma* og *Hanmi Pharma*, i tillegg har SKAGEN Vekst gått inn i norske *Photocure*. 2004 tegner til å bli lysere enn fjoråret for farmasi. Med flere nye interessante preparater i porteføljene, er sjansene gode for en oppgradering av våre farmasiselskaper fra dagens moderate prisenivå.

## Bank og finans

### Lav risiko innen bank og finans

Innen bank og finans valgte vi en lavrisikolinje. Hovedinvesteringene var *BN Bank* og *Aareal/Depfa Bank* i Tyskland, sistnevnte ble kraftig revurdert gjennom året og ga en særdeles god avkastning. Tyrkiske *Yapi Kredi Bank*, *BanColombia* og brasilianske *Unibanco* var desiderte kursvinnere innen vekstmarkedene. Sistnevnte ble i høst erstattet av *Banco Bradesco*.

Innen reassurans hadde vi en stor posisjon i *Hannover Re* og *Korean Re*, som var bransjens absolutte vinnere i 2003. Begge kan skilte med sterk balanse, og har sin virksomhet i et stadig bedre marked for reassurans. Det gode forsikringsmarkedet gjorde at vi også supplerte med *SVB Holdings* og *Wellington Underwriters* - blant Lloyds syndikater - og *Bluewater Insurance* samt *Norwegian Energy & Marine Insurance(NEMI)* i Norge.

I 2001 solgte vi våre aksjer i *Bank Austria* til tyske Hypovereinsbank. I 2003 fikk vi anledning til å kjøpe aksjene tilbake, til under halv pris. Banken er fortsatt bunnsolid og vokser hurtig i Øst-Europa. Den lave vurderingen gjør potensialet svært hyggelig. Banken ga oss svært god avkastning i fjerde kvartal.

## Informasjonsteknologi

### Samsung Electronics – vår teknologiske hjørnestein

Innen teknologi utgjorde *Samsung Electronics* vår hjørnestein. Selskapet hadde en svært god utvikling, og fortsatte omvurderingen fra komponentleverandør til ferdigvarespesialist innen mobiltelefoner og digitale medier. Samtidig strammet markedet for komponenter og flatskjermer seg til, en utvikling som har fortsatt inn i 2004. Selskapet er blitt teknologi- og kostnadsledende, noe som bør gi gode resultater i både 2004 og 2005. I fondene har vi lagt fokuset mer over på preferanseaksjer, for med det å bedre direkteavkastningen (høyere utbytte).

Mange av de samme driverne finner vi også i japanske *Kyocera*, hvor kursen utviklet seg skuffende. Selskapet har imidlertid nylig oppgradert inntjeningsforventningene vesentlig for inneværende år, samtidig som produksjonen er restrukturert. Lav investeringsaktivitet

innen IT de siste årene har gitt lite kapasitetsoverheng, noe som bør gi et vesentlig bedre prisbilde fremover.

Omstruktureringer var også tema i *Motorola*, noe som ga god avkastning i fjor. Det samme gjorde våre investeringer i svenske *Proact-IT*, *Corvis* og bookingselskapet *Travelsky Technology*. I Norge ga selskapene *Tandberg Data*, *Nera* og *Tandberg Television* spektakulær avkastning – først og fremst som følge av ekstremt lav vurdering ved forrige årsskifte.

Nye investeringer er *Vmetro* og *Hewlett-Packard*. Et moderat oppsving kan ventes som følge av at markedet nå er i gang med å skifte ut forrige generasjons produkter og det faktum at selskapene er forholdsvis moderat priset.

Innen software fikk SKAGEN Kon-Tiki et meget solid bidrag fra omvurderingen av indiske *Satayam Computer Services*. Sektoren er nå jevnt for høyt vurdert for oss, gitt sterk syklisk utvikling for bransjen og varierende selskapskvalitet.

## Telekom

### Telekom (Indonesia) – den absolutte vinner

Telekom ble den absolutte vinnersektoren for oss i 2003. Mobiltelefoni i vekstmarkedene var, som i 2002, blant de absolutte vinnerne. Dette som følge av lav vurdering, svært gode resultater, og høy vekst. Mot slutten av året reduserte vi eksponeringen i russiske *Vimpelcom*.

Av enkeltelskaper bidro *Telkom Indonesia*, *Indosat* og thailandske *TAC* med særdeles gode resultater. SKAGEN Kon-Tiki kjøpte seg i desember "tilbake" til en større posisjon i TAC, basert på forventninger om ny lovgivning som vil være positiv for selskapet. Denne triggeren fikk en pen utløsning allerede tidlig i 2004, og aksjekursen steg kraftig.

### Inn i eksploderende indisk mobilmarked

Vi har også kjøpt oss inn i den nest største indiske mobiloperatøren, *Bharti Televentures*, som har en markedsandel på 25 prosent av det indiske markedet. Selskapet tjener nå penger, samtidig som markedet for indisk mobiltelefoni eksploderer.

Bharti Televenture har lite gjeld, og er lavt vurdert i forhold til potensiell størrelse av markedet. Ny lovgivning har frigjort oppmagsinert etterspørsel, slik at dette markedet i løpet av få år blir blant verdens absolutt største.

## Nyttetjenester

### Kraftig kursoppgang – fortsatt billig brasiliansk fossefall

Nyttetjenester hadde et tungt år globalt, som følge av reguleringer og ettervirkninger av Enron-skandalen. Den brasilianske kraftprodusenten *Elektrobras* ble omvurdert. Dels som følge av den meget gode utviklingen for det brasilianske aksjemarkedet, og dels som følge av signaler om ny lovgivning hvor selskapene gis anledning til å få en akseptabel avkastning på investert kapital. Både SKAGEN Vekst og SKAGEN Global kjøpte seg inn i selskapet, slik at det nå er representert i alle tre fond.

Til tross for siste måneders kraftige kursoppgang for *Elektrobras*, er selskapet fortsatt lavt vurdert, med høy direkteavkastning og stor rabatt på bokført verdier.

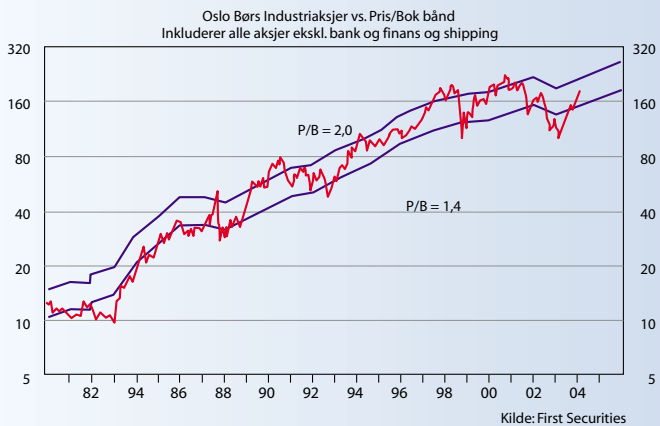
"Kombinasjonen av moderat vurdering og sterk inntjeningsforbedring i inneværende år gjør at porteføljene våre fortsatt er lavt vurdert".

## SKAGEN Global

SKAGEN Global har en portefølje bestående av håndplukkete, gjennomtenkte, og analyserte selskaper over hele verden. Gjennom

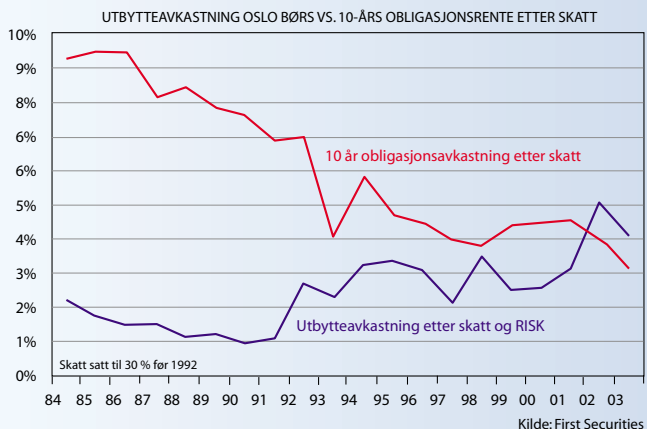


### Pris/bokført egenkapital norske aksjer



Aksjekursene er korrigert sterkt opp fra den kraftige undervurderingen i 2002, men det er fortsatt rom for oppvurdering hvis rentenivået holder seg lavt og resultatutviklingen blir like positiv som forventet. Normalt går markedene i en syklus mellom undervurdering og overvurdering – det forhold at ”overvurderingen” ikke er større etter det siste års aksjestigning, skyldes at de største – og billigste selskapene steg minst.

### Fortsatt gunstig direkteavkastning på aksjer



Selv om direkteavkastningen falt noe i 2003 som følge av kursstigningen på aksjene er nivået fortsatt konkurranse-dyktig med pengemarkedet og delvis også obligasjonsrentenivået. Utbytterne vokste kraftig i 2003, og ventes å stige mer i 2004.

”SKAGEN kalkulatorens” diskriminerende nåløyve finner vi attraktive selskaper som er lavt priset. Hver investering må kunne stå på sine egne ben.

2003 var et godt år for fondets andelseiere: SKAGEN Global steg med 62,8 prosent, mens verdensmarkedet, MSCI World Indeks målt i norske kroner, steg med 28,5 prosent.

Igjen, akkurat som gjennomsnittet av de siste fem årene, var SKAGEN Global ett av de absolutt beste globale fondene i verden. Våre selskaper leverte pene resultater og ble oppvurderte. Bidragsyttere til fondets avkastning var fra en veldig bred industriflora hvilket under året gav en stabil og økende risikjusterte meravkastning. Minst like viktig - det var veldig få skuffelser eller tap under året. Gjennom beskyttelse av kapitalen og god avkastning på de riktig investeringene, i kombinasjon med en pen utvikling for det gjennomsnittlige børselskapet, ble fjoråret ett av de beste årene i fondets 7-årige historie.

2004 har begynt på et høyere generelt vurderingsnivå, med mer optimisme mot aksjer som investering. Spesielt er dette merkbart i den gjennomsnittlige børsaksjesvurderingen globalt. Som portefølje-forvalters beretning beskriver, ser vi fortsatt pene muligheter i underinvesterte og undervurderte selskaper i visse regioner og bransjer.

Vi har økt våre investeringer innen energi, råvarer og industri. Disse selskapene har en lav vurdering, og bør kunne dra nytte av den økonomiske oppgangen, med eller uten inflasjon.

Vi har fortsatt også vekstmarkeder som et fokusområde, samtidig er fondets største geografiske vekt i Europa. Europeisk vekst kan bli en av årets største økonomiske overraskelser, mens vurderingen er attraktiv.

## SKAGEN Vekst

SKAGEN Vekst har som målsetting å være en kvalitetsforbedret norsk aksjeforfølje, med høyere risikjustert avkastning enn det norske aksjemarkedet. Fondet steg 66 prosent i 2003 – 18 prosent mer enn Oslo Børs Hovedindeks - samtidig som fondets risiko målt i standardavvik var lavere.

I 2003 var det ikke fondets hovedinvesteringer som bidro til meravkastningen, men mange av de mindre postene som ble dramatisk revurdert i løpet av året. Dette illustreres ved at fondets fire største investeringer alle hadde dårligere utvikling enn SKAGEN Vekst.

SKAGEN Vekst var 10 år 1. desember 2003. Fondet har hatt en bedre avkastning enn Oslo Børs i 8 av de 10 årene og har hatt en avkastning (pr. 31/12-03) siden start på 435 prosent eller 18 prosent p.a. Disse resultatene plasserer fondet på en suveren topp-plass i 10-årsperioden blant samtlige fond som markedsføres i Skandinavia og som har 10-års historikk (kilde: Morningstar).

Ved inngangen til 2004 er SKAGEN Vekst investert i selskaper som vi, til tross for kraftig kursstigning i fjor, mener er undervurdert ut fra en fundamental verdsettelse og som dermed fortsatt har verdistigningspotensial. Graden av undervurdering er dog betydelig mindre enn ved inngangen til 2003. Bransjemessig er SKAGEN Vekst ved inngangen til 2004 orientert mot selskaper som vil dra nytte av følgende utvikling:

- Fortsatt positiv internasjonal konjunkturutvikling (råvarer og shipping).
- Asia vil fortsatt være drivhjulet for global vekst (høy porteføljeandel i selskaper orientert mot Asia).
- Lang periode med underinvestering fra de store oljeselskapene (offshoreservice og oljeselskaper som har investert i økt reservebase).
- De billigste aksjemarkedene i Europa finnes der institusjonelle investorer har høyest aksjeandel (England og Nederland).
- Telekommunikasjon rettet mot vekstmarkeder med lav penetrasjon, lavt vurderte selskaper og selskaper som har de beste kapitalmessige og organisasjonsmessige forutsetninger til å bli fremtidens ”vinnere”.

Fondet er ved inngangen til året lite investert i selskaper som vil bli rammet verdsettelsesmessig av økte inflasjonsforventninger med tilhørende høyere obligasjonsrenter (tradisjonelle banker, inntjeningsstabile selskaper og selskaper der forventet inntjening ligger langt frem i tid).

## SKAGEN Kon-Tiki

2003 ble et gjennombruddsår for fondet. Globalt sett ble fondet blant de absolutt beste innen sin klasse. Dette er også tilfellet hvis vi "regner tilbake" til oppstarten i april 2002. Fondet skiller seg fra de andre fondene i sin klasse gjennom sitt selskapsfokus og en gjennomført verdiorientering, samtidig som fondet har en betydelig geografisk fleksibilitet.

Avkastningen for SKAGEN Kon-Tiki ble 102 prosent i 2003. Det mest oppløftende med investeringsresultatet var at avkastningen var spredt på mange selskaper og geografiske områder. Det var økende fokus på vekstmarkedene i året som gikk. Dels fordi disse markedene har sterk eksponering til både fallende risikopremier og et globalt økonomisk oppsving.

Nettopp fallet i risikopremier ble en nøkkelfaktor i året som gikk innen rentemarkedet – og bare til en viss grad har vi sett det samme i aksjemarkedet. Fortsatt vurderes vekstmarkedsselskapene gjennomsnittlig lavere enn verdensmarkedet – selv om gapet ble innsnevret i året som gikk.

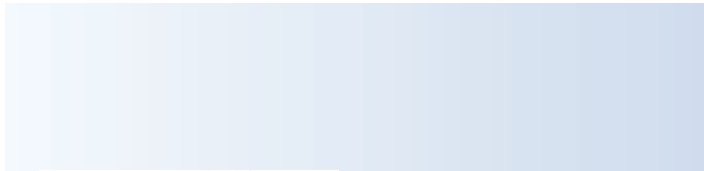
Basert på størrelse, målt både som verdiskapning, ressurser og den enorme befolkningen som befinner seg der, er vekstmarkedene generelt - og selskapene i SKAGEN Kon-Tiki spesielt - fremdeles undervurderte.

## SKAGEN Høyrente

SKAGEN Høyrente har en misjon - å gi andelseierne bedre avkastning på 4,2 prosent mot gjennomsnittlig 3 måneders NIBOR-rente på 4,1 prosent. Fondet vil fortsatt gi betryggende marginer til det man blir tilbudt i banken. SKAGEN Høyrente er det beste alternativet til banksparing fordi svingningene i fondet er lavest blant samtlige norske pengemarkedsfond, og avkastningen alltid er konkurranse-dyktig.

## SKAGEN Avkastning

SKAGEN Avkastning er et fleksibelt obligasjonsfond. Fondet har gjort det bedre enn pengemarkedsplasseringer i 6 av sine 9 leveår, og gjennomsnittlig årlig meravkastning i forhold til pengemarkedsplasseringer er på over 1,5 prosentpoeng siden oppstart. Fondet tar kun renterisiko når obligasjoner er åpenbart billige. Dersom obligasjonsrentene stiger med en prosent vil et gjennomsnittlig obligasjonsfond ha en negativ avkastning på seks måneders sikt. Dette vil vi unngå i SKAGEN Avkastning. For året som kommer vil vi forsøke å skape meravkastning ved å plassere mindre deler av fondet i utenlandske statsobligasjoner. Vi tar lav utstederrisiko og investerer kun i statsobligasjoner og banker. For renteplasseringer med over 6 måneders tidshorisont anbefales derfor SKAGEN Avkastning.



J. Kristoffer C. Stensrud  
investeringsdirektør og portefølje-  
forvalter for SKAGEN Kon-Tiki



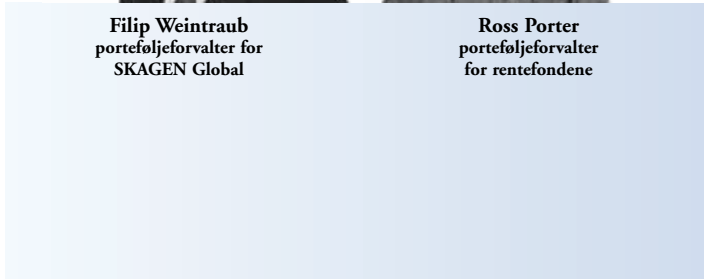
Kristian Falnes  
porteføljeforvalter for  
SKAGEN Vekst



Filip Weintraub  
porteføljeforvalter for  
SKAGEN Global



Ross Porter  
porteføljeforvalter  
for rentefondene



Stavanger, 22. januar 2004

J. Kristoffer C. Stensrud

Kristian Falnes

Filip Weintraub

Ross Porter

## Avkastnings- og risikomålinger

Alle avkastningstall utover 12 måneder er annualisert (geometrisk avkastning).

Avkastning per 31.12.2003	12 måneder	24 måneder	36 måneder	48 måneder	60 måneder	Siden start
SKAGEN Vekst	66,25 %	13,94 %	8,60 %	5,78 %	17,25 %	18,15 %
Oslo Børs hovedindeks	48,40 %	1,13 %	-5,15 %	-4,30 %	4,07 %	6,87 %
SKAGEN Global	62,82 %	11,82 %	6,19 %	3,37 %	19,47 %	21,51 %
Morgan Stanley verdensindeks (NOK)	28,04 %	-10,88 %	-12,65 %	-10,82 %	-3,73 %	-0,63 %
SKAGEN Kon-Tiki	102,93 %					22,54 %
Morgan Stanley verdensindeks (NOK)	28,04 %					-2,31 %
SKAGEN Avkastning	6,15 %	6,44 %	6,35 %	6,28 %	5,93 %	7,30 %
(BRIX t.o.m. 31.12.02)/ST4X obligasjonsindeks	11,13 %	9,60 %	8,95 %	7,83 %	7,36 %	8,03 %
SKAGEN Høyrente	4,23 %	5,84 %	6,40 %	6,35 %	6,39 %	6,52 %
Statssertifikatindeks 0,5	4,92 %	6,15 %	6,62 %	6,48 %	6,44 %	6,60 %
SKAGEN Høyrente Institusjon						
Siden oppstart 14. mars 2003	3,45 %					
Statssertifikatindeks 0,25	3,55 %					

### Differanseavkastning per 31.12.2003

SKAGEN Vekst	17,85 %	12,81 %	13,76 %	10,08 %	13,18 %
SKAGEN Global	34,78 %	22,70 %	18,83 %	14,19 %	23,20 %
SKAGEN Kon-Tiki	74,89 %				
SKAGEN Avkastning	-4,98 %	-3,16 %	-2,60 %	-1,55 %	-1,42 %
SKAGEN Høyrente	-0,69 %	-0,32 %	-0,22 %	-0,13 %	-0,05 %

### Standardavvik per 31.12.2003

SKAGEN Vekst	18,53	23,41	23,95	22,43	22,04
Oslo Børs hovedindeks	23,10	26,34	25,57	23,32	22,57
SKAGEN Global	19,06	22,60	26,07	24,15	24,16
SKAGEN Kon-Tiki	23,14				
Morgan Stanley verdensindeks	16,70	21,01	20,21	18,71	18,20
SKAGEN Avkastning	1,35	1,87	2,22	2,03	2,01
(BRIX t.o.m. 31.12.02)/ST4X obligasjonsindeks	3,22	3,11	2,82	2,65	2,88
SKAGEN Høyrente	0,37	0,44	0,44	0,41	0,40
Statssertifikatindeks 0,5	0,61	0,63	0,58	0,54	0,57

### Relativ volatilitet per 31.12.2003

SKAGEN Vekst	7,78	6,55	6,29	7,59	8,73
SKAGEN Global	9,12	8,88	11,74	11,86	11,98
SKAGEN Kon-Tiki	12,97				
SKAGEN Avkastning	2,14	1,86	1,72	1,65	1,74
SKAGEN Høyrente	0,42	0,40	0,34	0,31	0,33

### Sharpe-indeks per 31.12.2003

SKAGEN Vekst	3,35	0,37	0,10	-0,01	0,51
Oslo Børs hovedindeks	1,86	-0,16	-0,42	-0,37	0,00
SKAGEN Global	2,86	0,25	0,00	-0,12	0,54
SKAGEN Kon-Tiki	3,95				
Morgan Stanley verdensindeks	1,06	-0,86	-0,95	-0,96	-0,60
SKAGEN Avkastning	1,01	0,28	-0,02	0,01	-0,20
(BRIX t.o.m. 31.12.02)/ST4X obligasjonsindeks	1,97	1,16	0,89	0,58	0,29
SKAGEN Høyrente	0,10	0,12	0,15	0,06	0,14
Statssertifikatindeks 0,5	1,23	0,56	0,51	0,29	0,17

### Information Ratio per 31.12.2003

SKAGEN Vekst	2,29	1,96	2,19	1,33	1,51
SKAGEN Global	3,81	2,56	1,60	1,20	1,94
SKAGEN Kon-Tiki	5,77				
SKAGEN Avkastning	-2,33	-1,70	-1,51	-0,94	-0,82
SKAGEN Høyrente	-1,64	-0,79	-0,65	-0,43	-0,15






**Standardavviket** gir oss et mål på svingningene i fondets/indeksens avkastning gjennom en gitt periode. Hvert månedlige avkastningstall sammenlignes med gjennomsnittlig avkastning i perioden (siste 12, 24, 36, 48 og 60 måneder). Dess høyere standardavvik, dess høyere gjennomsnittlig svingning har fondet/ indeksen, noe som indikerer høyere risiko. For deg som andelseier betyr et lavt standardavvik at sannsynligheten for å tape penger på investeringen er lavere.

**Sharpe-indeksen** sammenholder fondets/indeksens avkastning og standardavvik med risikofri avkastning, og gir et bilde av fondets/indeksens risikojusterte avkastning. Ettersom både historisk avkastning og risiko er viktige faktorer som bør hensyntas før en investering i fond foretas, er Sharpe-indeksen et viktig nøkkeltall når forskjellige fond skal sammenlignes. Dess høyere Sharpe-indeks, dess høyere risikojustert avkastning har fondet/indeksen.

**Information ratio (IR)** er et alternativt mål på risikojustert avkastning. Til forskjell fra Sharpe-indeksen, justeres fondets avkastning fratrukket en referanseindeks' avkastning (dette kalles differanse-avkastning) med et mål på hvor mye fondet svinger i forhold til referanseindeksen (dette kalles relativ volatilitet). Det er altså ikke fondets utvikling alene som påvirker IR, men også referanseindeksens utvikling. Dess høyere IR, dess høyere relativ risikojustert avkastning har fondet.

**IR** som mål på risikojustert avkastning passer best hvis en er oppatt av relativ risiko (dvs. faren for å oppnå lavere risiko enn referanseindeksen). Vi i SKAGEN Fondene er mer oppatt av absolutt risiko (dvs. faren for å tape penger), og mener derfor at Sharpe gir et bedre uttrykk for risikojustert avkastning. IR beregnes per definisjon ikke for indekser.

# Fondsranking

Fondsranking	SKAGEN Global	SKAGEN Vekst	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Høyrente	SKAGEN Kon-Tiki
Morningstar (5 = Best rating) (Kilde: Morningstar.no, 31. des. 2003)	★★★★	★★★★★	★	★★★	
Wassum (5 = Best rating) (Kilde: Wassum, 30. sept. 2003)	W W W W W		W W W		
Standard & Poor's Stjerner (5 = Best) (Kilde: Standard & Poor's, 20. jan. 2004)	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	
Standard & Poor's rating (Kilde: Standard & Poor's, 31. des. 2003)	A	A			A
Dine penger (DP terning) DP Indeks / Avkastning siste 12 mnd. (Nr 11. 2003)	 1,94 Nr. 1 av 46	 1,53 Nr. 1 av 6	6,20 % Nr. 18 av 19	5,24 % Nr. 3 av 4	 1,53 Nr. 1 av 12
Fondsbarometeret (Kilde: Stavanger Aftenblad, 31. des. 2003)	 Nr. 1 av 27	 Nr. 1 av 30			

S&P's stjerne-rating gjelder kun for det norske markedet.  
Tomme felt betyr at det ikke er foretatt noen rating av fondet.

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Investeringer i utenlandsk valuta er ikke valutasikret. Tegningsprovisjon: Maks. 0,7 %.

Årlig forvaltningshonorar er 1 % + variabelt forvaltningshonorar: Avkastning over 6 % i SKAGEN Vekst fordeles 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet.

I SKAGEN Global gjelder den resultatavhengige delen når avkastningen overstiger referanseindeksen Morgan Stanley Capital International Daily Traded Net \$ World Index målt i norske kroner. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Kon-Tiki er 2,5 % p.a. pluss/minus variabelt forvaltningshonorar: Akkumulert avkastning utover Morgan Stanley Capital International Daily Total Return Net Dividends \$ Emerging Markets Free målt i norske kroner fordeles 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Totalt årlig forvaltningshonorar har imidlertid et øvre tak på 4 % av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Ved lavere avkastning enn verdensindeksen, deles verdifallet likeledes 90/10. Dog begrenses reduksjonen slik at det totale årlige forvaltningshonoraret blir minimum 1 % av gjennomsnittlig forvaltningskapital. SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki kan bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse selv om fondets avkastning har vært negativ, så lenge fondet har oversteget referanseindeksen. Motsatt kan fondet ha positiv avkastning uten å bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse, så lenge referanseindeksen ikke har blitt oversteget. Fast forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes kvartalsvis. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig.

I SKAGEN Avkastning og SKAGEN Høyrente er det ingen kostnader knyttet til kjøp og salg av andeler. Det er heller ingen uttaksbegrensninger. Årlig forvaltningshonorar er 0,5 % for SKAGEN Avkastning og 0,3 % for SKAGEN Høyrente.

For en detaljert beskrivelse av kostnadene med mer henvises til produkt-ark og prospektene. Disse kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene.

# Årsregnskap

RESULTATREGNSKAP (alle tall i hele 1000)	Noter	SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Høyrente		SKAGEN
		2003	2002	2003	2002	2003	2.4-31.12.02	2003	2002	2003	2002	Høyrente Institusjon 14.3. - 31.12.2003
<b>Porteføljehinntekter og -kostnader</b>												
Renteinntekter/-kostnader		11 679	15 446	8 147	22 692	1 963	3 585	8 157	6 163	37 209	32 314	5 940
Mottatt aksjeutbytte		103 054	69 401	76 610	71 117	19 122	3 796	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		6 061	86 050	-20 896	-144 474	35 004	-17 377	2 502	971	-429	599	-82
Endring urealiserte kursgevinster/tap	8	1 492 332	-825 546	1 461 157	-649 074	435 225	-115 798	633	880	-497	180	-15
Garantiprovisjon		53	-	-	-	200	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-4 965	-3 943	-3 781	-5 065	-3 711	-1 648	-	-	-	-	-
Agio/disagio		14 111	72 298	5 320	83 873	20 660	27 167	-620	46	-	-	-
<b>Porteføljeresultat</b>		<b>1 622 325</b>	<b>-586 293</b>	<b>1 526 557</b>	<b>-620 931</b>	<b>508 462</b>	<b>-100 275</b>	<b>10 671</b>	<b>8 060</b>	<b>36 284</b>	<b>33 093</b>	<b>5 843</b>
<b>Forvaltningsinntekter og -kostnader</b>												
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler	7	2 712	3 143	3 503	4 929	2 388	654	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	9	-28 518	-25 455	-29 107	-27 656	-15 211	-5 194	-689	-449	-1 676	-978	-267
Forvaltningshonorar variabelt	9	-147 338	-	-82 634	-72 279	-9 127	-3 365	-	-	-	-	-
<b>Forvaltningsresultat</b>		<b>-173 145</b>	<b>-22 312</b>	<b>-108 237</b>	<b>-95 006</b>	<b>-21 950</b>	<b>-7 905</b>	<b>-689</b>	<b>-449</b>	<b>-1 676</b>	<b>-978</b>	<b>-267</b>
<b>Resultat før skattekostnad</b>		<b>1 449 180</b>	<b>-608 605</b>	<b>1 418 320</b>	<b>-715 937</b>	<b>486 512</b>	<b>-108 180</b>	<b>9 982</b>	<b>7 611</b>	<b>34 608</b>	<b>32 115</b>	<b>5 576</b>
Skattekostnad	4,12	-3 052	-3 080	-7 522	-5 490	-5 739	-7 291	-	-	-	-	-
<b>Årsresultat</b>		<b>1 446 128</b>	<b>-611 685</b>	<b>1 410 797</b>	<b>-721 427</b>	<b>480 773</b>	<b>-115 471</b>	<b>9 982</b>	<b>7 611</b>	<b>34 608</b>	<b>32 115</b>	<b>5 576</b>
<b>Som disponeres</b>												
Overført til/fra opptjent egenkapital		1 446 128	-611 685	1 410 797	-721 427	480 773	-115 471	633	880	-497	180	-15
Avsatt til utbetaling til andelseierne		-	-	-	-	-	-	9 349	6 731	35 105	31 935	5 591
<b>Sum</b>		<b>1 446 128</b>	<b>-611 685</b>	<b>1 410 797</b>	<b>-721 427</b>	<b>480 773</b>	<b>-115 471</b>	<b>9 982</b>	<b>7 611</b>	<b>34 608</b>	<b>32 115</b>	<b>5 576</b>
<b>BALANSE</b>		31.12.03	31.12.02	31.12.03	31.12.02	31.12.03	31.12.02	31.12.03	31.12.02	31.12.03	31.12.02	31.12.03
<b>Eiendeler</b>												
Norske verdipapirer til kostpris	3,8	1 543 029	1 460 131	-	-	-	-	125 719	114 500	616 567	437 871	164 276
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,8	1 661 426	1 445 725	3 607 731	3 077 924	1 298 169	381 208	9 667	-	-	-	-
Urealiserte kursgevinster	8	729 541	-762 791	606 302	-854 855	319 427	-115 798	1 396	763	299	796	-15
Opptjente renter	8	-	-	-	-	-	-	700	1 576	6 559	12 629	1 280
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>3 933 995</b>	<b>2 143 065</b>	<b>4 214 033</b>	<b>2 223 068</b>	<b>1 617 595</b>	<b>265 409</b>	<b>137 482</b>	<b>116 838</b>	<b>623 425</b>	<b>451 295</b>	<b>165 541</b>
Påløpt aksjeutbytte		8 408	1 369	8 997	2 176	4 387	502	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		1 289	772	5 830	4 401	12	2	-	-	-	-	-
<b>Opptjente, ikke mottatte inntekter</b>		<b>9 696</b>	<b>2 140</b>	<b>14 827</b>	<b>6 577</b>	<b>4 400</b>	<b>504</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Til gode fra meglere		4 116	1 195	-	459	9	12 577	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		113	114	55	57	28	12	13	5	24	6	5
Andre fordringer		-	2 541	244	-	-	712	-	-	-	-	-
<b>Sum andre fordringer</b>		<b>4 229</b>	<b>3 850</b>	<b>300</b>	<b>516</b>	<b>38</b>	<b>13 301</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>24</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
Bankinnskudd		492 219	4 807	314 941	34 695	159 375	-	7 325	8 213	41 298	72 132	1 832
<b>Sum eiendeler</b>		<b>4 440 140</b>	<b>2 153 862</b>	<b>4 544 101</b>	<b>2 264 856</b>	<b>1 781 408</b>	<b>279 214</b>	<b>144 819</b>	<b>125 056</b>	<b>664 747</b>	<b>523 434</b>	<b>167 379</b>
<b>Egenkapital</b>												
Andelskapital til pålydende	10	795 174	666 135	1 269 470	1 022 243	1 219 278	357 295	113 283	93 441	621 515	484 559	161 733
Overkurs	10	1 635 587	1 100 448	2 110 809	1 541 833	144 532	2 198	20 626	16 765	6 006	4 369	-37
<b>Innskutt egenkapital</b>		<b>2 430 761</b>	<b>1 766 583</b>	<b>3 380 280</b>	<b>2 564 076</b>	<b>1 363 810</b>	<b>359 494</b>	<b>133 909</b>	<b>110 206</b>	<b>627 522</b>	<b>488 928</b>	<b>161 695</b>
Opptjent egenkapital	10	1 823 714	377 586	1 026 116	-384 681	365 302	-115 471	1 362	742	372	814	-15
<b>Sum egenkapital</b>		<b>4 254 475</b>	<b>2 144 169</b>	<b>4 406 396</b>	<b>2 179 396</b>	<b>1 729 111</b>	<b>244 023</b>	<b>135 271</b>	<b>110 947</b>	<b>627 894</b>	<b>489 741</b>	<b>161 680</b>
<b>Gjeld</b>												
Avsatt til utbetaling til andelseierne		-	-	-	-	-	-	9 349	6 731	35 105	31 935	5 591
Banktrekk		-	-	-	-	-	23 248	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere		22 655	4 136	31 781	319	20 509	-	-	5 475	-	3	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		157 633	5 557	93 531	78 404	18 195	5 040	167	139	468	363	106
Annen gjeld		5 377	-	12 393	6 738	13 593	6 903	32	1 763	1 280	1 390	1
<b>Sum annen gjeld</b>		<b>185 665</b>	<b>9 693</b>	<b>137 705</b>	<b>85 461</b>	<b>52 297</b>	<b>35 192</b>	<b>199</b>	<b>7 378</b>	<b>1 748</b>	<b>1 757</b>	<b>108</b>
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>		<b>4 440 140</b>	<b>2 153 862</b>	<b>4 544 101</b>	<b>2 264 856</b>	<b>1 781 408</b>	<b>279 214</b>	<b>144 819</b>	<b>125 056</b>	<b>664 747</b>	<b>523 434</b>	<b>167 379</b>
Antall utstedte andeler		7 951 740	6 661 351	12 694 704	10 222 435	12 192 780	3 572 955	1 132 832	934 411	6 215 155	4 845 590	1 617 326
Innløsningskurs per andel		535	321	347	213	142	70	128	126	107	108	103
<b>Kontantstrømpoppstilling</b>												
<b>Likvider per 1.1.</b>		<b>4 807</b>	<b>31 962</b>	<b>34 695</b>	<b>108 338</b>	<b>-23 248</b>	<b>-</b>	<b>8 213</b>	<b>3 244</b>	<b>72 132</b>	<b>22 554</b>	<b>-</b>
<b>Tilgang</b>												
Netto tegning (Inkl. tegnings- og innløsningsprovisjon)	+/-	666 890	155 899	819 707	237 081	1 006 704	360 147	23 703	53 484	138 594	296 871	161 695
Netto realiserte kursgevinster	+/-	6 061	86 050	-20 896	-144 474	35 004	-17 377	2 502	971	-429	599	-82
Mottatt renter og utbytte (etter skatt)	+/-	120 879	150 122	78 773	167 128	32 494	32 512	7 537	6 209	37 209	32 314	5 940
<b>Sum tilgang</b>	<b>=</b>	<b>793 830</b>	<b>392 071</b>	<b>877 584</b>	<b>259 734</b>	<b>1 074 203</b>	<b>375 282</b>	<b>33 742</b>	<b>60 664</b>	<b>175 375</b>	<b>329 784</b>	<b>167 553</b>
<b>Anvendelse</b>												
Netto kjøp av verdipapirer	+/-	-298 599	-379 235	-529 807	-266 587	-916 961	-381 208	-20 886	-58 783	-178 697	-257 132	-164 276
Endring i uoppgjorte poster	+/-	168 036	-14 536	44 210	33 144	49 721	-8 765	-6 311	6 918	6 043	-7 644	-1 178
Utgifter til driften	-	-175 856	-25 455	-111 741	-99 934	-24 338	-8 558	-689	-449	-1 676	-978	-267
Netto utdelt til andelseierne	-	-	-	-	-	-	-	-6 743	-3 382	-31 880	-14 451	-
<b>Sum anvendelse</b>	<b>=</b>	<b>-306 419</b>	<b>-419 226</b>	<b>-597 338</b>	<b>-333 377</b>	<b>-891 579</b>	<b>-398 531</b>	<b>-34 629</b>	<b>-55 696</b>	<b>-206 210</b>	<b>-280 205</b>	<b>-165 721</b>
<b>Likvider per 31.12.</b>	<b>=</b>	<b>492 219</b>	<b>4 807</b>	<b>314 941</b>	<b>34 695</b>	<b>159 375</b>	<b>-23 248</b>	<b>7 325</b>	<b>8 213</b>	<b>41 298</b>	<b>72 132</b>	<b>1 832</b>

# SKAGEN Global

Aksjefondet SKAGEN Global investerer i aksjer over hele verden – bortsett fra Norge. Som for de andre aksjefondene er investeringsfilosofien å oppnå høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko, gjennom å investere i undervurderte selskaper, bransjer eller land. Fondet søker å ha en balansert eksponering mot bransjer. Kravene til høy kvalitet og lav vurdering av selskapene er absolutte, samtidig som selskapsrisiko og markedsrisiko skal balanseres mot gevinstmulighetene.

SKAGEN Global er av uavhengige aktører som det internasjonale ratingbyrået Standard & Poor's, samt tidsskrifter som Dine Penger, ansett for å være blant markedets aller beste globale aksjefond.

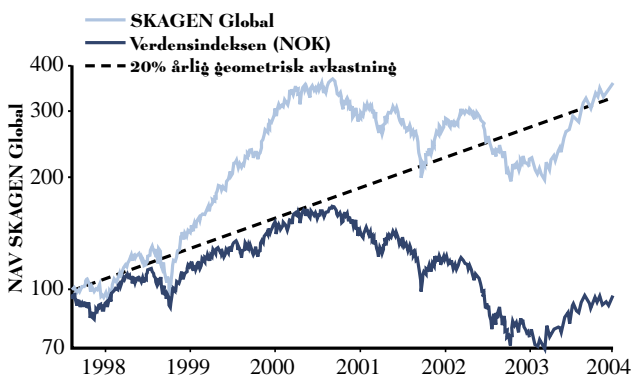
SKAGEN Global passer for en investor som allerede har en eksponering til det norske aksjemarked, men som vil komplettere sin portefølje med en god geografisk spredning, bransjemessig balanse, og ekstraordinære gevinstmuligheter.

<b>Fondets startdato</b>	8. august 1997
<b>Avkastning siden oppstart</b> (frem til 31. desember 2003)	247,09 %
<b>Gjennomsnittlig avkastning per år</b>	21,51 %
<b>S&amp;P's kvantitativ rating</b> (Ratng gjelder kun for det norske markedet)	★★★★★
<b>Forvaltningskapital</b>	4 387 mill kr
<b>Antall andelseiere</b>	28 772
<b>Tegningsprovisjon</b>	0,0 – 0,7 % (avhengig av beløp)
<b>Innløsningsprovisjon</b>	0 %
<b>Forvaltningshonorar</b>	1,0 % p.a. + 10 % av avkastningen utover referanseindeks
<b>Minste tegningsbeløp</b>	Engangstegning kr 1 000, spareavtale kr 250
<b>Skatteordninger</b>	IPA, Unit Link
<b>Godkjent for markedsføring i</b>	Norge, Sverige og Danmark
<b>Referanseindeks</b>	MSCI Daily Net \$ World Index målt i norske kroner
<b>UCITs-fond</b>	Ja
<b>Porteføljeforvalter</b>	Filip Weintraub

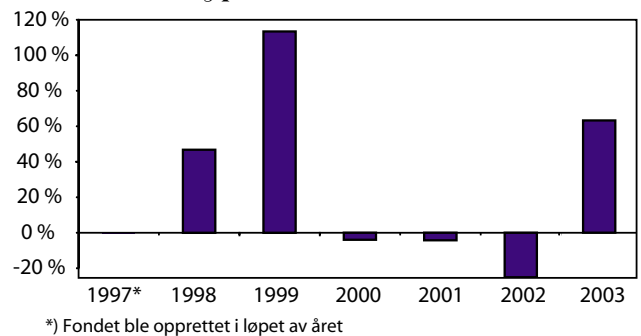
Årstall	Avkastning	Referanseindeks	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2003	62,82 %	28,04 %	4 387	28 772
2002	-23,20 %	-37,97 %	2 176	26 465
2001	-4,24 %	-16,07 %	2 660	24 767
2000	-4,65 %	-5,12 %	2 863	22 093
1999	113,41 %	30,73 %	2 092	9 983
1998	47,16 %	26,52 %	237	1 017
1997**	-3,08 %	-8,21 %	32	24

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

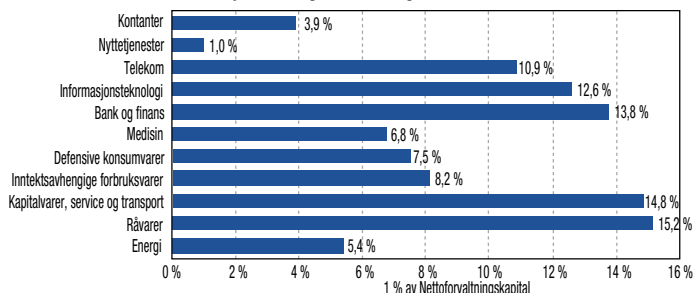
## Historisk kursutvikling



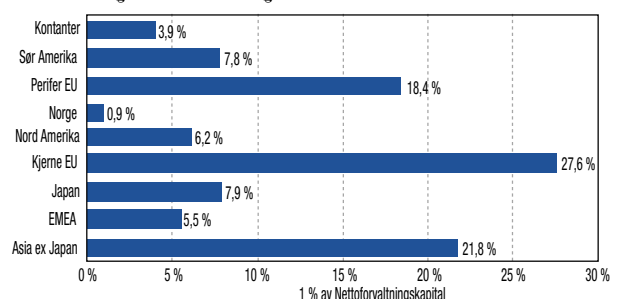
## Avkastning per år



## Bransjemessig fordeling SKAGEN Global



## Regional fordeling SKAGEN Global





# SKAGEN Vekst

Minimum 50 prosent av midlene i aksjefondet SKAGEN Vekst skal til enhver tid være investert i Norge, resten skal være plassert i det globale aksjemarkedet. Målinger foretatt av tidsskriftet Dine Penger og Morningstar plasserer SKAGEN Vekst blant de aksjefondene som har gitt høyest avkastning i forhold til risikoen. Risikoen til fondet er, isolert sett, blant de laveste ”i klassen”.

Redusert risiko oppnås gjennom grundige analyser av de enkelte selskapene, samt hovedtendensene i norsk og internasjonalt næringsliv. I tillegg er en betydelig del av fondets midler investert utenfor Norges grenser. Dette gjør at fondet kan ta del i den verdiskapningen som finner sted i selskaper som opererer innen bransjer og markeder som ikke finnes på Oslo Børs. Vi leter etter selskaper som er solide, men underpriset, og som ligger i undervurderte markeder.

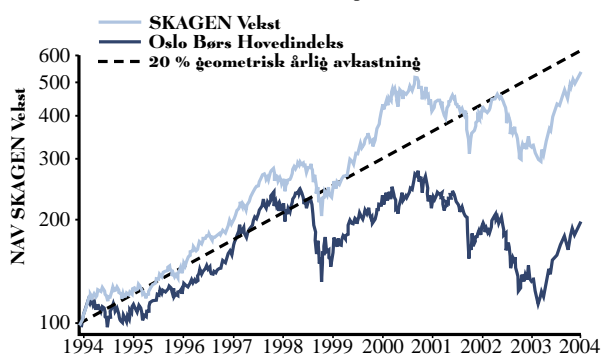
SKAGEN Vekst passer for en investor som vil ha en kvalitativt forbedret, og dermed mindre risikoutsatt, portefølje enn det norske aksjemarkedet.

<b>Fondets startdato</b>	1. desember 1993
<b>Avkastning siden oppstart</b> (frem til 31. desember 2003)	435,08 %
<b>Gjennomsnittlig avkastning per år</b>	18,15 %
<b>S&amp;P's kvantitativ rating</b> (Ratingen gjelder kun for det norske markedet)	★★★★★
<b>Forvaltningskapital</b>	4 238 mill kr
<b>Antall andelseiere</b>	47 334
<b>Tegningsprovisjon</b>	0,0 – 0,7 % (avhengig av beløp)
<b>Innløsningsprovisjon</b>	0 %
<b>Forvaltningshonorar</b>	1,0 % p.a. + 10 % av avkastningen utover 6 % p.a.
<b>Minste tegningsbeløp</b>	Engangstegning kr 1 000, spareavtale kr 250
<b>Skatteordninger</b>	IPA, Unit Link
<b>Godkjent for markedsføring i</b>	Norge, Sverige og Danmark
<b>Referanseindeks</b>	Oslo Børs Hovedindeks
<b>UCITs-fond</b>	Ja
<b>Porteføljeforvalter</b>	Kristian Falnes

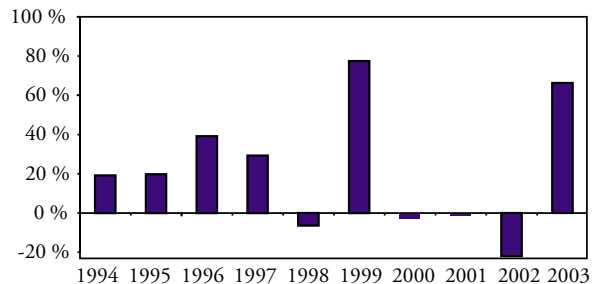
Årstall	Avkastning	Referanseindeks	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2003	66,25 %	48,40 %	4 238	47 334
2002	-21,91 %	-31,09 %	2 146	46 153
2001	-1,33 %	-16,57 %	2 594	46 283
2000	-2,25 %	-1,68 %	2 650	44 619
1999	76,98 %	45,54 %	2 361	38 167
1998	-6,47 %	-26,65 %	988	19 568
1997	29,23 %	31,60 %	895	13 036
1996	39,09 %	32,03 %	472	6 873
1995	14,72 %	11,60 %	200	4 149
1994	19,13 %	7,13 %	125	1 760

\*1 millioner kroner

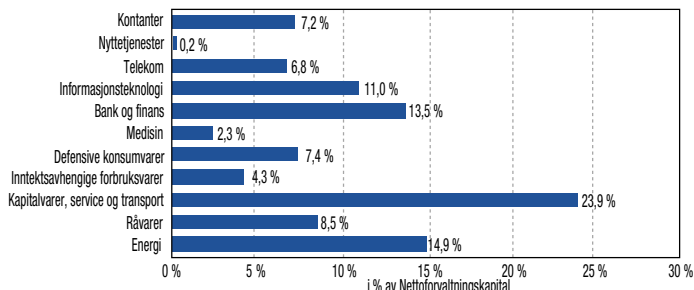
## Historisk kursutvikling



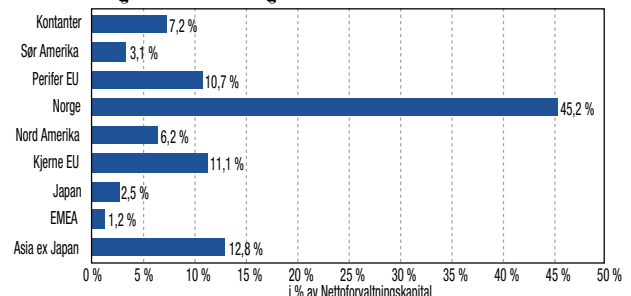
## Avkastning per år



## Bransjemessig fordeling SKAGEN Vekst



## Regional fordeling SKAGEN Vekst







# SKAGEN Kon-Tiki

I likhet med våre to andre aksjefond, SKAGEN Vekst og SKAGEN Global, har SKAGEN Kon-Tiki som overordnet mål å oppnå høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko.

Fondet skal investere minst 50 % av midlene i såkalte vekstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkludert i Morgan Stanley verdensindeks. Disse er: Øst-Europa, Tyrkia, Afrika, Asia (utenom Japan, Singapore og Hong Kong) samt hele Latin-Amerika inklusive Mexico.

Som følge av vårt krav til en fornuftig bransjebalanse, kan inntil 50 prosent av fondets midler investeres i markeder som inngår i Morgan Stanleys verdensindeks. Forutsetningen er imidlertid at selskapene det investeres i må være registrert i, og/eller ha, vekstmarkeder som et vesentlig virksomhetsområde. SKAGEN Kon-Tiki er et selskapsorientert fond som fokuserer på geografiske markeder med høy vekst og lavt vurderte selskaper.

I likhet med våre øvrige aksjefond skal fokus ved investeringene i SKAGEN Kon-Tiki rettes mot de enkelte selskapene, uavhengig av markeder og bransjer. Dog søkes en balansert bransjebalanse. Høy kontantstrøm og/eller lav gjeldsgrad er også for dette fondet viktige kriterier i selskapsvalget. Likeledes de tre "SKAGEN-U"ene": Undervurdert, Underanalysert og Upopulært.

SKAGEN Kon-Tiki passer for investorer som er eksponert i den modne delen av det globale aksjemarkedet, og som ønsker å spisse porteføljen med en bit av verdens nye markeder.

<b>Fondets startdato</b>	5. april 2002
<b>Avkastning siden oppstart</b>	42,42 %
(frem til 31. desember 2003)	
<b>Gjennomsnittlig avkastning per år</b>	22,54 %
<b>S&amp;P's kvantitativ rating</b>	Ikke rangert – for kort historie
<b>Forvaltningskapital</b>	1 711 mill kr
<b>Antall andelseiere</b>	9 835
<b>Tegningsprovisjon</b>	0,0 – 0,7 % (avhengig av beløp)
<b>Innlønningsprovisjon</b>	0 %
<b>Forvaltningshonorar</b>	2,5 % p.a. pluss/minus variabelt forvaltningshonorar
<b>Minste tegningsbeløp</b>	Engangstegning kr 1 000, spareavtale kr 250
<b>Skatteordninger</b>	IPA, Unit Link
<b>Godkjent for markedsføring i</b>	Norge, Sverige og Danmark
<b>Referanseindeks</b>	MSCI Daily Net \$ World Index målt i norske kroner
<b>UCITs-fond</b>	Ja
<b>Porteføljeforvalter</b>	J. Kristoffer C. Stensrud

Årstall	Avkastning	Referanseindeks	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2003	102,93 %	28,04 %	1 711	9 835
2002	-29,82 %	-35,52 %	250	4 190

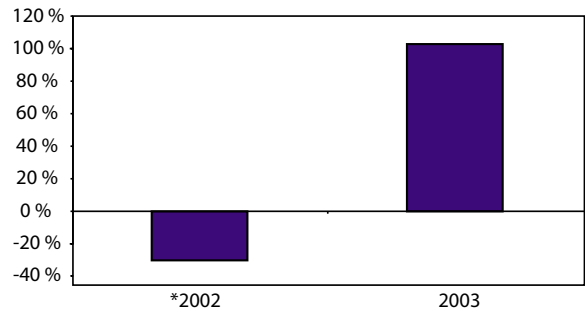
\*1 millioner kroner

Tallene for SKAGEN Kon-Tiki er fra oppstart 5.4.2002 til 31.12.2002.

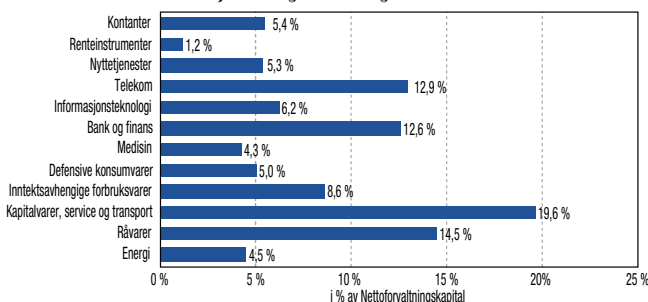
## Historisk kursutvikling



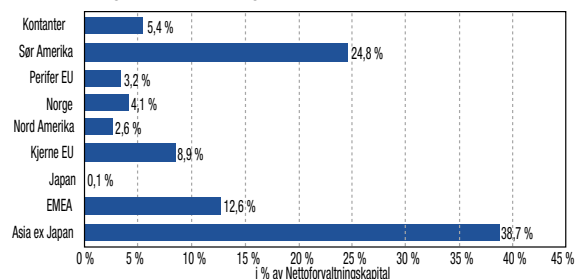
## Avkastning per år



## Bransjemessig fordeling SKAGEN Kon-Tiki



## Regional fordeling SKAGEN Kon-Tiki



## SKAGEN Kon-Tiki Note 8. Verdipapirportefølje per 31.12.2003.

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markeds- kurs	Valuta	Markeds- verdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Prosentvis fordeling	Eierandel selskap	Børs
<b>Energi</b>									
PETROBRAS PREF. ADR	250 000	38 188 875	26,66	USD	44 428 890	6 240 015	2,60 %	0,05 %	New York
REPSOL YPF S.A.	250 000	29 747 814	15,46	EUR	32 466 000	2 718 186	1,90 %	0,02 %	
<b>Sum energi</b>		<b>67 936 689</b>			<b>76 894 890</b>	<b>8 958 201</b>	<b>4,49 %</b>		
<b>Råvarer</b>									
VOTORANTIM CELLULOSE ADR	511 900	87 999 980	31,35	USD	106 976 401	18 976 421	6,25 %	1,49 %	New York
GRUPO MEXICO SA B	4 250 000	52 399 787	28,83	MXN	73 026 390	20 626 603	4,27 %	0,49 %	Mexico
HARMONY GOLD MINING ADR	300 000	30 903 502	16,23	USD	32 456 754	1 553 252	1,90 %	0,12 %	New York
KGHM POLSKA MIEDZ	300 000	8 549 955	26,20	PLN	14 014 380	5 464 425	0,82 %	0,15 %	Warsaw
HARMONY GOLD MINING CO LTD	100 000	10 716 849	108,50	ZAR	10 828 300	111 451	0,63 %	0,04 %	London
CREW DEVELOPMENT CORP	1 700 000	7 750 268	5,46	NOK	9 282 000	1 531 732	0,54 %	1,23 %	Oslo Børs
SMÅPOSTER		3 759 821			1 698 600	-2 061 221	-0,10 %		
<b>Sum råvarer</b>		<b>202 080 162</b>			<b>248 282 825</b>	<b>46 202 663</b>	<b>14,51 %</b>		
<b>Kapitalvarer, service og transport</b>									
HANJIN SHIPPING	700 000	41 758 391	22 100,00	KRW	86 864 050	45 105 659	5,08 %	0,98 %	Korea
FRONTLINE	350 000	45 304 770	172,50	NOK	60 375 000	15 070 230	3,53 %	0,48 %	Oslo Børs
HYUNDAI MERCHANT MARINE	1 006 480	45 495 406	9 900,00	KRW	55 948 713	10 453 308	3,27 %	0,98 %	Korea
FRONTLINE LTD	264 600	32 546 762	25,47	USD	44 924 587	12 377 825	2,63 %	0,36 %	New York
KOREAN AIR CO. LTD.	366 230	35 492 173	18 500,00	KRW	38 043 057	2 550 883	2,22 %	0,51 %	Korea
NEPTUNE ORIENT LINES	1 800 000	8 085 257	2,16	SGD	15 256 512	7 171 255	0,89 %	0,13 %	Singapore
KOREA LINE	100 000	5 915 961	16 600,00	KRW	9 320 900	3 404 939	0,54 %	1,00 %	Korea
QUINENCO S.A. ADR	150 000	8 001 084	8,90	USD	8 899 110	898 026	0,52 %	0,14 %	New York
SHANGHAI INDUSTRIAL HOLDINGS	500 000	8 896 007	17,75	HKD	7 632 500	-1 263 507	0,45 %	0,05 %	Hong Kong
EXMAR	25 000	6 958 335	33,69	EUR	7 074 900	116 565	0,41 %	0,34 %	Brüssels
SMÅPOSTER		1 229 337			1 305 629	76 292	0,08 %		
<b>Sum kapitalvarer, service og transport</b>		<b>239 683 483</b>			<b>335 644 959</b>	<b>95 961 475</b>	<b>19,62 %</b>		
<b>Inntektsavhengige forbruksvarer</b>									
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	1 040 000	35 907 244	8,65	USD	59 967 336	24 060 092	3,51 %	0,90 %	London Int.
SSANGYONG MOTOR CO.	500 000	19 787 173	10 300,00	KRW	28 917 250	9 130 077	1,69 %	0,41 %	Korea
GRUPO ELEKTRA ADR	195 500	22 714 710	21,12	USD	27 523 647	4 808 937	1,61 %	0,33 %	New York
SHANGRI-LA ASIA	3 000 000	18 750 152	7,30	HKD	18 834 000	83 848	1,10 %	0,14 %	Hong Kong
CONVENIENCE RETAIL ASIA	3 000 000	4 955 899	2,25	HKD	5 805 000	849 101	0,34 %	0,45 %	Hong Kong
DANUBIUS HOTELS	49 638	5 929 470	3 305,00	HUF	5 266 120	-663 349	0,31 %	0,63 %	Budapest
<b>Sum inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>108 044 647</b>			<b>146 313 354</b>	<b>38 268 706</b>	<b>8,55 %</b>		
<b>Defensive konsumvarer</b>									
PIVOVARNA LASKO	119 567	28 915 841	7 212,00	SIT	30 590 703	1 674 862	1,79 %	1,46 %	Ljubljana
BRYGGERIGRUPPEN	47 800	16 380 705	374,00	DKK	20 201 236	3 820 531	1,18 %	0,73 %	København
UNITED INTL ENTERPRISES	60 000	8 509 583	168,00	DKK	11 390 400	2 880 817	0,67 %	1,17 %	København
AARHUS UNITED A/S	30 000	9 795 808	312,00	DKK	10 576 800	780 992	0,62 %	0,75 %	København
HK-RUOKATALO	135 800	6 906 112	6,50	EUR	7 414 680	508 568	0,43 %	0,68 %	Helsinki
PODRAVKA	30 000	5 593 306	171,00	HRK	5 656 338	63 032	0,33 %	0,55 %	Zagreb
<b>Sum defensive konsumvarer</b>		<b>76 101 355</b>			<b>85 830 157</b>	<b>9 728 802</b>	<b>5,02 %</b>		
<b>Medisin</b>									
GIDEON RICHTER	35 000	22 853 659	24 555,00	HUF	27 587 542	4 733 883	1,61 %	0,19 %	Budapest
GIDEON RICHTER GDR	30 000	19 804 581	119,50	USD	23 897 610	4 093 029	1,40 %	0,16 %	London Int.
HANMI PHARMACEUTICAL CO LTD	119 742	19 394 473	31 800,00	KRW	21 380 772	1 986 299	1,25 %	1,69 %	Korea
<b>Sum medisin</b>		<b>62 052 713</b>			<b>72 865 925</b>	<b>10 813 211</b>	<b>4,26 %</b>		
<b>Bank og finans</b>									
BANK AUSTRIA CREDITANSTALT	220 000	56 558 533	40,60	EUR	75 028 800	18 470 267	4,39 %	0,15 %	
BANCO BRADESCO ADR	265 300	39 560 729	26,41	USD	46 705 816	7 145 087	2,73 %	0,17 %	New York
KOREAN REINSURANCE	150 000	22 143 566	39 500,00	KRW	33 268 875	11 125 309	1,94 %	1,40 %	Korea
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG	100 000	20 488 318	27,72	EUR	23 284 800	2 796 482	1,36 %	0,08 %	Frankfurt
YAPI VE KREDI BANKASI GDR	850 000	21 057 630	2,04	USD	11 558 844	-9 498 786	0,68 %	0,11 %	London Int.
STATE BANK OF INDIA	50 000	3 846 269	24,00	USD	7 999 200	4 152 931	0,47 %	0,02 %	Bombay
SVB HOLDINGS	1 350 000	7 609 330	0,47	GBP	7 563 240	-46 090	0,44 %	0,37 %	London
BANCOLOMBIA	150 000	2 490 135	5,34	USD	5 339 466	2 849 331	0,31 %	0,34 %	New York
SMÅPOSTER		3 764 023			3 917 547	153 524	0,23 %		
<b>Sum bank og finans</b>		<b>177 518 532</b>			<b>214 666 587</b>	<b>37 148 055</b>	<b>12,55 %</b>		
<b>Informasjonsteknologi</b>									
SAMSUNG ELECTRONICS PREF. GDR	133 000	81 552 218	102,75	USD	91 095 889	9 543 671	5,32 %	0,28 %	London Int.
TRAVELSKY TECHNOLOGY	2 000 000	12 318 776	8,35	HKD	14 362 000	2 043 224	0,84 %	0,64 %	Hong Kong
<b>Sum informasjonsteknologi</b>		<b>93 870 994</b>			<b>105 457 889</b>	<b>11 586 896</b>	<b>6,16 %</b>		
<b>Telekom</b>									
VIMPELCOM ADR	110 000	48 104 280	73,50	USD	53 894 610	5 790 330	3,15 %	0,20 %	New York
INDOSAT ADR	360 000	29 889 687	18,00	USD	43 195 680	13 305 993	2,52 %	0,35 %	New York
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION	3 500 000	26 831 166	1,81	USD	42 229 110	15 397 944	2,47 %	0,74 %	Singapore
TELEKOMUNIK INDONESIA ADR	265 000	23 893 416	16,42	USD	29 005 766	5 112 350	1,70 %	0,05 %	New York
CHINA UNICOM ADR	408 400	24 568 632	9,34	USD	25 427 164	858 532	1,49 %	0,03 %	New York
BHARTI TELEVENTURES PART.CERT. SSB	1 033 188	16 114 530	2,40	USD	16 529 355	414 825	0,97 %	0,06 %	London Int.
CHINA UNICOM LTD	1 000 000	4 850 150	7,25	HKD	6 235 000	1 384 850	0,36 %	0,01 %	Hong Kong
PAKISTAN TELECOM	10 000	2 718 037	64,35	USD	4 289 571	1 571 534	0,25 %	0,00 %	OTC
<b>Sum telekom</b>		<b>176 969 899</b>			<b>220 806 255</b>	<b>43 836 356</b>	<b>12,91 %</b>		
<b>Nyttjenester</b>									
ELETRORAS PREFERED	666 800	49 245 930	45,20	BRL	69 546 573	20 300 643	4,06 %	0,00 %	Sao Paulo
ELETRORAS PREFERED ADR	410 000	22 345 576	7,85	USD	21 454 521	-891 055	1,25 %	0,24 %	OTC
<b>Sum nyttjenester</b>		<b>71 591 507</b>			<b>91 001 094</b>	<b>19 409 587</b>	<b>5,32 %</b>		
<b>Renteinstrumenter</b>									
ARGENTINSK STAT	10 000 000	22 318 760	29,75	USD	19 831 350	-2 487 410	1,16 %	0,03 %	OTC
<b>Sum renteinstrumenter</b>		<b>22 318 760</b>			<b>19 831 350</b>	<b>-2 487 410</b>	<b>1,16 %</b>		
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>1 298 168 741</b>			<b>1 617 595 285</b>	<b>319 426 544</b>	<b>94,55 %</b>		
Disponibel likviditet					93 271 771		5,45 %		
<b>Sum andelskapital</b>					<b>1 710 867 057</b>		<b>100,00 %</b>		

Basiskurs per 31.12.2003

142,4186

Som markedsverdi pr. 31.12.03 er benyttet siste noterte kurs fra børs.  
For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprisemetode.

# Pengemarkedsfondet SKAGEN Høyrente

SKAGEN Høyrente er et godt alternativ til høyrentekonto i bank. Fondet har lave kostnader, noe som bidrar til høyere avkastning for fondets andelseiere. Avkastningen følger pengemarkedsrenten, som vanligvis ligger over renten til de beste høyrentetilbudene i bankmarkedet. Sparing i SKAGEN Høyrente passer for de som har kort tidshorisont på sparepengene, og de som har en lengre horisont, men ønsker minimal risiko.

SKAGEN Høyrente er et pengemarkedsfond som investerer i sertifikater og obligasjoner med gjenværende løpetid under ett år, samt i bankinnskudd. Fondet låner ut penger til de sikreste utstederne innen bank, kraft og industri. Fondet søker å gi best mulig avkastning i den korteste enden av rentemarkedet. SKAGEN Høyrente har et internasjonalt investeringsmandat, men har hittil bare vært investert i Norge.

Fondet kan sammenlignes med en høyrentekonto i bank, men siden pengene plasseres i verdipapirer hvor kursene fastsettes i markedet, vil verdiene av disse papirene kunne svinge noe.

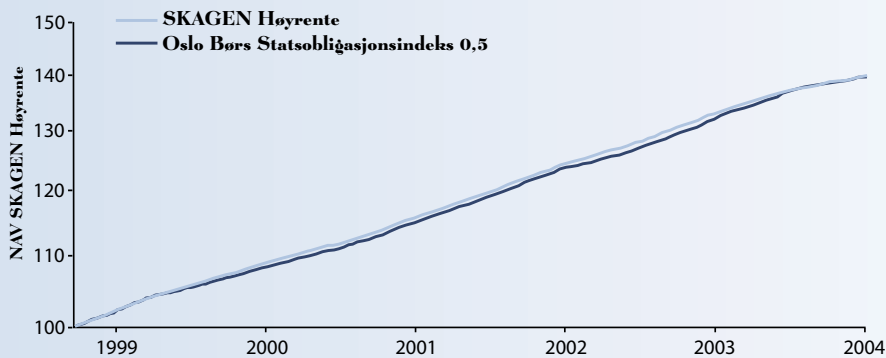
<b>Fondets startdato</b>	18. september 1998
<b>Avkastning siden oppstart</b> (frem til 31. desember 2003)	39,27 %
<b>Gjennomsnittlig avkastning per år</b>	6,52 %
<b>S&amp;P's kvantitativ rating</b> (Ratingen gjelder kun for det norske markedet)	★★★★
<b>Forvaltningskapital</b>	661 mill NOK
<b>Antall andelseiere</b>	3 741
<b>Tegningsprovisjon</b>	0 %
<b>Innløsningsprovisjon</b>	0 %
<b>Forvaltningshonorar</b>	0,3 % p.a.
<b>Minste tegningsbeløp</b>	Engangstegninger kr 1 000, spareavtale kr 1 000
<b>Skatteordninger</b>	IPA, Unit Link
<b>Godkjent for markedsføring i</b>	Norge
<b>Referanseindeks</b>	Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0,5
<b>UCITs-fond</b>	Nei
<b>Porteføljeforvalter</b>	Ross Porter

Årstall	Avkastning	Referanseindeks	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2003	4,23 %	4,92 %	661	3741
2002	6,86 %	6,77 %	517	2498
2001	7,54 %	7,57 %	206	1263
2000	6,17 %	6,04 %	114	707
1999	6,59 %	6,29 %	73	273
1998**	2,16 %	2,00 %	20	64

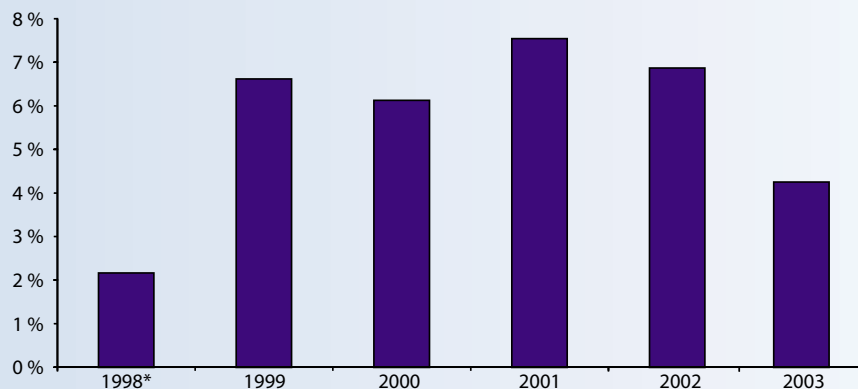
\* I millioner kroner

\*\* Fondet ble opprettet i løpet av året

## Historisk kursutvikling



## Avkastning per år



\*) Fondet ble opprettet i løpet av året

# SKAGEN Høyrente Note 8. Verdipapirportefølje per 31.12.2003.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupon	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris	Effektiv rente	Renteføl-somhet**	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markeds-verdi inkl. påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet					
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>																		
<b>Industriobligasjoner</b>																		
FELLESKJØPET ØST VEST	27.08.04	3,62 %	27.02.04	30 000 000	30 104 230	3,65 %	0,15	100,39 %	102 567	30 117 300	30 219 867	13 070	4,57 %					
THON HOLDING	17.03.04	3,16 %	17.03.04	17 000 000	17 023 921	3,18 %	0,13	100,13 %	20 891	17 022 610	17 043 501	-1 311	2,58 %					
<b>Industrisertifikater</b>																		
DNO ASA	02.06.04	6,83 %	01.03.04	18 000 000	17 952 500	6,88 %	0,15	100,78 %	102 450	18 140 040	18 242 490	187 540	2,76 %					
HAVILA SUPPLY ASA	16.07.04	6,11 %	16.01.04	10 000 000	10 035 000	6,20 %	0,17	100,47 %	128 989	10 047 000	10 175 989	12 000	1,54 %					
<b>Finanssertifikater</b>																		
AURSKOG SPAREBANK	01.10.04	2,97 %	02.01.04	20 000 000	20 011 000	3,00 %	0,25	100,06 %	150 150	20 012 200	20 162 350	1 200	3,05 %					
EIDSBORG SPAREBANK	29.09.04	2,61 %	25.03.04	27 000 000	27 002 800	2,63 %	0,20	100,04 %	3 915	27 010 800	27 014 715	8 000	4,09 %					
HEGRA SPAREBANK	21.05.04	3,13 %	23.02.04	10 000 000	10 007 600	3,16 %	0,11	100,13 %	34 778	10 013 100	10 047 878	5 500	1,52 %					
KLEPP SPAREBANK	29.04.04	3,06 %	29.01.04	25 000 000	25 003 945	3,09 %	0,20	100,06 %	133 875	25 016 000	25 149 875	12 055	3,81 %					
LANDKREDITT	27.08.04	3,02 %	27.02.04	15 000 000	15 018 000	3,05 %	0,13	100,18 %	42 783	15 026 850	15 069 633	8 850	2,28 %					
OPDAL SPAREBANK	10.05.04	3,22 %	10.02.04	14 000 000	14 010 160	3,25 %	0,08	100,12 %	63 863	14 016 940	14 080 803	6 780	2,13 %					
TIME SPAREBANK	14.04.04	3,00 %	14.01.04	20 000 000	20 000 000	3,03 %	0,25	99,99 %	130 000	19 997 400	20 127 400	-2 600	3,05 %					
<b>Kraftsertifikater</b>																		
TAFJORD KRAFT	28.02.04	3,13 %	28.02.04	15 000 000	14 992 500	3,15 %	0,23	100,08 %	43 037	15 012 600	15 055 637	20 100	2,28 %					
<b>SERTIFIKATER</b>																		
<b>Industri</b>																		
ENTRA EIENDOM	21.02.04	5,70 %		10 000 000	10 049 450	2,57 %	0,15	100,44 %	488 795	10 043 800	10 532 595	-5 650	1,59 %					
ENTRA EIENDOM	02.04.04	3,00 %		20 000 000	19 997 820	2,56 %	0,25	100,11 %	95 342	20 022 800	20 118 142	24 980	3,04 %					
ENTRA EIENDOM	19.05.04	4,70 %		10 000 000	10 103 200	2,57 %	0,40	100,78 %	289 726	10 078 500	10 368 226	-24 700	1,57 %					
KONGSBERGGRUPPEN	19.01.04	2,94 %		20 000 000	19 996 850	2,73 %	0,05	100,01 %	165 929	20 002 400	20 168 329	5 550	3,05 %					
KONGSBERGGRUPPEN	13.04.04	3,12 %		10 000 000	9 998 410	2,71 %	0,28	100,12 %	70 093	10 011 700	10 081 793	13 290	1,53 %					
SMEDVIG ASA	22.03.04	-		10 000 000	9 916 440	3,11 %	0,22	99,31 %	0	9 930 700	9 930 700	14 260	1,50 %					
TINE	09.01.04	2,88 %		15 000 000	14 994 675	2,58 %	0,02	100,01 %	98 236	15 001 200	15 099 436	6 525	2,28 %					
TINE	13.02.04	3,15 %		15 000 000	15 000 000	2,57 %	0,12	100,07 %	62 137	15 010 950	15 073 087	10 950	2,28 %					
WILH WILHELMSEN LTD	10.02.04	3,28 %		15 000 000	14 998 140	3,12 %	0,11	100,02 %	68 745	15 003 150	15 071 895	5 010	2,28 %					
<b>Finans</b>																		
BBS	19.03.04	2,76 %		20 000 000	20 000 920	2,56 %	0,22	100,05 %	18 148	20 009 400	20 027 548	8 480	3,03 %					
BAMBLE & LANGESUND SPAREBANK	27.02.04	4,74 %		5 000 000	5 000 000	2,59 %	0,16	100,34 %	140 901	5 016 950	5 157 851	16 950	0,78 %					
EIENDOMSKREDITT	09.01.04	5,85 %		10 000 000	10 114 250	2,51 %	0,03	100,09 %	568 973	10 008 900	10 577 873	-105 350	1,60 %					
LILLESAND SPAREBANK	02.03.04	3,05 %		5 000 000	5 000 000	2,54 %	0,17	100,09 %	12 116	5 004 500	5 016 616	4 500	0,76 %					
MELHUS SPAREBANK	15.02.04	4,90 %		10 000 000	10 063 960	2,54 %	0,13	100,30 %	309 438	10 029 600	10 339 038	-34 360	1,56 %					
SANDSVAER SPAREBANK	26.01.04	3,42 %		20 000 000	19 995 880	2,48 %	0,07	100,07 %	297 962	20 013 600	20 311 562	17 720	3,07 %					
SKUDENES & AAKRA SPAREBANK	27.02.04	3,15 %		5 000 000	5 000 000	2,54 %	0,16	100,10 %	40 130	5 004 950	5 045 080	4 950	0,76 %					
<b>Kraft</b>																		
AGDER ENERGI	22.03.04	3,13 %		7 000 000	7 003 325	2,50 %	0,23	100,14 %	79 236	7 009 590	7 088 826	6 265	1,07 %					
BKK	19.02.04	5,70 %		30 000 000	30 165 270	2,57 %	0,14	100,42 %	1 475 753	30 126 600	31 602 353	-38 670	4,78 %					
FREDRIKSTAD ENERGI	10.03.04	3,06 %		10 000 000	10 000 480	2,72 %	0,19	100,07 %	17 605	10 007 000	10 024 605	6 520	1,52 %					
ISTAD KRAFT	18.02.04	3,08 %		20 000 000	20 001 380	2,57 %	0,13	100,07 %	55 693	20 014 400	20 070 093	13 020	3,04 %					
SUNNHORDALAND KRAFT	15.03.04	3,00 %		20 000 000	20 004 280	2,35 %	0,21	100,13 %	175 890	20 026 200	20 202 090	21 920	3,06 %					
TAFJORD KRAFT	20.01.04	3,00 %		10 000 000	9 999 130	2,73 %	0,06	100,02 %	59 178	10 001 600	10 060 778	2 470	1,52 %					
TAFJORD KRAFT	29.03.04	2,95 %		15 000 000	14 989 865	2,71 %	0,25	100,06 %	112 747	15 008 700	15 121 447	18 835	2,29 %					
TUSSA KRAFT	27.02.04	3,05 %		20 000 000	20 000 500	2,57 %	0,16	100,08 %	56 822	20 016 000	20 072 822	15 500	3,04 %					
VARDAR	15.01.04	3,20 %		25 000 000	25 002 855	2,58 %	0,04	100,03 %	168 767	25 006 750	25 175 517	3 895	3,81 %					
VESTNES ENERGI	15.01.04	3,23 %		6 000 000	6 001 134	2,73 %	0,04	100,02 %	40 884	6 001 320	6 042 204	186	0,91 %					
VEST-OPPLAND KOMMUNALE KRAFTSELSKAP	02.03.04	3,15 %		22 000 000	22 007 605	2,57 %	0,17	100,10 %	55 060	22 022 440	22 077 500	14 835	3,34 %					
<b>Tidsinnskudd</b>																		
INSKUDD VALLE SPAREBANK	14.01.04	6,00 %		10 000 000	10 000 000	5,83 %	0,04	100,00 %	576 986	10 000 000	10 576 986	0	1,60 %					
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>616 567 475</b>				<b>6 558 593</b>		<b>616 866 540</b>		<b>623 425 133</b>		<b>299 065</b>		<b>94,34 %</b>		
Disponibel likviditet									-		37 394 663		-		5,66 %			
<b>TOTAL</b>									<b>6 558 593</b>		<b>654 261 203</b>		<b>660 819 795</b>		<b>299 065</b>		<b>100,00 %</b>	

### Nøkkel tall portefølje

Effektiv underliggende avkastning 3,05 %  
 Effektiv avkastning til kunder\* 2,75 %  
 Renteføl somhet\*\* 0,13

\* effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

\*\* renteføl somhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller

Andelskurs per 31.12.03 106,7345

Kr 35 104 629,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt per andel på utbetalingstidspunktet.

Som markedsverdi per 31.12.03 for obligasjoner er benyttet siste noterte kurs fra børs.

For beregning av gevinst ved salg benyttes FIFO-prinsippet.

# Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning

SKAGEN Avkastning er et obligasjonsfond som kun investerer i lån med lav utstederrisiko. Det vil si statslån, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner og bankinnskudd. Fondet har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i Norge.

Ved å balansere investeringene mellom korte og lange rentepapirer skal fondet på seks måneders sikt søke å oppnå best mulig avkastning i rentemarkedet. Utgangspunktet er at fondet kun skal ta renterisiko dersom det vurderes å gi en forsvarlig meravkastning sammenlignet med risikofrie plasseringer. Dette innebærer for eksempel at fondet i perioder hvor rentenivået ventes å stige mer enn hva som er priset inn i markedet, kan ha en durasjon (lånenes gjestående løpetid) som et pengemarkedsfond.

Vi begrenser kursrisikoen for andelseierne når vi mener dette er nødvendig. Denne fleksibiliteten gjør SKAGEN Avkastning til et godt alternativ for de som ikke ønsker, eller ikke har ressurser, til selv å overvåke rentemarkedene til enhver tid for aktiv allokering av sine rentemidler.

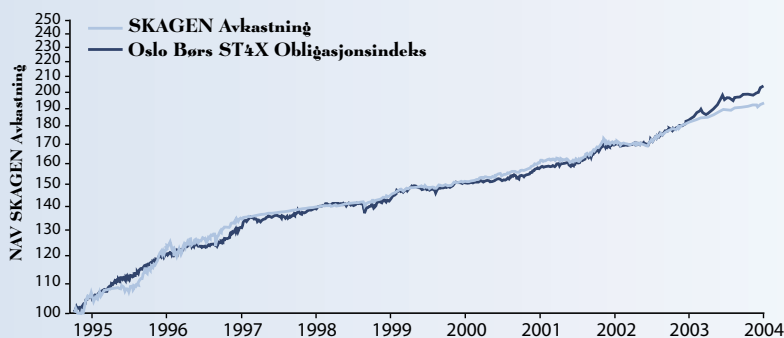
<b>Fondets startdato</b>	16. september 1994
<b>Avkastning siden oppstart</b> (frem til 31. desember 2003)	93,07 %
<b>Gjennomsnittlig avkastning per år</b>	7,30 %
<b>S&amp;P's kvantitativ rating</b> (Rating gjelder kun for det norske markedet)	★★★
<b>Forvaltningskapital</b>	144 mill NOK
<b>Antall andelseiere</b>	937
<b>Tegningsprovisjon</b>	0 %
<b>Innløsningsprovisjon</b>	0 %
<b>Forvaltningshonorar</b>	0,5 % p.a.
<b>Minste tegningsbeløp</b>	Engangstegning kr 1000, spareavtale kr 1000
<b>Skatteordninger</b>	IPA, Unit Link
<b>Godkjent for markedsføring i</b>	Norge, Sverige og Danmark
<b>Referanseindeks</b>	Oslo Børs ST4X obligasjonsindeks
<b>UCITs-fond</b>	Ja
<b>Porteføljeforvalter</b>	Ross Porter

Årstall	Avkastning	Referanseindeks	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
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

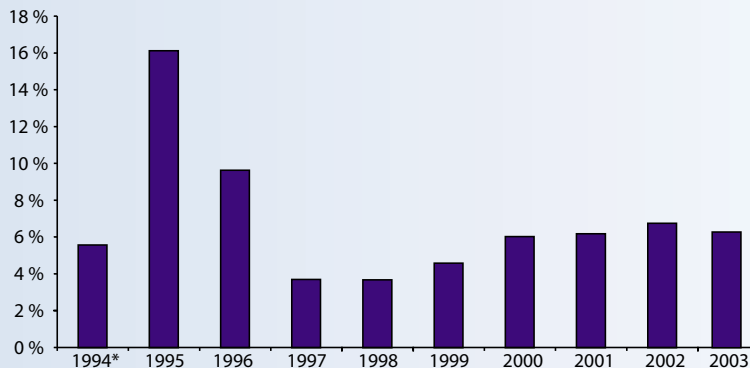
\*I millioner kroner

\*\*Fondet ble opprettet i løpet av året

## Historisk kursutvikling



## Avkastning per år



\*) Fondet ble opprettet i løpet av året

## SKAGEN Avkastning Note 8. Verdipapirportefølje per 31.12.2003.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris	Effektiv rente	Renteføl-somhet**	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markeds-verdi inkl. påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>													
<b>Finans</b>													
AURSKOG SPAREBANK	21.06.06	3,02 %	17.03.04	5 000 000	4 999 000	3,05 %	0,10	100,33 %	5 872	5 016 300	5 022 172	17 300	3,49 %
DRANGEDAL OG TØRDAL SPAREBANK	16.06.05	2,94 %	15.03.04	5 000 000	5 000 000	2,97 %	0,11	100,14 %	6 533	5 007 200	5 013 733	7 200	3,49 %
HØLAND SPAREBANK	02.03.04	3,09 %	02.03.04	5 000 000	5 005 790	3,11 %	0,16	100,10 %	12 446	5 004 900	5 017 346	-890	3,49 %
KLEPP SPAREBANK	22.10.07	3,16 %	21.01.04	6 000 000	5 997 000	3,20 %	0,23	99,88 %	37 393	5 992 740	6 030 133	-4 260	4,19 %
KRAGERØ SPAREBANK	29.08.05	3,08 %	01.03.04	5 000 000	5 008 000	3,11 %	0,13	100,12 %	14 117	5 006 250	5 020 367	-1 750	3,49 %
KVINESDAL SPAREBANK	17.06.05	2,93 %	17.03.04	5 000 000	4 997 500	2,95 %	0,22	100,34 %	5 697	5 017 000	5 022 697	19 500	3,49 %
LILLESTRØM SPAREBANK	16.12.05	2,88 %	16.03.04	5 000 000	5 000 000	2,91 %	0,25	100,26 %	6 000	5 013 250	5 019 250	13 250	3,49 %
MARKER SPAREBANK	15.03.06	3,01 %	17.03.04	5 000 000	5 000 000	3,04 %	0,25	100,30 %	5 853	5 014 850	5 020 703	14 850	3,49 %
MODUM SPAREBANK	24.05.05	3,11 %	24.02.04	5 000 000	5 003 100	3,14 %	0,22	100,09 %	15 982	5 004 750	5 020 732	1 650	3,49 %
RINGERIKE SPAREBANK	17.03.04	2,91 %	17.03.04	5 000 000	5 008 250	2,93 %	0,23	100,09 %	5 658	5 004 300	5 009 958	-3 950	3,48 %
RINDAL SPAREBANK	17.02.09	3,26 %	17.02.04	5 000 000	4 992 500	3,30 %	0,23	100,10 %	19 922	5 004 950	5 024 872	12 450	3,49 %
SPAREBANKEN 1 HALLINGDAL	19.03.06	3,01 %	17.03.04	6 000 000	6 000 000	3,04 %	0,24	100,30 %	7 023	6 018 060	6 025 083	18 060	4,19 %
SPAREBANKEN HARDANGER	27.06.06	2,75 %	29.03.04	5 000 000	5 000 000	2,77 %	0,25	100,27 %	764	5 013 400	5 014 164	13 400	3,49 %
SPAREBANKEN GRENLAND	01.04.06	2,94 %	02.01.04	10 000 000	9 989 000	2,97 %	0,25	100,12 %	74 317	10 011 600	10 085 917	22 600	7,01 %
STOREBRAND	11.12.07	3,58 %	11.03.04	13 000 000	12 972 100	3,62 %	0,14	100,95 %	25 856	13 123 110	13 148 966	151 010	9,14 %
STRØMMEN SPAREBANK	23.05.05	3,17 %	23.02.04	5 000 000	4 998 500	3,20 %	0,16	100,17 %	16 290	5 008 700	5 024 990	10 200	3,49 %
STRØMMEN SPAREBANK	21.06.06	3,04 %	17.03.04	5 000 000	5 000 000	3,07 %	0,24	100,05 %	5 911	5 002 450	5 008 361	2 450	3,48 %
TIME SPAREBANK	25.04.06	3,21 %	26.01.04	5 000 000	4 994 000	3,24 %	0,11	100,24 %	28 979	5 011 850	5 040 829	17 850	3,51 %
TOTEN SPAREBANK	13.05.05	3,04 %	13.02.04	5 000 000	4 994 500	3,08 %	0,25	99,82 %	20 267	4 991 050	5 011 317	-3 450	3,49 %
VOLDA ØRSTA SPAREBANK	07.04.06	3,11 %	07.01.04	5 000 000	5 000 000	3,14 %	0,24	100,19 %	36 715	5 009 300	5 046 015	9 300	3,51 %
NØTTERØ SPAREBANK	11.01.05	3,07 %	02.02.04	5 000 000	4 995 500	3,10 %	0,01	100,02 %	24 731	5 000 850	5 025 581	5 350	3,50 %
<b>OBLIGASJONER</b>													
<b>Utenlandske statsobligasjoner</b>													
UNGARSK STAT***	24.06.09	7,00 %		236 000 000	6 932 359	9,00 %	4,28	91,21 %	132 955	6 925 203	7 058 158	-7 155	4,91 %
UNGARSK STAT***	12.02.13	6,75 %		100 000 000	2 734 789	8,15 %	6,36	91,65 %	190 658	2 920 320	3 110 978	185 532	2,16 %
<b>Finansobligasjoner</b>													
SPAREBANKEN MØRE	23.06.05	-		1 000 000	819 400	2,95 %	1,40	95,79 %	0	957 890	957 890	138 490	0,67 %
CHRISTIANIA BANK	30.05.05	-		3 000 000	2 515 000	2,83 %	1,34	96,12 %	0	2 883 630	2 883 630	368 630	2,01 %
CHRISTIANIA BANK	28.04.06	-		2 000 000	1 595 000	3,41 %	2,12	92,48 %	0	1 849 660	1 849 660	254 660	1,29 %
NORDLANDSBANKEN	10.03.05	-		1 000 000	835 000	2,71 %	1,14	96,85 %	0	968 550	968 550	133 550	0,67 %
<b>Sum verdipapirportefølje</b>					<b>135 386 287</b>				<b>699 939</b>	<b>137 482 053</b>	<b>137 482 053</b>	<b>1 401 377</b>	<b>95,61 %</b>
Disponibel likviditet										6 308 135	6 308 135	4,39 %	
<b>SUM ANDELSKAPITAL</b>									<b>699 939</b>	<b>143 076 650</b>	<b>143 790 188</b>	<b>1 401 377</b>	<b>100,00 %</b>

### Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	3,56 %
Effektiv avkastning til kunder*	3,06 %
Renteføl-somhet**	0,54

\* effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

\*\* renteføl-somhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

\*\*\* med unntak ungariske statsobligasjoner, er alle rentepapirene omsatt i det norske markedet. De ungariske statsobligasjonene blir omsatt i Budapest og er pålydende i ungariske forinter (HUF).

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller

Andelskurs per 31.12.03 127,6857

Kr 6 730 947,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt per andel på utbetalingstidspunktet.

Som markedsverdi per 31.12.03 for obligasjoner er benyttet siste noterte kurs fra børs.

For beregning av gevinst ved salg benyttes FIFO-prinsippet.

# SKAGEN Høyrente Institusjon

SKAGEN Høyrente Institusjon er et pengemarkedsfond som kun investerer i pengemarkedsinstrumenter innen finans, kommune, fylkeskommune og stat. Inntil 20 prosent kan investeres i obligasjoner med flytende rente som har forfall utover ett år. Fondet kan variere rentefølsomheten men ikke overstige 0,33. Fondet tilfredsstiller en BIS risikovektning på 20 prosent fordi fondet ikke investerer i industripapirer.

Hovedsakelig består fondet av sertifikater i kvalitetsbanker som fondet har foretatt en grundig risikoanalyse av. Minimumstegning er 1 million NOK, og fondet egner seg best for institusjoner som vil ha en sikker avkastning i pengemarkedet som ligger over pengemarkedsrentene og avkastningen på høyrente-konto i bank. Det er ingen begrensinger på antall uttak i løpet av et år, og det påløper ikke transaksjonskostnader.

<b>Fondets startdato</b>	14. mars 2003
<b>Avkastning siden oppstart</b> (frem til 31. desember 2003)	3,45 %
<b>Gjennomsnittlig avkastning per år</b>	Historie under ett år
<b>S&amp;P's kvantitativ rating</b>	Ikke rangert
<b>Forvaltningskapital</b>	167 mill kr
<b>Antall andelseiere</b>	20
<b>Tegningsprovisjon</b>	0 %
<b>Innløsningsprovisjon</b>	0 %
<b>Forvaltningshonorar</b>	0,25 % p.a.
<b>Minste tegningsbeløp</b>	Engangstegning kr 1 000 000
<b>Skatteordninger</b>	Ingen
<b>Godkjent for markedsføring i</b>	Norge
<b>Referanseindeks</b>	Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0,5
<b>UCITs-fond</b>	Nei
<b>Porteføljeforvalter</b>	Ross Porter

Årstall	Avkastning	Referanseindeks	Forvaltningskapital*	Antall andelseiere
2003**	3,45 %	3,55 %	167	20

\*1 millioner kroner

\*\*Fondet ble opprettet i løpet av året.

## SKAGEN Høyrente Institusjon. Note 8. Verdipapirportefølje per 31.12.2003.

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris	Effektiv rente	Rentefølsomhet**	Markeds-kurs	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markeds-verdi inkl. påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>													
<b>Finans</b>													
AURSKOG SPAREBANK	15.03.04	2,94 %	15.03.04	7 000 000	7 009 380	2,96 %	0,24	100,09 %	9 147	7 006 300	7 015 447	-3 080	4,19 %
BERG SPAREBANK	15.03.06	3,03 %	17.03.04	5 000 000	4 975 000	3,07 %	0,02	99,78 %	5 892	4 988 950	4 994 842	13 950	2,99 %
EIENDOMSKREDITT	15.06.04	2,87 %	15.03.04	5 000 000	5 005 000	2,89 %	0,07	100,13 %	6 378	5 006 750	5 013 128	1 750	3,00 %
GJERPEN OG SOLLUM	10.03.04	2,90 %	10.03.04	5 000 000	4 997 500	2,92 %	0,19	100,07 %	8 458	5 003 750	5 012 208	6 250	3,00 %
HEGRA SPAREBANK	21.05.04	3,13 %	23.02.04	5 000 000	5 007 000	3,16 %	0,10	100,13 %	17 389	5 006 550	5 023 939	-450	3,00 %
HOLLA SPAREBANK	19.02.04	3,21 %	19.02.04	5 000 000	5 006 500	3,23 %	0,14	100,08 %	18 725	5 004 200	5 022 925	-2 300	3,00 %
HØLAND SPAREBANK	02.03.04	3,09 %	02.03.04	5 000 000	5 012 000	3,32 %	0,14	100,10 %	12 446	5 004 900	5 017 346	-7 100	3,00 %
SPAREBANKEN I JEVNAKER	15.12.04	2,91 %	17.03.04	10 000 000	10 006 000	2,94 %	0,20	100,12 %	11 317	10 011 700	10 023 017	5 700	5,99 %
KLEPP SPAREBANK	29.04.04	3,06 %	29.01.04	10 000 000	10 003 945	3,09 %	0,14	100,06 %	53 550	10 006 400	10 059 950	2 455	6,01 %
KRAGERØ SPAREBANK	10.02.05	3,12 %	10.02.04	5 000 000	5 000 000	3,15 %	0,09	100,04 %	22 100	5 002 150	5 024 250	2 150	3,00 %
KRAGERØ SPAREBANK	29.08.05	3,08 %	01.03.04	5 000 000	5 006 125	3,11 %	0,14	100,12 %	14 117	5 006 250	5 020 367	125	3,00 %
LANDKREDITT	27.08.04	3,02 %	27.02.04	5 000 000	5 006 500	3,05 %	0,25	100,18 %	14 261	5 008 950	5 023 211	2 450	3,00 %
NØTTERØ SPAREBANK	30.01.04	2,96 %	30.01.04	5 000 000	5 000 000	2,98 %	0,07	100,02 %	25 489	5 001 150	5 026 639	1 150	3,00 %
OPDAL SPAREBANK	10.05.04	3,22 %	10.02.04	11 000 000	11 010 740	3,25 %	0,20	100,12 %	50 178	11 013 310	11 063 488	2 570	6,61 %
RINGERIKE SPAREBANK	17.03.04	2,91 %	17.03.04	5 000 000	5 009 800	2,93 %	0,25	100,09 %	5 658	5 004 300	5 009 958	-5 500	2,99 %
SAUDA SPAREBANK	19.04.04	3,17 %	19.01.04	5 000 000	5 007 145	3,21 %	0,10	100,00 %	31 700	5 000 150	5 031 850	-6 995	3,01 %
SPAREBANKEN HARDANGER	11.06.04	2,97 %	11.03.04	5 000 000	5 000 000	3,00 %	0,24	100,10 %	8 250	5 005 000	5 013 250	5 000	3,00 %
SPAREBANKEN HARDANGER	19.04.04	3,12 %	19.01.04	5 000 000	5 007 500	3,15 %	0,16	100,06 %	31 200	5 003 050	5 034 250	-4 450	3,01 %
SANDSVAER SPAREBANK	18.05.04	3,17 %	16.02.04	5 000 000	5 001 875	3,19 %	0,24	100,15 %	19 372	5 007 500	5 026 872	5 625	3,00 %
STOREBRAND	11.12.07	3,58 %	11.03.04	6 000 000	6 027 800	3,62 %	0,17	100,95 %	11 933	6 056 820	6 068 753	29 020	3,63 %
<b>SERTIFIKATER</b>													
<b>Finans</b>													
BAMBLE & LANGESUND	27.02.04	4,74 %		5 000 000	5 027 355	2,59 %	0,16	100,34 %	140 901	5 016 950	5 157 851	-10 405	3,08 %
SPAREBANK	01.03.04	3,10 %		5 000 000	4 998 280	2,54 %	0,17	100,09 %	51 384	5 004 600	5 055 984	6 320	3,02 %
HARSTAD SPAREBANK	07.05.04	4,92 %		5 000 000	5 043 775	2,54 %	0,36	100,80 %	160 405	5 040 050	5 200 455	-3 725	3,11 %
HOL SPAREBANK	12.01.04	3,13 %		5 000 000	5 000 000	2,53 %	0,03	100,02 %	35 647	5 001 050	5 036 697	1 050	3,01 %
KVINNHØRAD SPAREBANK	15.02.04	4,90 %		5 000 000	5 038 460	2,54 %	0,13	100,30 %	154 719	5 014 800	5 169 519	-23 660	3,09 %
MELHUS SPAREBANK	05.03.04	3,35 %		5 000 000	5 003 675	2,54 %	0,18	100,14 %	53 692	5 007 100	5 060 792	3 425	3,02 %
SØGNE OG GREIPSTAD													
SPAREBANK	27.02.04	3,15 %		5 000 000	5 000 000	2,54 %	0,16	100,10 %	40 130	5 004 950	5 045 080	4 950	3,02 %
SKUDENES & AAKRA	02.02.04	3,17 %		5 000 000	5 002 495	2,54 %	0,09	100,06 %	25 536	5 002 950	5 028 486	455	3,01 %
PAREBANK	19.02.04	5,57 %		5 000 000	5 062 115	2,54 %	0,14	100,41 %	240 349	5 020 400	5 260 749	-41 715	3,14 %
SPYDEBERG SPAREBANK													
VOLDA ØRSTA SPAREBANK													
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>					<b>164 275 965</b>				<b>1 280 324</b>	<b>164 260 980</b>	<b>165 541 304</b>	<b>-14 985</b>	<b>98,94 %</b>
Disponibel likviditet									-	1 772 768	1 772 768	-	1,06 %
<b>TOTAL</b>									<b>1 280 324</b>	<b>166 033 748</b>	<b>167 314 071</b>	<b>-14 985</b>	<b>100,00 %</b>

### Nøkkel tall portefølje

Effektiv underliggende avkastning 2,95 %  
 Effektiv avkastning til kunder\* 2,70 %  
 Rentefølsomhet\*\* 0,15

\* effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

\*\* rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg 1 prosentpoeng.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller

Andelskurs per 31.12.03 103,4525

Kr 5 591 051,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt per andel på utbetalingstidspunktet.

Som markedsverdi per 31.12.03 for obligasjoner er benyttet siste noterte kurs fra børs.

For beregning av gevinst ved salg benyttes FIFO-prinsippet.



**Generelle noter**

**Note 1: Regnskapsprinsipper**

**Finansielle instrumenter:**

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

**Fastsettelse av virkelig verdi:**

Verdipapirer er vurdert til markedsкурser 30.12.2003 og 31.12.2003 for verdipapirer notert i marked hvor handel ikke var stengt. Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve. Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verddivurderinger foretatt av meglerforbindelser og interne verddivurderinger.

**Valutakurser:**

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2003.

**Behandling av transaksjonskostnader:**

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

**Avsatt til utdeling til andelseierne:**

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

**Tilordning anskaffelseskost:**

For aksjefondene er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realisererte 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 per 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 rente- og kredittisiko.

**Note 4: Skatteberegning**

Skattekostnad knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte, samt beregnet skatt på skattepliktig inntekt. Gevinst/tap ved realisasjon av aksjer i verdipapirfond er ikke skattepliktig/fradragsberettiget.

**Note 5: Depotomkostninger**

Fondene blir ikke belastet med depotomkostninger.

**Note 6: Omløpshastighet**

Omløpshastighet er et mål på handelsvolumets størrelse justert for tegning og innløsning av andeler. Omløpshastigheten er beregnet som summen av alle kjøp og salg av verdipapirer dividert med 2, fratrukket netto tegning i fondet og deretter dividert på gjennomsnittlig forvaltet kapital i perioden. Fondenes omløpshastighet for 2003 er:

SKAGEN Vekst	0,19
SKAGEN Global	0,01
SKAGEN Kon Tiki	-0,50
SKAGEN Avkastning	1,98
SKAGEN Høyrente	2,95
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,65

**Note 7: Tegningsprovisjon aksjefond**

Tegningsprovisjon:	kr 0 - 499.999	1,0 % av innskuddet
	kr 500.000 - 999.999	0,8 % av innskuddet
	kr 1.000.000 - 4.999.999	0,5 % av innskuddet
	kr 5.000.000 -	0,3 % av innskuddet
Innløsningsprovisjon:		0,3 % av salgsbeløpet

0,3 prosentpoeng av ovennevnte provisjoner godskrives fondet ved både kjøp og salg.

Satsene for tegningsprovisjon ble endret fra og med 15. november 2003 til:

Tegningsprovisjon:	kr 0 - 499.999	0,7 % av innskuddet
	kr 500.000 - 999.999	0,5 % av innskuddet
	kr 1.000.000 - 4.999.999	0,2 % av innskuddet
	kr 5.000.000 -	0,0 % av innskuddet
Innløsningsprovisjon:		0,0 % av salgsbeløpet

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

**Noter til SKAGEN Global**

**Note 8.** Se side 14.

**Note 9. Forvaltningshonorar**

Forvaltningshonoraret utgjør 1 % av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av avkastningen utover Morgan Stanleys Capital International Daily Traded Net \$ World Index målt i norske kroner.

**Note 10. Egenkapitalavstemming**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
Egenkapital per 1.1.2003	1 022 243	1 541 835	-384 682	2 179 396
Utstedelse av andeler	501 194	968 704	-	1 469 897
Innløsning av andeler	-253 968	-399 728	-	-653 696
Årsresultat	-	-	1 410 797	1 410 797
Egenkapital per 31.12.2003	1 269 469	2 110 809	1 026 116	4 406 396

**Noter til SKAGEN Vekst**

**Note 8.** Se side 15.

**Note 9. Forvaltningshonorar**

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

**Note 10. Egenkapitalavstemming**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
Egenkapital per 1.1.2003	666 135	1 100 448	377 586	2 144 169
Utstedelse av andeler	273 157	966 029	-	1 239 186
Innløsning av andeler	-144 117	-430 890	-	-575 008
Årsresultat	-	-	1 446 128	1 446 128
Egenkapital per 31.12.2003	795 174	1 635 587	1 823 714	4 254 475

**Note 11. Riskbeløp**

Fastsatt Risk-beløp for 1994:	-0,35	Fastsatt Risk-beløp for 1999:	1,26
Fastsatt Risk-beløp for 1995:	-0,37	Fastsatt Risk-beløp for 2000:	3,62
Fastsatt Risk-beløp for 1996:	3,28	Fastsatt Risk-beløp for 2001:	3,77
Fastsatt Risk-beløp for 1997:	-0,50	Fastsatt Risk-beløp for 2002:	0,55
Fastsatt Risk-beløp for 1998:	1,73	Fastsatt Risk-beløp for 2003:	1,12

**Noter til SKAGEN Kon-Tiki**

**Note 8.** Se side 16.

**Note 9. Forvaltningshonorar**

Forvaltningshonoraret utgjør 2,5 % av den daglige forvaltningskapital i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av avkastningen utover/under Morgan Stanleys Capital International Daily Traded Net \$ World Index målt i norske kroner. Dog begrenset oppad og nedad slik at samlet forvaltningshonorar ikke kan overstige 4 % p.a. og ikke bli lavere enn 1 % p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

**Note 10. Egenkapitalavstemming**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
Egenkapital per 1.1.2003	357 296	2 198	-115 471	244 023
Utstedelse av andeler	1 107 942	207 651	-	1 315 592
Innløsning av andeler	-245 959	-65 317	-	-311 277
Årsresultat	-	-	480 773	480 773
Egenkapital per 31.12.2003	1 219 279	144 532	365 302	1 729 111

**Note 11. Riskbeløp**

Fastsatt Risk-beløp for 2003: 3,26

**Note 12. Skattekostnad**

Renter	2 045 985
Utbytte	19 121 915
Provisjonsinntekter	2 388 178
Agio/Disagio	20 659 925
Sum skattepliktige inntekter	44 216 004
Forvaltningshonorar	24 338 372
Sum fradragsberettigede kostnader	24 338 372
Netto skattepliktig inntekt	19 877 631
Endring midlertidige forskjeller (B)	10 447 717
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	30 325 348
Skattekostnad i resultatregnskapet	
Betalbar skatt (A x 28%)	8 491 098
Endring utsatt skatt (B x 28%)	-2 925 361
For lite avsatt skatt 2002	173 087
Sum skattekostnad	5 738 824

Skyldig skatt inngår i annen gjeld.

**Noter til SKAGEN Høyrente**

**Note 8.** Se side 17.

**Note 9. Forvaltningshonorar og tegningsprovisjon**

Forvaltningshonoraret utgjør 0,3 % av den daglige forvaltningskapital. Det belastes ikke tegningsprovisjon.

**Note 10. Egenkapitalavstemming**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
Egenkapital per 31.12.2003	484 560	4 367	814	489 741
Utstedelse av andeler	894 506	8 348	-	902 854
Innløsning av andeler	-757 549	-6 710	-	-764 259
Avsatt til utbetaling til deltakerne	-	-	-35 105	-35 105
Korreksjon av tidligere års avsetning til utbetaling til andelseierne	-	-	55	55
Årsresultat	-	-	34 608	34 608
Egenkapital per 31.12.2003	621 516	6 005	372	627 893

**Noter til SKAGEN Avkastning**

**Note 8.** Se side 18.

**Note 9. Forvaltningshonorar og tegningsprovisjon**

Forvaltningshonoraret utgjør 0,5 % av den daglige forvaltningskapital. Det belastes ikke tegningsprovisjon.

**Note 10. Egenkapitalavstemming**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
Egenkapital per 1.1.2003	93 441	16 765	741	110 947
Utstedelse av andeler	73 637	14 263	-	87 899
Innløsning av andeler	-53 795	-10 401	-	-64 196
Avsatt til utbetaling til deltakerne	-	-	-9 349	-9 349
Korreksjon av tidligere års avsetning til utbetaling til andelseierne	-	-	-12	-12
Årsresultat	-	-	9 982	9 982
Egenkapital per 31.12.2002	113 283	20 626	1 362	135 271

**Noter til SKAGEN Høyrente Institusjon**

**Note 8.** Se side 19.

**Note 9. Forvaltningshonorar og tegningsprovisjon**

Forvaltningshonoraret utgjør 0,3 % av den daglige forvaltningskapital. Det belastes ikke tegningsprovisjon.

**Note 10. Egenkapitalavstemming**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
Egenkapital per 14.3.2003	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	224 514	81	-	224 595
Innløsning av andeler	-62 782	-118	-	-62 900
Avsatt til utbetaling til deltakerne	-	-	-5 591	-5 591
Årsresultat	-	-	5 576	5 576
Egenkapital per 31.12.2003	161 733	-37	-15	161 680

**Note 11. Etableringstidspunkt**

Fondet ble etablert 14. mars 2003.



PricewaterhouseCoopers DA  
Forum Atrium  
Postboks 8017  
N-4068 Stavanger  
Telefon 02316

**Revisjonsberetning for 2003**

Vi har revidert årsregnskapene for verdipapirfondene for regnskapsåret 2003, som viser følgende resultater:

SKAGEN Vekst	kr 1 446 127 955	
SKAGEN Global	kr 1 410 797 245	
SKAGEN Kon-Tiki	kr 480 773 022	
SKAGEN Avkastning	kr 9 982 295	
SKAGEN Høyrente	kr 34 608 041	
SKAGEN Høyrente Institusjon	kr 5 576 066	(for perioden 14. mars – 31. desember 2003)

Vi har også revidert opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskudd i det enkelte fond. Årsregnskapene består av resultatregnskap, balanse, kontantstrømpstilling og noteopplysninger. Årsregnskapene og årsberetningen er avgitt av forvaltningsselskapets styre og daglig leder. Vår oppgave er å uttale oss om årsregnskapene og øvrige forhold i henhold til revisorlovens krav.

Vi har utført revisjonen i samsvar med revisorloven og norsk god revisjonsskikk. God revisjonsskikk krever at vi planlegger og utfører revisjonen for å oppnå betryggende sikkerhet for at årsregnskapene ikke inneholder vesentlig feilinformasjon. Revisjon omfatter kontroll av utvalgte deler av materialet som underbygger informasjonen i årsregnskapene, vurdering av de benyttede regnskapsprinsipper og vesentlige regnskapsestimater, samt vurdering av innholdet i og presentasjonen av årsregnskapene. I den grad det følger av god revisjonsskikk, omfatter revisjon også en gjennomgåelse av fondenes formuesforvaltning og regnskaps- og intern kontroll-systemer. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse.

Vi mener at

- årsregnskapene er avgitt i samsvar med lov og forskrifter for verdipapirfond og gir et uttrykk for fondenes økonomiske stilling 31. desember 2003 og for resultatet og kontantstrømmene i regnskapsåret i overensstemmelse med norsk god regnskapsskikk
- ledelsen har oppfylt sin plikt til å sørge for ordentlig og oversiktlig registrering og dokumentasjon av regnskapsopplysninger i samsvar med norsk lov og god regnskapsskikk
- opplysningene i årsberetningen om årsregnskapene, forutsetningen om fortsatt drift og forslaget til anvendelse av overskudd i det enkelte fond er konsistente med årsregnskapene og er i samsvar med lov og forskrifter.

Stavanger, 22. januar 2004

**PricewaterhouseCoopers DA**

Statsautorisert revisor

# Våre medarbeidere



Anne S. Langhelle  
kommunikasjonsforvalter



Lise Holm Jacobsen  
kundeveileder



Stein Haben  
kundeveileder



Synnøve Fjeld  
regnskapsmedarbeider



J. Kristoffer C. Stensrud  
investeringssjef



Jan Kjetil Nystrom  
økonomsjef



Signe Anne Kleppa Stensrud  
kundeveileder



Harald Espedal  
adm. direktør



Lisen Dybdahl Johannessen  
kommunikasjonsforvalter



Nicolai Martin Stærfeldt  
direksjonssjef



Asbjørn Vagle  
leder formuesforvaltning



Kristian Falnes  
porteføljeforvalter



Ross Porter  
porteføljeforvalter



Åge K. Westbo  
Visedm. direktør



Trond Sveta  
markedsanalytiker



May Silje Bjørkhaug  
regnskapsmedarbeider



Helge Braaten  
formuesforvalter



Mette Helgevold Arstad  
leder kundeservice



Trond Østrådt  
IT-sjef



Marianne Gillies  
kundevert



Eva Marie Sollie  
kundevert



Anne Grete Lovås  
oppgjørsmedarbeider



Eli G. Anda  
oppgjørsmedarbeider



Berly Sleire  
regnskapsmedarbeider



Kristen Kvame  
kundeveileder



Leiv Erik Nes  
formuesforvalter



Filip Weintraub  
porteføljeforvalter



Solve Rasmussen  
kundeveileder



Christian Bethuelsen  
kundeveileder



Synnøve Hellesto  
kundeveileder



Janniken Stoldal  
oppgjørsmedarbeider



Pål Kjeldsen  
IT-konsulent



Henning Aas  
formuesforvalter, Oslo



Vibeke Monsen Langaard  
formuesforvalter, Oslo



Hans Petter Hammernes  
formuesforvalter, Trondheim



Arild Rødal  
formuesforvalter, Ålesund



Richard Haugland  
formuesforvalter, Bergen



Truls Langhelle  
formuesforvalter, Oslo



Anne Ludvigsen Ronning  
produktansvarlig pensjon, Oslo



Tom Gamlem  
formuesforvalter, Trondheim



Johan Frisvold  
formuesforvalter, Ålesund



Dag Straume  
formuesforvalter, Bergen



Fredrik Astrup  
formuesforvalter, Oslo



Tore Bang  
forvalter, Oslo

# 10 år – 12 milliarder – og nest størst i Norge

**I de 10 første årene, siden oppstarten 1. desember 1993 har SKAGEN Fondene gått fra null til over 12 milliarder kroner i forvaltningskapital. Og det uten noe utbygget distribusjons-apparat. SKAGEN Fondene er i dag Norges nest største aksjefondsforvalter. Vi takker alle våre andelseiere for den tilliten dere har vist oss gjennom disse årene.**

Til sammen har vi nå 70.000 andelseiere i våre fond. De offisielle tallene fra Verdipapirfondenes Forening per utgangen av desember 2003 viser at SKAGEN Fondene har en andel på 15,8 prosent av totalmarkedet for aksjefond her til lands.

### Høy avkastning – «lav» risiko

Siden oppstarten i 1993 har SKAGEN Fondene satt sitt preg på den øvre delen av «resultatlisten» over avkastningen til norsk-registrerte aksjefond i respektive klasser.

Men ikke minst viktig, vi har hele tiden ligget høyt oppe på uavhengige rangeringer av fond basert på både avkastning og den risiko vi har utsatt våre andelseiere for.

Som eneste fondsforvalter i Norge er vi blitt «ratet» av anerkjente Standard & Poor's. Alle våre tre aksjefond, SKAGEN Vekst, SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki har fått A-rating. Forutsetningen for i det hele tatt å bli «ratet» av Standard & Poor's er at fondet er blant de 20 prosent beste i sin klasse hva gjelder historiske avkastings- og risikotall.

### Mer enn femdobling av pengene

Andelseiere som har vært med i hele tiårsperioden siden oppstarten av vårt første aksjefond, SKAGEN Vekst, kan i dag glede seg over mer enn en femdobling av pengene. Dette i en tid som har vært preget av både sterke oppgangs- og nedgangsperioder på børsen.

SKAGEN Vekst har slått Oslo Børs Hovedindeks i åtte av ti år. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen for fondet siden oppstart er 18,2 prosent. Fondet kan nå vise til den beste kurshistorikken siste ti år av samtlige verdipapirfond som markedsføres i Norden – uansett mandat. (Kilde: Morningstar)

### Slått verdensindeksen hvert år

SKAGEN Global ble startet opp 8. august 1997. De som har vært med fondet siden oppstart kan ved inngangen til 2004 glede seg over en akkumulert avkastning i løpet av de drøye seks årene på 247,1 prosent (basiskurs per årsskiftet minus startkurs 100).

SKAGEN Global har slått verdensindeksen i alle seks årene. Den gjennomsnittlige årlige avkastningen til fondet siden oppstart er 21,5 prosent.

### Fra bråttstjø til rally

Vårt siste skudd på aksjefondsstammen, SKAGEN Kon-Tiki, så dagens lys 5. april 2002. Rett før regnskapsskandalene fra USA torpederte verdens aksjemarkeder. Til tross for en tøff start for fondet



## 10 år i andelseiernes tjeneste

og de flere tusen andelseierne som har vært med på hele seilasen, har 2003 vært et fantastisk år. Avkastningen for året endte opp på hele 102,9 prosent.

Den samlede avkastningen fra Kon-Tiki flåten ble sjøsatt og frem til årsskiftet var på 42,4 prosent. De som ikke lot seg skremme da det blåste som verst i fjor, kan med andre ord glede seg over en avkastning langt over hva en trygg plassering i bank hadde gitt i samme periode.

SKAGEN Kon-Tiki har siden oppstart slått både verdensindeksen og nye markeders indeksen med god margin.

### Tro mot investeringsfilosofien

Forutsetningen for å oppnå disse gode tallene for våre aksjefond er først og fremst et stabilt porteføljeteam som hele tiden har vært tro mot vår investeringsfilosofi. Som aktiv verdiorientert forvalter skal vi finne undervurderte selskaper verden over, som skal blomstre opp i våre porteføljer.

Vi skal få den stygge andungen til å bli en stor og flott hvit svane. I løpet av de ti årene siden oppstart kan vi vise til en lang merittliste med stygge andunger som er blitt til hvite svaner. Vi har selvfølgelig også eksempler på stygge andunger som aldri har blitt til hvite svaner, men de har heldigvis vært i mindretall.

### Service og kompetent oppfølging

At våre andelseiere har fått en både absolutt og relativt god avkastning på sparepengene sine skal våre porteføljeforvaltere ha æren for.

At SKAGEN Fondene nå har en forvaltningskapital på over 12 milliarder kroner (13 i skrivende stund), skal imidlertid også de øvrige ansatte i SKAGEN Fondene ha en betydelig del av æren for.

Vår hovedmålsetting, i tillegg til å gi andelseierne høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko, er å gi kundene best mulig kommunikasjon, service og kompetent oppfølging. Noe samtlige av våre 44 ansatte i SKAGEN Fondene bestreber seg på å oppnå – hver eneste dag.

# Høydepunktene i vår historiebok

## 1993

- Stavanger Fondforvaltning AS får konsesjon av Kredittilsynet til å forvalte verdipapirfond
- Aksjefondet SKAGEN Vekst startes 1. desember
- 300 andelseiere
- Forvaltningskapital: 20 mill. kroner

## 1994

- Obligasjonsfondet SKAGEN Avkastning lanseres 14. september
- SKAGEN Vekst blir årets beste AMS-fond av i alt 22 fond
- Avkastning SKAGEN Vekst: 19,1 %, Oslo Børs Totalindeks: 7,1 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 5,7 %, Obligasjonsindeksen BRIX: 5,5 %
- 1.800 andelseiere
- Forvaltningskapital: 130 mill. kroner

## 1995

- SKAGEN Avkastning blir årets beste obligasjonsfond
- SKAGEN Vekst blir nummer 5 av totalt 25 AMS-fond
- Avkastning SKAGEN Vekst: 14,7 %, Oslo Børs Totalindeks: 11,6 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 16,1 %, BRIX: 14,1 %
- 4.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 234 mill. kroner

## 1996

- SKAGEN Avkastning blir igjen årets beste obligasjonsfond
- SKAGEN Vekst blir nummer 8 av totalt 28 AMS-fond
- Avkastning SKAGEN Vekst: 39,1 %, Oslo Børs Totalindeks: 32,0 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 9,8 %, BRIX: 8,7 %
- 7.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 532 mill. kroner

## 1997

- SKAGEN Vekst kåres som det beste AMS-fondet i media, som følge av god avkastning og lav risiko
- SKAGEN Global lanseres 8. august
- Kontor etableres i Ålesund
- Avkastning SKAGEN Vekst: 29,2 %, Oslo Børs Totalindeks 31,6 %
- Avkastning SKAGEN Global: -3,1 %, Morgan Stanley World Index (MSWI): -8,2 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 3,7 %, BRIX: 6,1 %
- 13.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: En milliard kroner

## 1998

- SKAGEN Vekst blir igjen markedets beste AMS-fond
- SKAGEN Global blir beste fond blant de som investerer utenfor Norge
- Pengemarkedsfondet SKAGEN Høyrente lanseres 18. september
- Kontor etableres i Oslo
- Avkastning SKAGEN Vekst: -6,5 %, Oslo Børs Totalindeks -26,7 %
- Avkastning SKAGEN Global: 47,2 %, MSWI 26,5 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 3,6 %, BRIX: 2,9 %
- 17.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 1.171 mill. kroner

## 1999

- SKAGEN Vekst 6. beste AMS-fond
- SKAGEN Global nummer en i sin klasse
- SKAGEN Høyrente nummer syv blant pengemarkedsfondene
- SKAGEN Fondene tredje størst på nyttegninger i Norge
- Avkastning SKAGEN Vekst: 77,0 %, Oslo Børs Totalindeks: 45,5 %
- Avkastning SKAGEN Global: 113,4 %, MSWI: 31,7 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 4,6 %, BRIX: 5,5 %
- Avkastning SKAGEN Høyrente: 6,6 %, Statsobligasjonsindeks: 6,3 %
- 39.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 4.561 mill. kroner

## 2000

- SKAGEN Vekst nummer 49 av 72 norske og norske/internasjonale aksjefond
- SKAGEN Global nummer 6 av 19 globale aksjefond
- SKAGEN Avkastning nummer 31 av 75 obligasjonsfond
- SKAGEN Høyrente nummer 14 av 48 pengemarkedsfond
- Avkastning SKAGEN Vekst: -2,3 %, Oslo Børs Totalindeks: -1,7 %
- Avkastning SKAGEN Global: -4,7 %, MSWI: -5,1 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 6,1 %, BRIX: 4,6 %
- Avkastning SKAGEN Høyrente: 6,2 %, Statsobligasjonsindeks: 6,0 %
- 50.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 5.659 mill. kroner

## 2001

- SKAGEN Vekst nummer 1 av 73 norske og norske/internasjonale aksjefond
- SKAGEN Global nummer 3 av 35 globale aksjefond
- SKAGEN Avkastning nummer 23 av 31 obligasjonsfond i sin klasse
- SKAGEN Høyrente nummer 4 av 40 pengemarkedsfond
- Avkastning SKAGEN Vekst: -1,3 %, Oslo Børs Hovedindeks: -16,6 %
- Avkastning SKAGEN Global: -4,2 %, MSWI: -16,1 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 6,2 %, BRIX: 7,7 %
- Avkastning SKAGEN Høyrente: 7,5 %, Statsobligasjonsindeks: 7,6 %
- Kontorer etableres i Bergen og Trondheim
- 55.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 5 milliarder kroner

## 2002

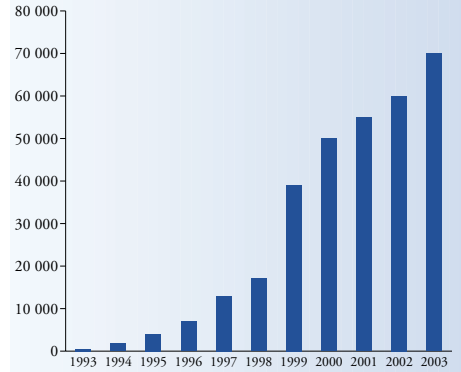
- SKAGEN Vekst nummer 3 blant 77 norske og norske/internasjonale aksjefond
- SKAGEN Global nummer 1 av 60 globale aksjefond
- SKAGEN Avkastning nummer 28 av 32 obligasjonsfond i sin klasse
- SKAGEN Høyrente nummer 10 av 40 pengemarkedsfond
- Avkastning SKAGEN Vekst: -21,9 %, Oslo Børs Hovedindeks: -31,1 %
- Avkastning SKAGEN Global: -23,2 %, MSWI: -38,0 %
- Avkastning SKAGEN Kon-Tiki: -29,8 %, MSWI: -35,5 %
- Avkastning SKAGEN Høyrente: 6,9 %, Statsobligasjonsindeks: 6,8 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 6,7 %, BRIX: 8,1 %
- SKAGEN Kon-Tiki lanseres 5. april
- Fondene våre godkjennes for salg i Sverige og Danmark
- 60.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 5.300 mill. kroner

## 2003

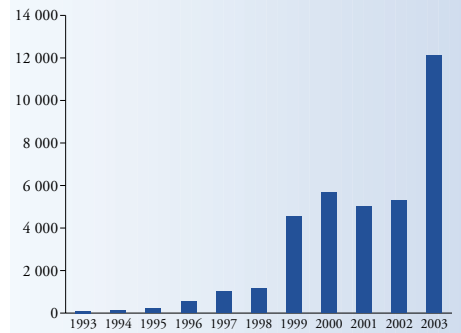
- SKAGEN Vekst nummer 8 blant 75 norske og norske/internasjonale aksjefond
- SKAGEN Global nummer 1 av 50 globale aksjefond
- SKAGEN Kon-Tiki nummer 1 blant 57 aksjefond som invester globalt og i nye markeder
- SKAGEN Høyrente nummer 22 av 50 pengemarkedsfond
- SKAGEN Avkastning nummer 42 av 44 obligasjonsfond i sin klasse
- Avkastning SKAGEN Vekst: 66,3 %, Oslo Børs Hovedindeks: 48,4 %
- Avkastning SKAGEN Global: 62,8 %, MSWI: 28,0 %
- Avkastning SKAGEN Kon-Tiki: 102,9 %, MSWI: 28,0 %
- Avkastning SKAGEN Høyrente: 4,2 %, Statsobligasjonsindeks: 4,9 %
- Avkastning SKAGEN Avkastning: 6,2 %, ST4X: 11,1 %
- SKAGEN Høyrente Institusjon lanseres 14. mars
- Alle våre tre aksjefond får A-rating av Standard & Poor's
- 70.000 andelseiere
- Forvaltningskapital: 12.100 millioner kroner

**Vi takker våre andelseiere for tilliten, og lover at vi skal gjøre alt som står i vår makt for at de neste ti årene skal bli like gode.**

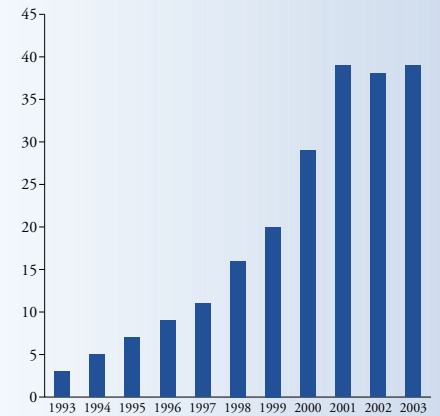
## Antall andelseiere



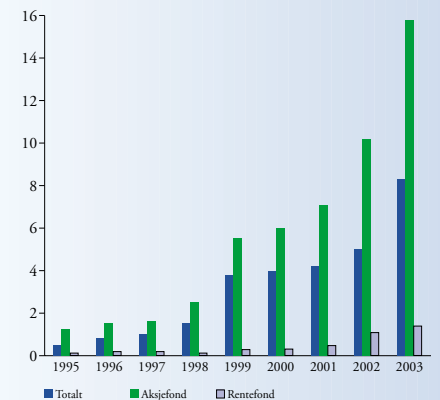
## Forvaltningskapital (MNOK)



## Antall ansatte



## Markedsandeler 1995-2003



# Idégrunnlag

**Ved å tilby best mulig avkastning til lavest mulig risiko, på kort og lang sikt - i tillegg til kommunikasjon, god service og kompetent oppfølging - skal kundene oppleve SKAGEN Fondene som den beste aktøren i markedet.**

SKAGEN Fondene tilbyr kundene seks fond, noe som gjør det enkelt å velge. Tre aksjefond og tre rentefond. Med dette svært oversiktlige produktspekteret kan vi dekke de behov kundene har for investeringsprodukter.

**Vi har frihet til å velge det som er best for kundene**  
Vi skal gi råd til våre kunder ut i fra den enkeltes risikovillighet og tidshorison for investeringen. Med brede investeringsmandater sikrer vi at kundenes penger til enhver tid er eksponert der vi mener de får best avkastning til lavest mulig risiko. Basert på kundens behov, er det et klart mål for oss å gi en korrekt rådgivning som gjør investeringen lønnsom for kunden – og dermed også for oss.

**Vi liker ikke å tape penger**  
Vi startet med å forvalte egne midler. Deretter tok vi ansvaret for å skaffe venner og familie best mulig avkastning på sparepengene. Da allmennheten ble invitert inn, hadde vi forlenget utviklet risikoaferjon. Vi var vant med å se våre kunder i øynene - og det skal vi kunne gjøre også i fremtiden.

SKAGEN Fondenes investeringsstil muliggjøres ved hjelp av blant annet følgende særtrekk ved organisasjonen:

**Forvaltningsselskapet er privat eid av tre sentrale medarbeidere og et styremedlem:** Vi kan fritt fokusere på det å drive langsiktig forvaltning av kundenes penger. Videre trenger vi ikke la oss forstyrre av kortsiktige hensyn som eksempelvis neste kvartalsresultat. Dette tilsier at vårt fokus rettes 100 prosent mot en best mulig langsiktig forvaltning av kundenes penger.

**SKAGEN Fondene fokuserer på det vi gjør best:** Vår styrke ligger i langsiktige verdibaserte investeringer. Vi har ikke flere forskjellige investeringsstiler innen forvaltningsorganisasjonen. Vi er ikke involvert i meglervirksomhet, "corporate finance", eiendomsforvaltning eller andre finansielle aktiviteter.

**SKAGEN Fondene følger ikke motebølger:** På tross av populariteten til sektorfond og indeksfond har vi aldri tilbudt dem. Vi er av den oppfatning at de beste langsiktige forvaltningsresultatene skapes gjennom å velge aksjer innenfor et bredt mandat hvor fokuset er på prisingen av selskaper fremfor deres indeksverdi.

**SKAGEN Fondene driver utelukkende med verdipapirfond:** Verdipapirfond er en hensiktsmessig organisasjonsform for forvaltning av kapital. Alle andelseiere i verdipapirfondet blir behandlet likt. Integritet, likhet, uavhengighet og variabelt forvaltningshonorar gir oss et unikt interessefellesskap med andelseieren.

**Jo bedre avkastning kundene får, jo mer tjener vi**  
Vårt fokus på best mulig avkastning til lavest mulig risiko, gjør at kunden får et mest mulig optimalt produkt i henhold til tidshorison og risikoprofil. I tråd med dette får vi betalt ut i fra hvor godt vi gjør jobben.

I aksjefondene er deler av forvaltningshonoraret knyttet til hvilken avkastning vi klarer å gi våre kunder. Andelseierne og forvaltnings-selskapet har på denne måten en felles målsetting om best mulig avkastning. Det er imidlertid viktig å påpeke at målet om høyest mulig avkastning ikke skal friste oss til å ta høyere risiko.

**Vi finner undervurderte selskaper med høy kvalitet**  
SKAGEN Fondene fokuserer på selskaper. Vi sprer risikoen i over 100 forskjellige bedrifter i Norge og resten av verden. I motsetning

til mange andre forvaltere, som investerer i et selskap fordi det er representert i en indeks, er ikke indeksrepresentasjon et investeringskriterium for SKAGEN Fondene. Tvert imot utnytter vi skjevheter i verdsettelse av selskaper som indeksforvaltning innebærer, til å investere i lavt vurderte selskaper som over tid vil gi høy fundamental avkastning kombinert med lav risiko.

Investeringsstrategien er orientert mot verdier. Vår verdiskaping skal skje med vekt på investeringer i undervurderte selskaper med høy kvalitet. Selskapenes vekst og inntjening, kombinert med et rimelig utgangspunkt, samt ledelsens evne til å skape verdier og viljen til å dele de ut til aksjonærene, skal primært gi investeringsresultatet på lang sikt.

**Grundige analyser reduserer risikoen**  
Vi bruker mye tid på grundige analyser av hvert enkelt selskap og av hovedtendensene i norsk og internasjonalt næringsliv. Det er nødvendig for å redusere risikoen. Vi vektlegger eget analyseapparat fremfor andres. Vi forsøker også å skape ekstraavkastning ved å plukke opp og vektlegge det andre investorer ikke kan eller vil ta stilling til. SKAGEN Fondene vurderer også nøye politiske og andre risikoforhold, er oppmerksomme på geografiske- og bransjemessige ubalanser, og har et våkent øye til selskapenes gjeldssekponering.

**Egenhandel og forretningsskikk**  
De ansattes handel i fondene skal ikke skje dersom dette er i konflikt med fondenes investeringer. Investeringer i SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Avkastning kan tidligst innløses en uke etter regningsdato for hele beholdningen i det aktuelle fondet. For SKAGEN Høyrente er det ingen bindingstid. Administrerende direktør kan suspendere adgangen til egenhandel i fondene.

Øvrig verdipapirhandel skal ikke skje dersom dette er i konflikt med fondenes investeringer eller gjeldene lover og regler. Verdipapirer utenom fondsandeler skal kun handles med forhåndsgodkjennelse av administrerende direktør og kan tidligst omsettes ett år etter anskaffelsen. Ansatte med innsikt i fondenes verdipapirhandel er pålagt strengere regler for egenhandel. Disse begrensningene gjelder også handler foretatt på vegne av den ansattes nærstående.

**Etiske normer og retningslinjer for plassering av våre andelseieres midler**  
SKAGEN Fondene skal ikke ta vesentlig økonomisk risiko i sin forvaltning, ved å investere i selskaper som gjennom sin virksomhet kan pådra seg vesentlige og uonskede forpliktelser eller tap ved helseskader, lovreguleringer eller miljøovergrep. SKAGEN Fondene skal ikke akseptere investeringer i selskaper som bevisst skader den lokale befolkning, miljø eller valgte styresett. Disse punkter blir vurdert før vi går inn i et nytt selskap. Ved vurdering av selskapene skal deres intensjoner telle mer enn selskapenes historie.

SKAGEN Fondene skal forholde seg til objektivt konstaterbare fakta, og ikke agere i henhold til stemningsbølger og rykter.

Kommer det for dagen at SKAGEN Fondene er investert i selskaper som tross intensjoner og hensiktsklæringer bryter med våre etiske retningslinjer, er det grunnlag for å vurdere et salg av vårt aksjeinnehav, dog på en slik måte at salget ikke forspiller verdier for våre andelseiere.



**Fra toppetasjen i Torgterrassen i Stavanger har vi ett våkent øye mot det norske og internasjonale aksjemarkedet – døgnet rundt.**

**SKAGEN Fondene**  
**Stavanger Fondsförvaltning AS**  
Telefon kundeservice 810 59 099  
E-post kundeservice@skagenfondene.no  
www.skagenfondene.no  
Telefaks 51 86 37 00

**Stavanger**  
Skagen 3, Torgterrassen (5. etasje),  
postboks 160, 4001 Stavanger

**Ålesund**  
Myrabakken Næringsssenter, 6010 Ålesund

**Oslo**  
Parkveien 12, 0350 Oslo

**Bergen**  
Foreningsgaten 3, 5015 Bergen

**Trondheim**  
Kongensgate 8, Mercursenteret, 7011 Trondheim

**NB!** Medarbeiderne på våre kontorer utenfor Stavanger er ofte på kundebesøk. Det betyr at kontorene ikke alltid er betjent. Det kan være fornuftig å avtale møte på forhånd.