



SKAGEN | 20 YEARS
GLOBAL



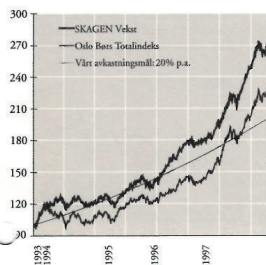
Lansering av fondet SKAGEN Global i 1997 - Markedsrapport



SKAGEN Global - et nytt, internasjonalt aksjefond.

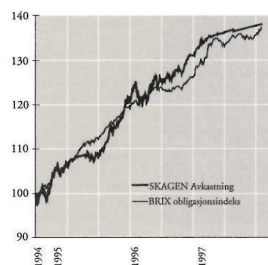
SKAGEN Vekst ga 9,1 % avkastning i tredje kvartal.

SKAGEN Vekst målt mot Oslo Børs Totalindeks og vårt avkastningsmål



1. desember 1993 - 1. oktober 1997

SKAGEN Avkastning målt mot BRIX obligasjonsindeks



12. september 1994 - 1. oktober 1997

- ✓ Økonomien overrasker positivt både ute og hjemme.
- ✓ Mot stigende råvarepriser?
- ✓ Usikker rentetendens fremover.
- ✓ Fokus på undervurderte selskaper.

Markedsrapport nr. 5, oktober '97

SKAGEN Global - vårt nye aksjefond.

SKAGEN Fondene har startet et nytt aksjefond. Dette er et rent utenlandsfond, som altså ikke skal investere i selskaper på Oslo Børs. Filosofien er som for de andre SKAGEN Fondene: å oppnå god avkastning til en lav risiko. SKAGEN Global har som mål å gi bedre avkastning enn Morgan Stanley verdensindeks. Mindre investeringstøp er satt til kr. 1.000.000. Ring oss, og du får vite mer.

For mange markedsrapporter?

Derom dere er flere på samme adresse som mottar markedsrapporten, og dere synes dere bare trenger en, er vi taknemlige for å få beskjed om dette. Denne gangen legger vi med en serviseklapp, slik at du enkelt kan gi oss melding om hvem som ikke trenger rapporten. Da kan vi sammen spare både penger og miljø!

Ålesundkontoret er på plass.

Vår markedsrådgiver Arild Røddal har nå flyttet inn i Myrabakken Næringscenter i nærheten av Ålesund. Våre andelslere i området kan treffe han på telefon 70 17 84 50.

Fødselsdagsselskap.

1. desember i år er det fire år siden SKAGEN Vekst startet. Dette finner vi grunn til å feire, noe vi skal gjøre på årets store andelsmøte mandag 1. desember, klokken 18.00 - 20.00, på Victoria Hotell i Stavanger. Påmelding til Anne Grete Larsen på telefon 51 83 93 00. Velkommen skal du være!

Noen kommer, noen går.

Svein Erik Reines har sluttet som daglig leder i Stavanger Fondforvaltning. Han starter egen virksomhet som konsulent innen strategi og markedsføring. Vi takker for innsatsen, og ønsker lykke til med ny start.

Samtidig ønsker vi Kirsten Faines velkommen som porteføljevalter. Med et nytt fond å forvalte, finner vi det riktig å styrke vår analytikerstab. Kristian er anerkjent og autorisert finansanalytiker (AFA), og kommer fra Salling (som porteføljevalter i Lerdal-Tinns). Hvis noe vil ha et høyere nivå, den norske porteføljen. Han begynner 1. november.

Over S. Langhelle
Anne S. Langhelle
Markedsrådgiver

Tredje kvartal ble også et godt kvartal for kapitalmarkedene. SKAGEN Vekst steg med 9,1 %, Oslo Børs Totalindeks steg med 11,8 %, og Eurotrack, indeks for europeiske aksjer, steg med 3,0 %. SKAGEN Avkastning steg med 0,8 %, mot Brix-indeksen som steg med 1,01 %.

Frem til august var markedene ute og hjemme sterke likviditetspreget, med betydelige stigninger for de store selskaper. I august korrigerer internasjonale renter opp, noe som medførte at fokus i sterkere grad kom på mindre selskaper generelt og enkeltindustrier spesielt. Fra september av har norske og internasjonale renter fortsatt sin nedadgående tendens, med ny styrke i aksjemarkedene som resultat.

Internasjonal økonomi overrasker positivt.

To temaer har preget det forløpne kvartal. Inflasjonstallene fra USA har vært bemerkelsesverdig gode, selv om tilveksten har vært god. Stigende importpriser har gjort at investorene i Europa har spekulert i en rentehøyning er nær. Den høye dollarkursen betyr klart ansvaret for disse to tendensene. Samtidig ser et livskraftig økonomisk oppsving i Europa ut til å lette pressen mot ØMU, med stadig flere land som er i stand til å oppfylle kriteriene i 1999.

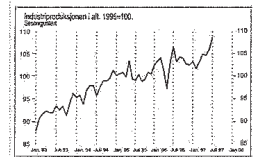
I Fjerde Østen har valutauro i enkelte land utviklet seg til full krise, noe som kortsiktig har redusert inflasjons- og vekstforventningene på global basis. Nå i fjerde kvartal synes utsiktene usikre. Et sterkt fall i tilveksten i Østen kan godt få større effekter enn ventet, da regjeringene her har håndtert disse krisene på en uheldig måte så langt, i motsetning til Mexico-krisen i 1994/95.

Med vesentlig sterkere vekstutsikter fra Europa enn hva vi så ved inngangen til tredje kvartal, ventet vi foreløpig ikke større endringer i internasjonal økonomisk balanse, men dette kan endres. Dollarkursen har hatt en svært positiv utvikling hittil i år, men har korrigeret sterkt fra de spekulative høyder på 7,80 mot norske kroner i august. Den sterke dollaren har en svært gunstig effekt på konjunkturfremgangene i Europa og Japan. Samtidig har fallende importpriser holdt inflasjonen nede i den sterke økonomien i USA. Stigende importpriser har medført frykt for rentestigninger i Europa, samt en slutt på den meget stimulerende rentepolitikken vi ser fra Japan. Etter et fall på 10 % fra toppen, regner vi imidlertid denne effekten som mindre betydningsfull fremover. Vi forventer derfor en noe mer stabil dollartrend i tiden som kommer, i det minste inntil regnane på en sterkere innenlandsøkonomi i Europa og Japan blir flere og mer markante.

Norge: lavere inflasjon og høyere vekst enn ventet.

Også i Norge har inflasjonen utviklet seg mer moderat enn ventet. Fallende elpriser og fravær av importert inflasjon har dempet effekten av stigende aktivitet og et etterhvert meget stramt arbeidsmarked. Usikkerheten foran statsbudsjettet vil derfor bli større enn vanlig, selv om budsjettreformen vil legge ramme på et tidligere tidspunkt enn før. Budsjettlekasjene hittil peker mot vesentlig høyere avgiffter, hvilket vil finne uheldig fordi den vil «signallere» at et høyere prisnivå er akseptable. Etter regjeringsskiftet henger solidaritetslinjen i en synnere tid, og med stigende importpriser er risikoen for et sammenbrudd av den gunstige lenns- og prisutviklingen vi har hatt vesentlig større enn tidligere. Det er ikke varsel endringer i pengepolitikken, men det ser nå ut til at spekulante nok en gang vil sette faskispolitikken under press.

Tendensen mot akselererende aktivitetstigning i andre og tredje kvartal fortsetter. Industriproduksjonen stiger sterkt, samtidig som prognoser for byggesektoren og investeringer stadig justeres opp. Stigningen i timelønnen fra andre kvartal 1996 til andre kvartal 1997 utgjorde 4,1 %. Isolert sett er ikke dette skremmende, og heller mindre enn ventet.




Figur 1. Industriproduksjonen i alt, 1990=100. Kilde: Statistisk Sentralbyrå

Mot stigende råvarepriser?

Stabile til fallende råvarepriser har vært medvirkende til det gunstige inflasjonsbildet vi har sett internasjonalt de siste årene. Tendens ved kvartalskiftet er sprikende. Viktige råvarer som olje, gull og enkelte metaller viser igjen stigning. Dette forstyrrer det generelle bildet de siste årene, hvor tilbud og etterspørsel jevnt har vært balansert. Motsatt vil en svakende av tilveksten i sydøst-Asia gi press på særlig industriråvarer. Råvareprisene inngår derfor som et av de områder som kan gi uro fremover.

Slik så de første tegningsblankettene ut i 1997

• SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL



SKAGEN FONDENE

Tegningsblankett SKAGEN Global

Jeg vil kjøpe andeler i aksjefondet SKAGEN Global

Jeg kr _____

Navn: _____

Adresse: _____

Postnummer/-sted: _____

Telefon privat: _____ Telefon arbeid: _____

Personnummer (11 siffer, fødselsdato først): _____

Foretaksnummer (for bedrifter, 9 siffer): _____

VPS-kontonummer (12 siffer): _____
(Hvis du ikke har VPS-konto, blir konto i Verdipapirsentralen opprettet kostnadsfritt*.)

Vennligst belast post-/bankkonto nummer: _____

Dato: _____ Signatur: _____

* Ved opprettelse av VPS-konto trenger vi bekrefet kopi av legitimasjon (sertifikat, bankkort, pass).

*Har du spørsmål vedrørende utfylling av blanketten – ikke nøl med å kontakte oss!
Prospekt kan fåes ved henvendelse til Stavanger Fondsforvaltning.*

Stavanger Fondsforvaltning AS, Skagen 3, 4006 Stavanger.
Telefon 51 85 93 00. Telefaks 51 85 93 20.
e-post: firmapost@skagenfondene.no

Avdeling Ålesund:
Myrabakken Næringscenter, 6010 Ålesund.
Telefon 70 17 84 50. Telefaks 70 17 84 51.

Avdeling Oslo:
Nordre Slottsgate 15, 0157 Oslo.
Telefon 23 35 54 80. Telefaks 23 35 54 90.
Bankkontonummer 9686 05 07770.

• SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL • SKAGEN GLOBAL

Skagen Global Aksjefondet SKAGEN Global.

Et internasjonalt fond.

Aksjefondet SKAGEN Global investerer kun i utenlandske aksjer. Investeringsfilosofien er å øke avkastningen og redusere risikoen ved å fokusere på undervurderte selskaper. Fondet søker å ha en balansert eksponering mot bransjer. Det er viktig at selskapene er sammenlignbare over grenser.

Kravene til høy kvalitet og lavt vurderte selskaper er absolutte, samtidig som selskapsrisiko og markedsrisiko skal balanseres mot gevinstmulighetene.

Et unikt interessellesskap.

Andelseierne i SKAGEN Global og Stavanger Fondsforvaltning inngår et unikt interessellesskap ved fortjenestdeling. Vi får betalt ut fra hvilken avkastning vi klarer å gi våre kunder. Den avkastningen som overstiger den indeksen vi sammenligner fondet med (benchmark) skal fordeles 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. (Benchmark er Morgan Stanley verdensindeks (MSCIW), omregnet til norske kroner.)

Samtidig gjør vi oppmerksom på at kursene for SKAGEN Global ligger en dag etter i beregning. Dette på grunn av at sluttkursene i vår benchmark ikke blir satt før børsene til de landene som inngår i verdi-grunnlaget stenger. Slik oppnår vi en korrekt sammenheng av vurdering mellom fond og indeks.

Fondets utvikling så langt.

Per 29. oktober 1999 har SKAGEN Global 5 582 andelseiere og en forvaltningskapital på 1167 millioner kroner.

Til nå har SKAGEN Global hatt følgende avkastning:

1997:	-2,9 %	(siden oppstart 8. august)
1998:	47,16 %	
Hittil i 1999:	67,43 %	(per 29.10.99)
Siden start:	138,51 %	(per 29.10.99)

NB! Ingen vet noe 100% sikkert om fremtiden!

Når du investerer i aksjefond, skal du vite at historiske tall ikke gir noen garanti for fremtidig avkastning. Den faktiske avkastningen en andelseier i SKAGEN Global får i fremtiden, er bl.a. avhengig av aksjemarkedets utvikling, fondets risikoprofil og provisjoner, samt forvalternes dyktighet. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. SKAGEN Fondenes investeringer i utenlandsk valuta er ikke valutasiikert.

Skatteregler.

Først når du selger andelene du har i et fond, kommer gevinsten til beskatning. Slik oppnår du en skattekredit.

Grunnlaget for formuesskatning er verdien ved utgangen av året.

I SKAGEN Global kan du opprette en Individuell Pensjonsparavtale (IPA). Da kan du hvert år spare inntil kr 40.000, som kommer til fradrag i inntekt. Du betaler ikke formuesskatt av IPA-andeler. Oppsparte midler kommer til utbetaling fra oppnådd pensjonsalder, og til fylte 77 år. (For mer informasjon om IPA, se eget produktark.)

Hva koster våre tjenester?

Investering	Forvaltnings- selskaps- provisjon	Fondets provisjon	Tegnings- provisjon totalt
10.000 - 499.999	0,7 %	0,3 %	1,0 %
500.000 - 999.999	0,5 %	0,3 %	0,8 %
1.000.000 - 4.999.999	0,2 %	0,3 %	0,5 %
5.000.000 og oppover	0,0 %	0,3 %	0,3 %
Overføre andeler fra andre fond	0,2 %	0,3 %	0,5 %
Innløsning	0,0 %	0,3 %	0,3 %

Forvaltningshonorar er 1 % årlig. I tillegg kommer resultatavhengig fortjenestdeling. Avkastning utover benchmark fordeles 90/10 mellom andelseierne og Stavanger Fondsforvaltning.

Kostnader beregnes daglig og avregnes kvartalsvis. Minste tegningsbeløp er kr 10.000 ved engangsinnskudd og kr 1000 ved månedlig sparing.

Det skal svare seg å være kunde hos oss.

Ved kjøp av andeler i våre aksjefond legger vi vekt på ditt totale kundeforhold. Det vil si at når du som er kunde, kjøper nye andeler i SKAGEN Vekst eller SKAGEN Global, er det ditt samlede innskudd som avgjør hvilken provisjon du skal betale. Vi vil også se på familier som én enhet.

Hvordan kjøpe andeler?

Fyll ut blanketten på baksiden og send den til oss. Blanketter mottatt innen klokken 15.30 gjeld er for kjøp av andeler til dagens kurs.

Husk å oppgi et telefonnummer hvor vi kan kontakte deg på dagtid.

Ifølge Forskrift om legitimasjonskontroll må vi for alle kundeforhold ha kopi av legitimasjon (sertifikat, bankkort, pass) fra kontoinnhaver. Vennligst legg ved kopi når du sender oss blanketten.

Prospekt kan fåes ved henvendelse til Stavanger Fondsforvaltning.

Avisannonse i Dagens Næringsliv fra 1998

“Jeg leter ikke. Jeg finner.”

Pablo Picasso

De undervurderte selskapene som gir høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko, finnes over hele verden! Derfor har vi alltid tenkt internasjonalt!

I 1993 ble SKAGEN Vekst etablert som første norske AMS-fond som satset på investeringer over hele verden. SKAGEN Vekst har i dag rundt 50 % av investeringene i utlandet.

Dette er med på å sikre stabiliteten – J.l.a. sett i lys av at det norske kapitalmarkedet historisk har vært mer risikabelt enn andre markeder. Vi oppnår redusert risiko ved geografisk spredning, og ved grundige analyser av de enkelte selskaper og av hovedtendensene innen norsk og internasjonalt næringsliv.

SKAGEN Global satser 100 % på utlandet.

For å rendyrke vår globale profil ble aksjefondet SKAGEN Global opprettet i 1997 – som et rent utenlandsfond. Hovedretninglinjene ved våre internasjonale plasseringer er å identifisere rene vekst-situasjoner som vi ikke finner på Oslo Børs – selskaper som er solide, men underpriset, samt markeder som er undervurderte.

Ved å investere utelukkende i utenlandske selskaper er SKAGEN Global ikke så sårbar når oljepriser, lønnsoppgjør etc. påvirker forholdene i norsk økonomi.

Fra våre kontorer i Stavanger har vi vindu mot verden.

Du trenger ikke "gå over bekken etter vann" når du ønsker å satse internasjonalt. La heller en norsk fondsforvalter drive "grenseløse" investeringer på dine vegne.



SKAGEN FONDENE
Stavanger Fondsforvaltning AS, Skagen 3, 4006 Stavanger.
Telefon 51 85 93 00. Telefaks 51 85 93 20.
Avdeling Oslo: Nedre Slattengate 15, 0157 Oslo.
Telefon 23 35 54 80. Telefaks 23 35 54 90.
Avdeling Ålesund: Myrabakken Næringscenter, 6010 Ålesund.
Telefon 70 17 84 50. Telefaks 70 17 84 51.
e-post: firmapost@skagenfondene.telemax.no
http://www.skagenfondene.no

“Jeg leter ikke. Jeg finner.”

Pablo Picasso

De undervurderte selskapene som gir høyest mulig avkastning til lavest mulig risiko, finnes over hele verden! Derfor har vi alltid tenkt internasjonalt!

I 1993 ble SKAGEN Vekst etablert som første norske AMS-fond som satset på investeringer over hele verden. SKAGEN Vekst har fortsatt rundt 50 % investeringer i utlandet.

For å rendyrke vår globale profil ble aksjefondet SKAGEN Global opprettet i 1997 – som et rent utenlandsfond. Hovedretninglinjene ved våre internasjonale plasseringer er å identifisere rene vekst-situasjoner som vi ikke finner på Oslo Børs – selskaper som er solide, men underpriset, og markeder som er undervurderte.

Du trenger ikke "gå over bekken etter vann" når du ønsker å satse internasjonalt. La heller en dyktig norsk fondsforvalter drive "grenseløse" investeringer på dine vegne.

Vår porteføljevaltere har fulgt utenlands-markedet siden 1979. Lang internasjonal erfaring gir god faglig innsikt for vår egen del når analyser foretas – og, ikke minst, trygghet for dere som er andelseiere.

Og husk at Stavanger er et like bra utgangspunkt som f.eks. Oslo og London, når målet er å finne spennende selskaper i USA eller Asia.



SKAGEN FONDENE
Stavanger Fondsforvaltning AS, Skagen 3, 4006 Stavanger.
Telefon 51 85 93 00. Telefaks 51 85 93 20.
e-post: firmapost@skagenfondene.telemax.no http://www.skagenfondene.no

DW 23/5-98

Nyheter i markedsrapporten fra 1998

Nytt fond: SKAGEN Høyrente.

Nå kan du kjøpe andeler i pengemarkedsfond i SKAGEN Fondene. Dette er en type fond som normalt gir litt høyere avkastning enn hva du får på høyrentekonto i banken. SKAGEN Høyrente er det av våre fond som skal ha lavest risiko. Risikoen er litt høyere enn for bankinnskudd, og vi anbefaler derfor en investeringshorisont på minst 1-2 måneder. SKAGEN Høyrente investerer i sertifikater og obligasjoner med gjennomsnittlig løpetid på under ett år. Utsedlere kan være stat, kommuner, kraftselskaper og vanlige aksjeselskaper. Kjøp og salg av andeler i fondet er omkostningsfritt, mens årlig forvaltningshonorar er 0,3 %. Utbytte utbetales årlig, eller kan reinvesteres i nye andeler. Minste innskudd er kr 1 000.



Hvorfor kjøpe aksjer i «krisetider»?

Det er tungt å melde for våre andelseiere at rapporteringsperioden har påført våre andelseiere tap. Etter fem gode år er det imidlertid ikke unaturlig at vi får en periode med korreksjoner og betydelig uro i aksjemarkedene. Ved begynnelsen av september må vi likevel si at vi står overfor en spesiell situasjon. Sammenbruddet av økonomiene i Østen og Russland er skremmende og uten forliffelle. Kontrasten til Vesten er formidabel, og det bare få kvartaler etter at det generelle inntrykket var at fremtiden lå i Østen.

Når vi likevel kan si oss relativt fornøyde, er det fordi vi etterhvert kan se at våre investeringsprinsipper, som er strengt fundamentale og basert på kvalitet og geografisk og bransjesmessig risikospredning, fungerer godt. I vår grunnholdning ligger at det er umulig å spå om markedets topper og bunner, men at selskapers resultater, vekst og en i utgangspunktet nøktern vurdering over tid skal gi gode resultater. Disse investeringsposisjonene finner vi lettest i de svakest aksjemarkedene. Men disse gir også de største

tapsmuligheter hvis ikke risikospredning og kvalitet kontrolleres nøye.

På det globale plan ser vi høyest forskjellige investeringsklima, men investeringsmulighetene synes jevnt fordelt. På det hjemlige plan konstaterer vi at gitt dagens nivå, vil året komme ut som det svakest aksjeinvesteringsåret siden 1974, m.a.o. på nærmere 25 år. Årsaken er en rekke sammenfallende omstendigheter: Oljepriser, politisk ubesluttsomhet og internasjonal uro, som hver især påvirker markedsklimatet, men som ikke nødvendigvis vil hindre den gode bedrift i å vokse og gi gode resultater tilbake til sine eiere i fremtiden. Vår utfordring er å ta vare på de muligheter som markedsplassen gir, og foredle disse på en slik måte at formuesvekst og lav risiko kombineres. Vårt forretningsklima vil med sikkerhet de kommende måneder bli dramatisk, og vil med usikkelig sikkerhet gi oss og våre andelseiere både utfordringer og gode muligheter.

Nå er det billigere å kjøpe andeler i SKAGEN Vekst!

Tegningsprovisjonen i SKAGEN Vekst er satt ned. Under følger en oversikt over de nye satsene:

Investering	Tegningsprovisjon For	Nå
10 000 – 499 999	1,5 %	1,0 %
500 000 – 999 999	1,0 %	0,8 %
1 000 000 – 4 999 999	0,5 %	0,5 %
5 000 000 og oppover	0,3 %	0,3 %
Overføre andeler fra andre fond	0,8 %	0,5 %
Overføre enkeltaksjer	0,8 %	0,5 %
Innløsning	0,3 %	0,3 %

Øg du som er andelseier i SKAGEN Fondene kan kjøpe AMS uten tegningsprovisjon.

Minstebeløpet for investering i SKAGEN Global er redusert!

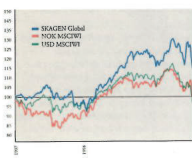
Tidligere var det minste beløpet du kunne investere i vårt internasjonale aksjefondet SKAGEN Global kr 100 000. Etter spørsmål fra andelseierne har styret i Stavanger Fondforvaltning på nytt vurdert beløpsgrensen for fondet, og kommet frem til at den skal senkes. Minste engangsinnskudd er nå kr 10 000. Med en spareavtale kan du ha faste trekk fra konto for min. kr 1 000 per måned.

De neste andelseiermøtene.

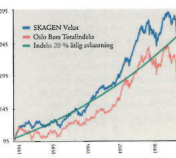
Neste andelseiermøte blir i Oslo 2. november klokken 18.00 – 20.00 i Meglenstuen i Njurdalen, i Bygdøyseien 37 (bruk hovedinngangen til Sjøfartsmuseet). Påmelding til vårt Oslo-kontor på telefon 23 35 54 80. I Haugesund kan du treffe oss 5. november, klokken 19.00 – 21.00 på Rica Maritim Hotel, i lille Maritim. Påmelding til Anne Grete Larsen på telefon 51 85 93 00.

På møtene vil vi forelle om utviklingen i fondene og hvilke investeringer vi har gjort, samt vårt syn på markedene fremover. Velkommen!

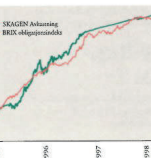
SKAGEN Global relativt til Morgan Stanley Verdensindeks i NOK og USD.
8. august 1997 - 31. august 1998



SKAGEN Vekst målt mot Oslo Børs Totalindeks og vårt avkastningsmål.
1. desember 1993 - 31. august 1998



SKAGEN Avkastning og BRIX obligasjonsindeks.
12. september 1994 - 31. august 1998



Markedsrapport nr. 5 - september '98

Intervju i Kapital med Kristoffer Stensrud fra 1999



– Vi kjøper utbombede aksjer rundt om i hele verden, gitt at selskapet har en solid balanse og fremtidsutsiktene er gode.

UTTALELSEN KOMMER FRA Norges beste aksjeforvalter, Kristoffer Stensrud i Skagen Fondene.

Å gå mot saueflokken og kjøpe substansrike aksjer når ingen andre vil ha dem, har gitt andelseierne i de to aksjefondene **Skagen Vekst** og **Skagen Global** meget god avkastning på pengene. Samtidig som de har kunnet sove godt om natten.

Høy avkastning – lav risiko
Siden Kristoffer Stensrud høsten 1993 startet aksjefondet Skagen Vekst har målsettingen vært å oppnå høyest mulig avkastning, med lavest mulig risiko. "Stockpicking" og verdianalyse er nøkkelordene. Så langt har han lyktes veldig godt med sin strategi.

Etter at Skagen Vekst i 1997 fylte fire år, og med det ble gammel nok til å komme med på Din Økonomis liste over de beste aksjefondene målt etter Kapital-

Indeksen, har fondet ligget på topp.

Kapital-Indeksen er et forholdstall mellom den årlige gjennomsnittlige avkastningen over siste fireårsperiode og risikoen, målt som standardavviket.

Skagen Vekst har som investeringsstrategi å ligge med rundt halvparten av pengene på Oslo Børs, mens resten av kapitalen er spredd rundt i den store børsverden. Så langt i år har andelseierne i Skagen Vekst oppnådd en avkastning på cirka 40 prosent.

Til tross for at Oslo Børs hittil i år har gjort det bedre enn de fleste utenlandske børser, er det ingen rene norske aksjefond som i 1999 har gjort det bedre enn Skagen Vekst. I fjor da Oslo Børs stupte, var Skagen Vekst, med sin tunge utenlandsvekt, en klar vinner.

Det to år gamle verdensfondet Skagen Global har hittil i år lagt på seg over 60 prosent, og ligger med det på en andreplass blant samtlige aksjefond som er notert i

Kristoffer Stensrud (46):

Norges

Norge. Og da snakker vi totalt om nærmere 200 fond. Også de rene Japan-fondene, som har plassert alle midlene sine i årets vinnermarked, Japan, er blitt slått av Skagen Global.

De andre norske forvalterne rister på hodet og tar av seg hatten for resultatene Kristoffer Stensrud og hans mannskap kan vise til. Mange spør seg hva slags trylleformel Stensrud bruker for å oppnå så høy avkastning med moderat risiko, over så lang tid. Vi har tatt en prat med tryllekunstneren fra Stavanger, trønderen Kristoffer Stensrud, for om mulig å få ham til å røpe noen triks.

Gammel børsringrev

– *Kristoffer Stensrud, hvordan kan lille du site alene på et kontor i Stavanger og plukke vinneraksjer rundt om i den store børsverden?*

– Nå er jeg ikke så liten som jeg ser ut til. Jeg har tross alt vært med i gamlet siden 1970-tallet. Halvparten av tiden har jeg hatt tilholdsted i utlandet. Blant annet startet jeg i 1984 opp Nordens første utenlandsfond, med base i London. Jeg har mange gode kontakter ute.

– Tilgangen på informasjon er i dag formidabel. Mange mener Internett er beste media for å hente informasjon om verdens aksjemarkeder. Jeg henter flest tips og ideer ved å pløye finansaviser og økonomiske tidsskrifter, norske som utenlandske. Samtidig er analyseverktøyet i dag ti ganger bedre enn hva det var bare for noen få år siden.

– I dag er det rett og slett uproblematisk å plukke aksjer over landegrensene. Selv om jeg sitter i 7. etasje hos Sten & Strøm i Stavanger føler ikke jeg at det er noe "drawback" fremfor å sitte på et fjasona-belt kontor i London eller New York. Her får jeg all den informasjonen jeg trenger for å gjøre en god forvalterjobb for våre kunder, sier en meget engasjert Stensrud.

Den store hemmeligheten

– *Hva er så den store hemmeligheten bak dine mange innertiere på det internasjonale aksjemarkedet?*

– Hele tiden spør jeg meg: Hvor finner jeg den beste "opportunitien"? Ofte blir

KAPITAL nr. 19/99

PROFILEN

beste aksjeforvalter

svaret: I de mest utbombede aksjemarkedene. Før vi går inn i slike markeder er vi imidlertid veldig nøye med å vurdere risikoen. Å kjøpe aksjer i utbombede aksjemarkeder rundt om i verden forutsetter at selskapet har en solid balanse og at fremtidsutsiktene er gode. Selskaper med høy gjeldsgrad holder vi oss langt unna.

– *Kan du gi eksempler på utbombede markeder som dere har gått inn og tjent gode penger på?*

– Ta for eksempel Europa for tre år siden. Med lavkonjunktur og skyhøy arbeidsledighet var både optimismen og aksjemarkedene på bunn. Ingen torde kjøpe aksjer. Og det er nettopp da ingen tør kjøpe aksjer, at aksjer er billige. Eller for å si det med den klassiske læresetningen, når siste optimist blir pessimist er tiden inne for å kjøpe aksjer. Vi gikk mot saueflokken og kjøpte. Det har i ettertid vist seg å

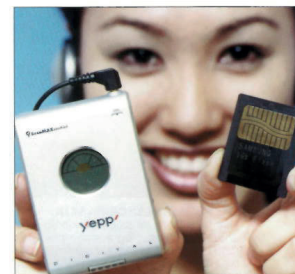
***Skagen-fondenes største aksjeposter:**

Aksje	Land	Marketsverdi
Samsung Elec.	Taiwan	202,0
Norske Skog	Norge	127,8
Norsk Hydro	Norge	100,8
Antofagasta	Chile	72,2
Pt. Telecom.	Indonesia	71,7
Samsung Display	Taiwan	50,5
Petrobras	Brasil	70,3

*Per 30/9-99.

være lurt.

– Et annet eksempel er USA på begynnelsen av 1990-tallet. Den gang var ikke amerikanske aksjer spesielt populære. Men de var rabillige. Det er de ikke i dag. Som følge av at stadig flere forvaltere følger indekser, fordi de er livredde for å bli slått av dem, har såkalte blue-chips-aksjer blitt spesielt høyt priset i USA. Rett og slett av likviditetsmessige årsaker. Forvalterne må til enhver tid ha et visst antall av aksjen ▶



TYNGST I SAMSUNG: Kristoffer Stensrud sitter med aksjer for over 200 millioner kroner i det taiwanske elektrokonsernet Samsung.



Originalene lenge leve...

... også i nettverket! www.minolta.no

Minolta Norway AS, Nedre Rommen 3, 0988 Oslo – Tlf. 22 78 98 00 – Faks 22 78 98 50 – www.minolta.no – e-mail: post@minolta.no



Minolta, Mennesker & Maskiner

KAPITAL nr. 19/99

Artikkel
fortsetter på
neste side

Intervju i Kapital med Kristoffer Stensrud fra 1999



EN PERFORMANCEMASKIN: – Vi skal ikke være en salgsmaskin som de andre forvaltere, og komme med nye fund i etterkant av trender som inntreffer ute i den store aksjeverden. Skagen skal være en performancemaskin.

Kundene strømmer til

Til tross for at det frie forvalterselskapet Stavanger Fondsförvaltning, som selger Skagen-fondene, ikke har noe utbygget distribusjonsapparat, på de siste års overbevisende resultater ført til at kundene strømmer til Stavanger med sparepengene sine.

I dag har Stavanger Fondsförvaltning over 32.000 kunder, og en samlet forvaltningskapital på tre milliarder kroner. Siden nyttår har kapitalen mer enn doblet seg, 100 millioner kroner er plassert i rentefond. Resten fordeler seg med henholdsvis 1,7 milliarder i Skagen Vekst og 1,1 milliarder i Skagen Global.

"Lille" Stavanger Fondsförvaltning, med litt over fire prosent av det samlede aksjefondsmarkedet her i landet, har de siste månedene fått inn mer penger enn noen annen norsk forvalter. Bare i september kom det inn 93 millioner kroner, netto.

Hos Skagen er det bare to forvaltere. Skipper Kristoffer Stensrud tar alene hånd om alle utenlandsinvesteringene, mens matros Kristian Falnes har hovedansvaret for aksjer som kjøpes og selges på Oslo Børs. De øvrige 16 ansatte jobber det renner og tøy holder for å tilfredsstille dagens 32.000 kunder og alle de nye som hver eneste dag melder sin ankomst til Stavanger.

TROR PÅ MYKLEBUST: Skagen Vekst har kjøpt Hydros-aksjer for nesten 100 millioner kroner, og har med andre ord sterk tro på at generaldirektør Egil Myklebust skal lykkes med sin snuoperasjon.

i porteføljen i forhold til aksjens vektning i indeksen. Når kursen på aksjen stiger må de stadig ha flere aksjer, og aksjekursen fortsetter videre opp.

– Og hvis "noen" finner ut at aksjene begynner å bli vel dyre, inntreffer den motsatte effekten?

– Nettopp. Se bare på hva som har skjedd med tungvektene som Walt Disney og Coca Cola. Disse er to av verdens sterkeste merkenavn. Alle drikker coca, men skal aksjen av den grunn prises til P/E-nivåer på over 50? Da markedet fant ut at disse aksjene var vel stivt priset, raste de på kort tid flere titalls prosent.

– Hvor stor andel av aksjeforføljen har dere i USA?

– Vi er veldig lite eksponert i USA, rett og slett fordi vi mener det er så mange aksjer på andre børser rundt om i verden som har et mye større potensial for kursoppgang fremover.

Gikk glipp av internettbølgen

– I hvilke markeder har dere tjent mest penger i den senere tid?

– Vi har vært med på mye av oppgangen i Asia, inkludert Japan hvor vi gikk inn tidlig i vår. I Hellas har vi også vært relativt tungt inne. Blant annet har vi tjent masse penger på å kjøpe japanske og greske farmasiaksjer, som ingen ville ha da vi gikk inn og kjøpte. Når så saueflokken kom løpende og skulle ha "våre" aksjer, solgte vi oss ut og tok gevinst.

– Med det verdisset dere har når dere vurderer aksjer, hvor sterk balanse og inntjening er sentrale kjøpskriterier, har dere vel gått glipp av den formidable oppgangen for Internett-aksjer?

– Det er korrekt. Men vi har i stedet vært med på oppturen for datasekskaper som

indirekte har tjent gode penger på Internettbølgen. Både gjennom salg av software til Internett-bransjen, men ikke minst som følge av eksplosjonen i PC-salget. Visste du at antall husstander i USA som har hjemme-PC i løpet av kort tid kommer til å øke fra 30 til 60 prosent?

– Hvilke datasekskaper har dere gjort det best på?

– Sun, for eksempel. Etter å ha sittet med aksjen i ett år hadde vi fått firegangeren, og solgte oss ut i mars i år. Det var dessverre alt for tidlig. Vi selger oss ofte for tidlig ut, fordi vi mener aksjen er dyr nok. Det hjelper imidlertid lite at vi mener aksjen er dyr når de fleste andre fremdeles mener den er billig. Da fortsetter aksjekursen oppover. I Apple gikk vi inn i år til et pris cashflow-forhold på fire. Der har aksjekursen nå doblet seg.

– Gjør dere bare strålende investeringer i Skagen?

– Nei, selvsagt ikke. Men så lenge vinnerne overstiger taperne med god margin, blir avkastningen til våre kunder hyggelig.

Ikke noe nytt Odin

– Etter flere år med stor suksess, da er ikke nå redd for å gå på en skikkelig mine slik den tidligere vinneren, Odin Forvaltning, gjorde i fjor?

– Nei. For det første kjørte Odin med en mye høyere risikoprofil enn oss. Vi har for eksempel ikke eid aksjer av betydning i Kvarner de siste fem årene. Det har som kjent Odin. At Odin har begrenset sitt geografiske nedslagsfelt til Norden, mens vi sprer oss over hele verden, gjør også at vi har et mye større utvalg aksjer å velge i. Dermed blir risikoen også mindre.

– Hvilke aksjemarkeder mener dere er de mest undervurderte i dag?

– Asia, inkludert Japan, har mer å gå på. Da vi i vinter kjøpte oss inn i det japanske aksjemarkedet, hadde jeg ikke sittet med japanske aksjer på ti år. Men når du kan få selskaper til et forhold mellom pris og bok på to, kunne det nesten ikke bli billigere. Det ble det da heller ikke. Vi har tjent rikt med penger i Japan de siste månedene.

– Det aksjemarkedet med størst potensial fremover tror jeg imidlertid er Sør-Amerika. Her er det bare et tidsspørsmål før aksjekursene skyter i været. Basert på dagens særdeles lave prising, er også risikoen nå lav. Vi har økt vektningen i Sør-Amerika fra to til 10 prosent. Nå sitter vi bare å venter på at saueflokken skal vende snuten sørover, sier bjellesau Kristoffer Stensrud.

Tore Bang

KAPITAL nr. 19/99



Intervju i Kapital med Kristoffer Stensrud og Harald Espedal fra 2004

FINANS

Skagen-fondene fra 0 til 15 mrd på ti år:

Rike på uenighet



BRUNE, AVLAPPEDE OG STADIG RIKERE: Honorar-modellen til Skagen-lederne Kristoffer Stensrud og Harald Espedal er fantastisk lukrativ når lilleputt-selskapet er blitt Norges største aksjefondsforvalter.

Kristoffer Stensrud & Co er uenige med finansnæringen, med analytikerne og med hverandre. Slik har de skapt Norges fondsbransjevinner.

– Jeg er like forbløffet hver morgen, sier Stensrud, som på sitt grådigste håpet å kunne forvalte 500 millioner kroner sammen med kollegene i Stavanger Fondsforvaltning, som driver Skagen-fondene.

Fondenes suksess er helt usamsynlig: Ikke bare måler de nå 15 milliarder kroner, men ifjor gikk tre av fire fonds-kroner her til lands til forvaltning fra et kontor i etasjen over Steen & Strøm i Torgterrassen i Stavanger. I mai i år ble det vesle finansforetaket Norges største aksjefondsforvalter, hvilket Avanse og DnB tok så tungt at de prompte slo seg

sammen for å gjenerobre førsteplassen. For å si det opplagte: At norske banker og forsikringsselskaper med sine hundrevis av filialer og sin enorme kundebase må se seg slått i popularitet av Stavanger Fondsforvaltning med mindre enn 50 ansatte, er temmelig skjodsløst.

Stensrud selv er kledelig beskjeden. – Vi begynte med å forvalte rundt 25 millioner for venner og bekjente og familie. Det var i desember 1993. Vi driver med det samme idag, men vennekretsen er blitt noe større, sier han.

Pjotter til kundene

Vennereksten teller nå 58.000 kunder. – Vi startet som et AMS-fond i sin tid. Det var helt motsatt av f.eks. Gambak, der laveste innskudd skulle være 50.000 kroner, og med pjotter til alle kundene på årsmøtet. Hos oss kunne folk skyte inn 250 kroner i måneden og få pjotter likevel, sier Stensrud, som gjerne vil ha

litt mer festivitas på kundemøtene. – Hva om vi organiserte matmaner der andelseierne kunne kjøpe gjødsel direkte fra Norsk Hydro osv?

Siden 1993 er den annualiserte avkastningen vakre 18 prosent, og da er det ikke rart vennskapene består.

– Vi har alltid måttet se kundene våre i øynene, og det er helt motsatt av normen i fondsbransjen, som alltid har vært anonym. Satsen vi gikk, hadde vi plusselig hele trappeoppgangen full. Åpenheten har vi fortsatt med også etter at vi ble større. Vi forvaltere blir kostet ut for å foredra selv om vi hverken er velegnet til det eller har særlig lyst, sier Stensrud.

– *Har du en tante som solgte på et uheldig tidspunkt og som angret idag?* – En ansatt solgte sine andeler i 1998 for å kjøpe båt, forteller Stensrud. – Det ble en dyr båt.

Kollegaen Harald Wunderkind Espedal (32 år og eks-Vestbø og SR-Fondes-

aksjegeru i riksmidlene i 13-årsalderen) er administrerende direktør for selskapet, mens 50 år gamle Stensrud er investeringsdirektør og forvalter av Kon-Tiki-fondet. Han eier 37 prosent av Stavanger Fondsforvaltning, og det har vært en enda bedre investering enn andeler i fondene han er med å forvalte. Sammen med Dagfinn Veen (35 prosent), Åge Westbø (24 prosent) og andre mindre eiere deler han nemlig ti prosent av meravkastningen utover gitte sats (seks prosent i Skagen Vekst-fondet, der fem milliarder kroner forvaltes). Modellen var attraktiv nok da selskapet hadde noen hundretalls millioner å forvalte, men idag – med 15 milliarder i total kunde-tillit – er slik deling råt attraktiv for eierne. Det siste året har Skagen Vekst økt verdiene med over 80 prosent, noe som teoretisk gir nær 400 millioner kroner til forvaltningsselskapets aksjonærer!

Fasit skrives i desember, men allerede fjorårets avkastning ble langt mer lukrativ enn Stensrud selv noensinne hadde drømt om.

Nytegning og avkastningsdeling gav et inntektskopp på over 130 prosent til 324 millioner, og resultatet tredoblet seg til 129 millioner, rett ut til aksjonærene som utbytte.

Stensrud er gått fra å være velstående til å bli rik. Fortsetter forvaltnings- og nytegningsuksessen, vil han, Westbø og Veen gå fra å være rike til å bli grunnrike.

– *Rammes dere ikke av såkalt "cubicle envy", der de som kommer sist inn i selskapet er misunnelige på de styrtrike gründerne?*

– Jeg hadde sjansen til å begynne her før jeg tok fatt på studiene på NHH, sier Espedal. – Du kan si det ble en dyr utdannelsel! sier han og ler hjertelig.

Laget sitt eget miljø

– Folk syntes det var tullete å starte fondsforvaltning i Stavanger, forteller Stensrud. – Er det ikke noe finansmiljø her, får vi lage det selv, tenkte vi. Tett samvær med andre i samme bransje gir konvergens av synspunkter. Ikke bra.

Stensrud og Espedal synes det er for mye prat om "markeder".

– Det er å sette kjerra foran hesten. Et der noen som husker at den russiske parlamentsbygningen ble bombet i 1993? Nei. Og jordskjelvet i Kobe i 1995 – det sendte Oslo-børsen ned ti prosent på noen dager. Hvorfor? Nyhetsbildet har ingen betydning for selskapenes verdi-



– Petrobras er verdensmester i dypvannsboring. De synes det Statoil driver med er dorgefiske.

Kristoffer Stensrud

skapning, men finansbransjen har et veldig behov for å skape transaksjoner, sier Stensrud.

– Finansindustrien er blitt 20 ganger større de siste 20 årene, sier Espedal. – Det er en stor misforståelse at bransjen er opptatt av å øke aksjonærverdier. Den er opptatt av å lage aksjonærbevegelser.

Stensrud fnyser av Wall Street som tilrettelegger 200 milliarder i lån til Argentina – "alle kunne se at det aldri kunne gå bra" – og som senere tjener 1,5 milliard på å restrukturere gjelden.

– Mesteparten av obligasjonene gikk til belgiske og italienske tannleger, sier Stensrud. – Jeg har kjøpt argentisk stat selv, jeg. Obligasjonene priser nå hver argentiner til 1.000 dollar – det er jo billig – og hver argentinsk ku til 700 dollar, og det er jo enda billigere. De kan du jo ta med deg. Det er langt gunstigere enn å kjøpe argentiske selskaper. Jeg besøkte Banco Frances i Buenos Aires i 1999, og spurte høflig "are there any good investments in Argentina?" "No," svarte megleren. "Let's go for lunch," til-

føyde han. Han var ikke kortasjesugen. Der sparte vi mye penger.

Heldig med monsunen

Stensrud er ikke snever i hverken utsyn eller innsikt. "I Seoul er selskapene på nordsiden av elven priset med rabatt fordi de er nærmere Pyongyang." "Slik monsunen utviklet seg i India i år, har traktorinvesteringene våre gjort det godt." "Kongos kobberproduksjon har falt fra 450.000 tonn til 10.000 på noen få år – det er skandale."

Var det masochistisk eller overmodig å dra igang Kon-Tiki-fondet, med frekke satsninger i utviklingsmarkedet verden rundt?

– Vi har hatt tilsvarende spenstige investeringer i Global og Vekst-fondene, og tjent godt på dem, sier Stensrud. I resepsjonen til Stavanger Fondsforvaltning ligger Standard & Poor-analyser av Skagen-fondene som er så smigrende at man skulle tro investeringsdirektøren skrev dem selv. "The fund has delivered one of the strongest returns in the global emerging markets universe since its launch in April 2002", står det å lese.

– Vi har hatt flaks med oppstarten, sier Stensrud. – Fremvoksende markeder har gitt 18 prosent meravkastning fra vår start.

– *Den absolutte avkastning viser 43 prosent siden da, og 66 prosent de siste tolv månedene.*

– Joda, joda, det er ikke verst. Stensrud er dårlig til å skryte, men Espedal strekker ut en hjelpende hånd. – Det siste året er Kon-Tiki-fondet verdens beste innen fremvoksende markeder, sier han.

– *Blir du svett når Stensrud kommer inn på kontoret og vil plassere hundre millioner i en indisk traktorproducent?*

– Neida, det er bare inspirerende. Stensrud synes ikke selskapsvalgene som Mahindra & Mahindra, Votorantim Cell og Gedeon Richter er outhente ("det er jo store foretak"). Det at det ikke foreligger selskapsanalyser på enkeltte av dem, er en ren styrke, skal vi tro ham.

– Jeg skal innrømme at det er mer komfortabelt å eie aksjer i Samsung nå, når det står om dem i finanspressen hver tredje dag, enn for fem år siden, da selskapet var helt anonymt. Men det er farlig, også. Ta Mahindra, som bare blir analysert av traktoranalytikere. Jo mer jeg lette, jo flere skatter fant jeg. Ooops, i den divisjonen ligger det et lite pro- ▶

FINANS



Intervju i Kapital med Kristoffer Stensrud og Harald Espedal fra 2004

FINANS

◀ gramvareselskap med 6.000 ansatte, årsresultat på 150 millioner kroner og 30-40 prosents årlig vekst. Det gidder jo ikke traktoranalytikerne vurdere!

Stensrud trekker de store linjer: – Når 85 prosent av verdens befolkning står for en tredjedel av verdens produksjon, og disse varene og tjenestene bare er verdsett til fem prosent av verdens børsverdier, er det klart man må gjøre kupp, sier forvalteren, som er spesielt begeistret for Brasil.

– Vi er trippelvektet der i forhold til utviklingspølsen, sier han.

– *Utviklingspølsen?*

– Åhh, Morgan Stanleys Developing Markets Index, da. Pølsen, kaller jeg det. Direkteavkastningen i Brasil er over fem prosent, det vil si at man får betalt for å sitte og vente på et under! Suveren! Alt er eid av fem rike familier og noen spanske institusjoner – landet griner etter en fremvoksende middelklasse. Chile lykkes i å skape kraftig sosial mobilitet og nyter nå dobbel BNP-vekst sammenlignet med resten av Latin-Amerika, det samme vil skje i Brasil.

– *Diktatorene har jo slik handtekraft?*

– Sosialister som Lula i Brasil vil ofte være flinke til å skape utjevning, styrke middelklassen og derigjennom øke veksten, mener Espedal.

– *Så Skagen-fondene sitter i Stavanger og venter på den store skolereformen i Brasil?*

– Nei, det er klart makroforhold bare skaper en gunstig bakgrunn; det er selskapenes kvalitet og prising som er kjøpsgrunnlaget, sier Espedal. Ingen av forvalterne i staben har Statoil-aksjer, men f.eks. Kon Tiki er lastet med Petrobras.

– Petrobras er verdensmester i dypvannsboring. I Petrobras synes man det Statoil driver med er dorgefiske, sier Stensrud. Han sier risikopremien i fremvoksende land er vanvittig. – Mahindra handles med 20-30 prosent rabatt ute. Jeg fant dem på Bloomberg en sen kveld, og det har vært vår beste investering det siste året. Vi hadde aksjer i Tata, men det er alltid noe som er enda bedre, enda billigere. Man må lete, lete. Ingen andre ser ut til å lete. Fondsverdiene våre er mer enn doblet siden i fjor, men prisingen på de tyve største postene våre er ikke endret, sier Stensrud. – Resultatet skyldes resultatvekst og tilførsel av flere kometer blant de mindre postene.

– Grupo Mexico er blant perlene.

– De eier blant annet noe turistreiser, Tequila-ekspressen fra San Diego til steppene, bare den jernbanelinjen kan jo



– **Det er en stor misforståelse at finansbransjen er opptatt av å øke aksjonærverdier. Den er opptatt av å lage aksjonærbevegelser.**

Harald Espedal

funde hele suppedasen. I tillegg er de blant verdens største kobberprodusenter, sier forvalteren, som forteller en anekdote om noe "hestepiss" av en kobberprodusent i sydøst-Polen før han hopper ut i en fortelling om ungarsk farmasi. – Kursen har riktignok gått dårlig i det siste på grunn av noen tullete prisreguleringer på det lokale markedet.

– *"Nettopp", ville Rolf Stenersen sagt, som var mot å investere i "røde og varme land".*

– Neida, det går så bra – de finner nye molekyler hver måned.

– *Farlig å foretke seg til de grader i fremtidsutsiktene i Brasil eller Korea slik du gjør?*

– Vi har jo begrensninger både geografisk og på enkeltelskaper, så det bekymrer meg ikke.

– *Tequila Express – du plukker investeringer kun etter feriemulighetene?*

– Nei, nei, nei, jeg blir stadig dårligere til å ta meg fri, sier Stensrud. – Det er nok fordi det går så godt her – alternativkostnaden er høy. Nå er det det uten forbudt å røyke på fly. Og så vil det si åtte-ti timers fravær av Bloomberg – nei, huff. Jeg synes ikke det er noen særlig fordel å møte selskapsledelsen heller nå som man får disse live-konsertopptakene på nettet.

Kontrær i alt

Stensrud er kun ærbødig overfor suksess som kan måles i tiår. Skagen har nær 250 millioner kroner i Norsk Hydro-aksjer.

– De har bedriftskultur fra 1905, og de har snudd seg rundt et par ganger, som da de sikret seg oljeletingslisens i 1966. Da lo jo alle rått. Lisens var jo ikke noe du kjøpte, lisenser fikk du kastet etter deg. Norge hadde sildeolje, råoljen var i Texas. Alle trodde på Erling Dekke Næss, som sa at oljen ligger andre steder enn der den brukes, hvilket syntes å være en Guds gave til norsk tankfart.

Stensrud er derimot ikke ærbødig overfor flertallsmeninger. – Pris blir en indikator i seg selv, og et slags bevis på kvaliteten i selskapet. Er det billig, må det være noe feil et sted.

– *Din og kollegenes forvaltningsuksess de siste årene hjelper ikke småtten som får Skagen-fond i dåpsgave – dere er sårbare for frafall?*

– Det er mange flinke analytikere, men få flinke beslutningstagere, sier Stensrud. – Det er det vi lærer hverandre, å ta avgjørelser. Hvert fond er en enkeltpersons ansvar – det er en generell lekse for alle fond. Komitétilnærming gir bare stabil underperformance. Så fungerer teamene som djevelsens advokat for den ansvarlige.

Kulturen er kontrær i avgjørelsene også: De siste tre årene har Skagen ansatt der andre har sagt opp, og de har markedsført der andre har kuttet annonsering.

– *Men på ett punkt deler dere fondsbransjens kjedelige messing – "alle bør spare månedlig og ingen bør prøve å time markedet".*

– Åh, ja, sier både Espedal og Stensrud. – Fast månedlig sparing er klart best, sier Espedal, og lister det han kan av serier med positiv femårsavkastning.

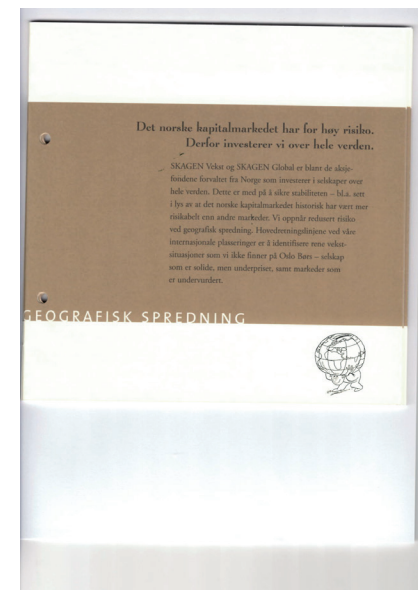
– *Det at dere tilbyr pengemarkedsfond er jo en innrømmelse av at aksjefond ikke alltid er optimalt?*

– Det er en bekreftelse på at bankinnskudd alltid er suboptimalt, sier Stensrud.

Kristine Moody

KAPITAL nr. 11/2004

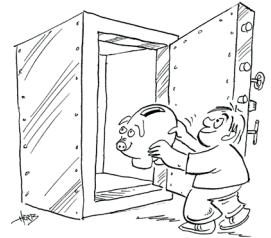
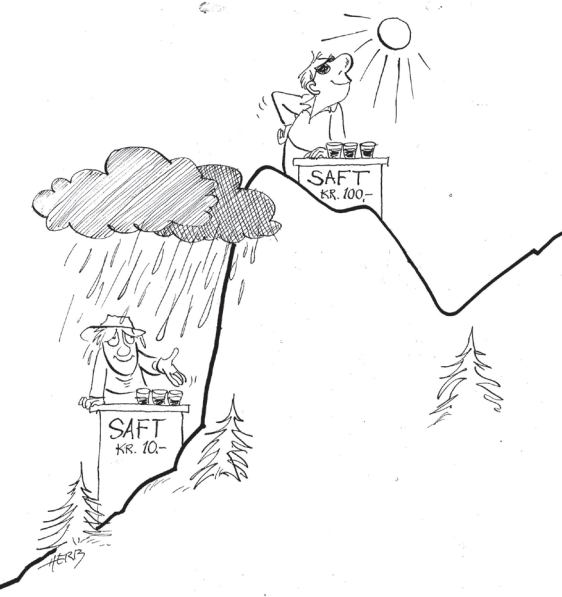
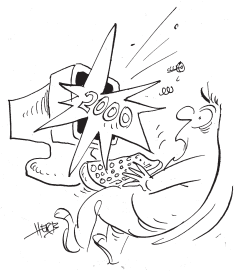
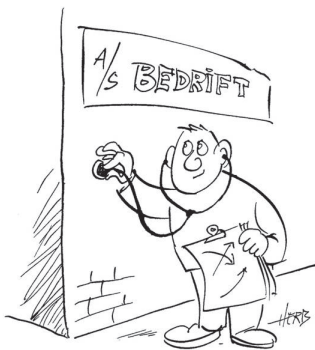
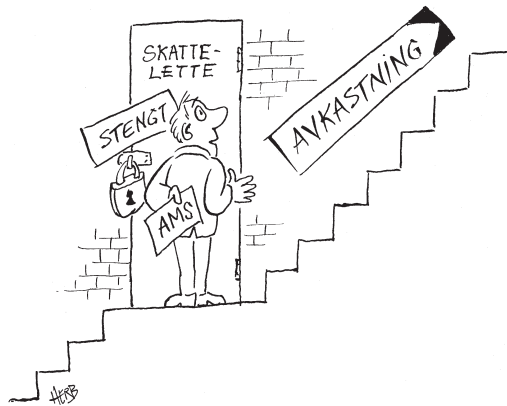
Brosjyrer som ble tatt i bruk før



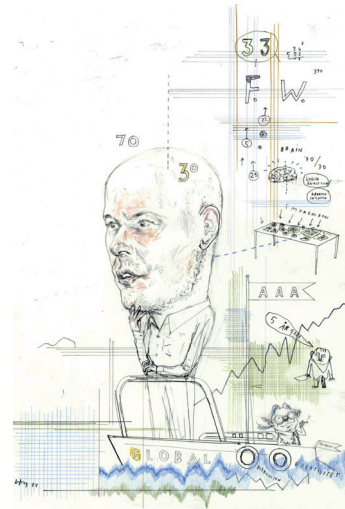
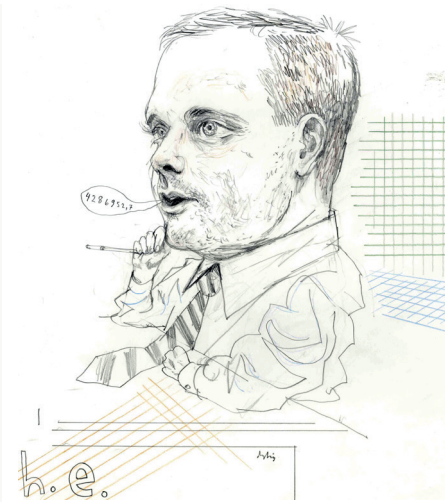
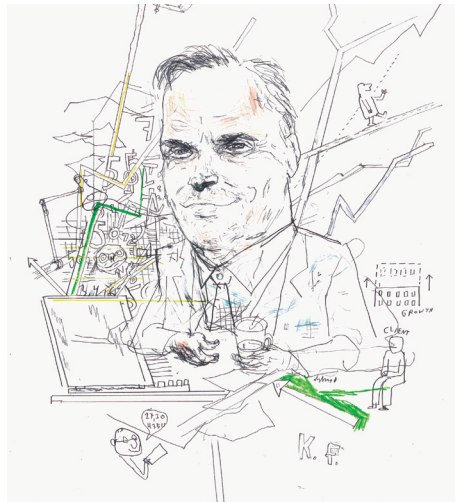
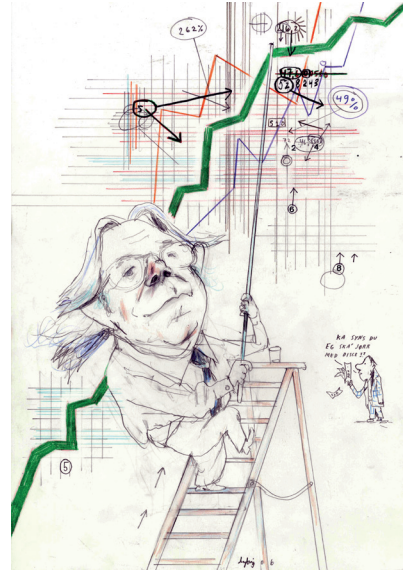
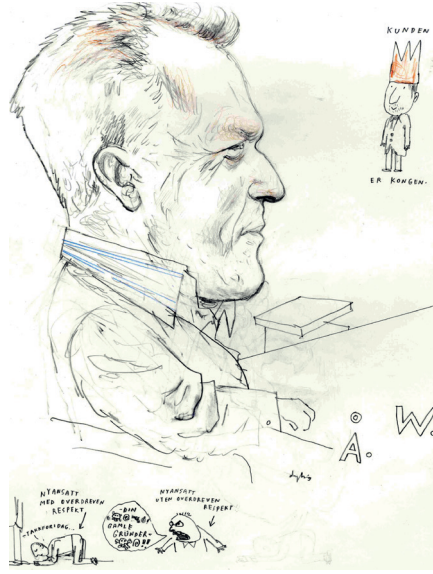
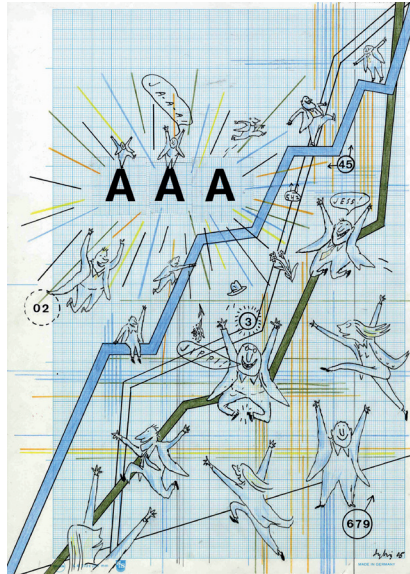
Logo - før og nå



Eldre illustrasjoner brukt i visuell kommunikasjon



| Eldre illustrasjoner av Dybvig





Kunsten å bruke sunn fornuft