

8

Kriser ger möjligheter

Portföljförvaltarna köper när andra tvingas att sälja

10

Fem budord för värdeinvestorer

Det räcker inte att hitta bolag med låg värdering

16

Guld värt

God bolagsstyrning är en bra utgångspunkt för att skapa aktieägarvärden

18

Bakom eurokrisen

I skuggan av krisen i euroområdet gror en ny statsskuldskris



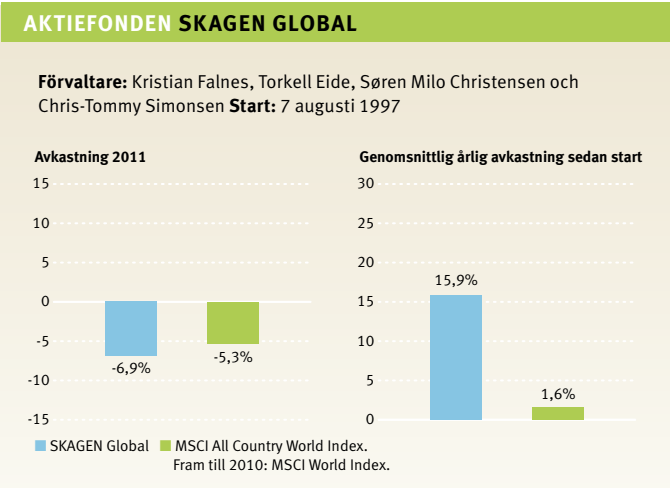
PORTFÖLJFÖRVALTARNAS BERÄTTELSE SIDAN 24:

Svängig, synkroniserad marknad

Sällan har så många tillgångsslag rört sig så mycket – i takt. Och aldrig förr har statsfinanserna i euroländerna fått mer uppmärksamhet bland investerarna. Att tillväxtmarknaderna återigen drabbades av flykt till mer säkra tillgångar gjorde 2011 till ett svagare år för oss.

Orons år

2011 präglades av stor osäkerhet och dramatiska händelser. Det fick konsekvenser för SKAGENS fonder. SKAGEN Kon-Tiki var den enda av aktiefonderna som slog sitt jämförelseindex. SKAGEN Tellus kunde inte skapa överavkastning i en krisdrabbad ränte- och obligationsmarknad. Penningmarknadsfonden SKAGEN Krona slog sitt jämförelseindex.



SKAGEN FONDER
ÅRSRAPPORT 2011

SKAGEN Fonder grundades i Stavanger 1993 och är idag en ledande nordisk fondförvaltare. En filial etablerades i Sverige 2004 med kontor i Stockholm och Göteborg.

Besöksadresser

Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm
Drottninggatan 31, 411 14 Göteborg
Tel: 0200-11 22 60
Fax: 08-555 979 48
kundservice@skagenfondene.no
www.skagenfondene.no
www.facebook.com/skagenfondene

Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

Redaktion

Michael Metzler, projektledare, redaktör
Tore Bang, fackredaktör
Ole-Christian Tronstad, redaktör
Margrethe Vika, redaktör
Trygve Meyer, skribent
Christian Jessen, skribent
Parisa Kate Lemaire, skribent

SKAGEN söker efter bästa förmåga att säkerställa att all information i rapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarens syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan varsel. Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Årsrapporten.

SKAGEN Fonder rekommenderar personer som vill investera i fonderna att ta kontakt med en kvalificerad kundrådgivare.

Foton inlägga: Bloomberg News och SKAGEN Fonders bildarkiv om inget annat är angivet.

ALLMÄNNA AFFÄRSVILLKOR

SKAGEN har uppdaterat de allmänna affärsvillkoren som finns tillgängliga på SKAGEN Fonders webbplats. Kontakta kundservice om du önskar att få ett exemplar av affärsvillkoren tillsänt kostnadsfritt.



Martin Gjelsvik,
Styrelseordförande

Vi önskar andelsägarna i SKAGEN Fonder välkomna till Stavanger Konserthus onsdagen den 29 februari kl. 18.00 – 21.00. Stämman kommer att sändas på vår norska webbplats, www.skagenfondene.no.

Dagordning för årsstämma

1. Val av mötesordförande och två andelsägare för att justera protokollet
2. Styrelsens årsberättelse
3. Revisionsberättelse
4. Val av en styrelseledamot i SKAGEN AS
5. Val av en styrelsesuppleant i SKAGEN AS
6. Val till valberedningen
7. Insända frågor från andelsägarna

Styrelsen föreslår att Ola Lauritzen väljs in till valberedningen med mandat fram till 2015.

Valberedningen föreslår att Yuhong Jin Hermansen återväljs som andelsägarvald ledamot med mandat fram till 2014. Valberedningen föreslår vidare att Martin Petersson väljs som andelsägarvald suppleant med mandat fram till 2014.

Andelsägare som önskar att föreslå andra kandidater till andelsägarvald styrelseledamot eller suppleant kan skicka sina förslag till legal@skagenfondene.no före den 22 februari. En grundlig motivering och kandidatens CV ska bifogas. Valberedningens och eventuella andra förslag till kandidater publiceras den 23 februari på www.skagenfondene.no.

Välkommen till årsstämma

Andelsägare i SKAGEN Fonder kan förhandsrösta under perioden 23–27 februari. Skicka då in ditt förhandsval till legal@skagenfondene.no.

Vid valet justeras rösterna så att andelsägare som har lika värde får lika antal röster. Andelsägare kan rösta genom ombud. Godkänd fullmaktsblankett finns tillgänglig på www.skagenfondene.no eller genom att kontakta kundservice på telefon 0200-112260. Kom ihåg att ta med legitimation och eventuellt registreringsbevis.

En andelsägare har rätt att få dryftat fråga som anmäls skriftligen till styrelsen i förvaltningsbolaget senast en vecka före valmötet hålls. Med undantag av valen kan valmöten inte fatta beslut för fonderna eller förvaltningsbolaget.

Fondsamtal med Einar Lunde

Efter att den formella delen av årsstämman berättar investeringsdirektör Harald Espedal om framtidsutsikterna. Därefter blir det fondsamtal med portföljförvaltare och investeringsdirektören och vd:n Harald Espedal. Det ges möjlighet att ställa frågor både via sms och från salen. Moderator är Einar Lunde som är journalist och tidigare nyhetsankare i NRK Dagsrevyen.

Mer information och anmälningsblankett hittar du på www.skagenfondene.no eller kontakta kundservice på 0200-112260. Anmälan ska göras senast den 28 februari. Det kommer att serveras mat och dryck. Mötet är öppet för alla. Ta gärna med vänner och familj.

Med vänlig hälsning
Styrelsen i SKAGEN AS

INNEHÅLL

- 2 Avkastningshistorik
- 4 Ledare – Per Wennberg
- 5 SKAGEN Fonder, Sverige
- 6 Ledare – Harald Espedal
- 8 Köper när andra tvingas sälja
- 10 Fem budord för värdeinvestorare
- 12 Berg-och-dalbanemarknader
- 14 Företags handlingar säger mer än deras ord
- 16 Bra ledning är guld värd

- 18 Statsskuldskrisen i skuggan
- 20 Ny lag stärker konkurrenskraften
- 21 Ständig kamp mot risker
- 22 Långsiktigt perspektiv till förmån för andra
- 23 Nyårskonferensen i bilder

Portföljförvaltarens berättelse:

- 24 SKAGEN Vekst
- 28 SKAGEN Global

- 32 SKAGEN Kon-Tiki
- 36 SKAGEN Tellus
- 38 SKAGEN Krona

- 40 Priser och utmärkelser 2011
- 41 Låga avgifter för aktiefonderna
- 43 Styrelsens rapport – Ett oroligt år
- 46 Årsbokslut
- 48 Generella noter
- 62 Revisionsberättelse

Bäste andelsägare,

Det gångna året var stora makroekonomiska teman i fokus på världens börser. Aktiemarknaderna åkte berg- och dalbana och det var hög samvariation mellan olika bolag och sektorer. Det var en svår miljö för aktiva värdeinvestorer som SKAGEN Fonder att hävda sig i. Vid stora kursrörelser, skapas oavsett prislapp, felprissättningar som kan vara köptillfällen för den långsiktige. Vi är övertygade om att det gamla traditionella hantverket som vi utgår från, att analysera enskilda bolag och köpa aktier vi menar är billiga, kommer att betala sig för våra kunder i det långa loppet.

Myter om tillväxtmarknader

Världen står inte stilla och tillväxtmarknaderna försätter att marschera på. Detta bekräftades inte minst nyligen på vår årliga nyårskonferens i Stockholm. Bland talarna fanns denna gång Hans Rosling, som är professor i folkhälsovetenskap på Karolinska Institutet. Han pekade på de dramatiska förändringar som under lång tid skett utanför västvärlden, samtidigt som många av oss har kvar en världsbild som gällde för trettio år sedan. Hans Roslings undersökningar visar att knappt några svenskar exempelvis vet att läskunnigheten Tanzania numera är över 80 procent. Samtidigt tror närmare 70 procent av svenskarna att kvinnorna i Bangladesh i snitt föder 4,5 barn, vilket var rätt för trettio år sedan, men inte idag när de istället föder 2,5 barn i snitt. På sidan 23 finns några bilder från konferensen.

Troligen kommer BNP för tillväxtmarknader som grupp under 2012 att gå förbi utvecklade länder. Detta sammanfaller med att vår globala tillväxtmarknadsfond, SKAGEN Kon-Tiki, fyller tio år. Fonden har varje år sedan start slagit sitt jämförelseindex. Vi ser med spänning fram mot den fortsatta utvecklingen både i tillväxtmarknader och i SKAGEN Kon-Tiki.

Stopp för massfondbyten i premiepensionssystemet

Det var en stor lättnad för oss när regeringen beslutade att sätta stopp för massfondbyten på Pensionsmyndighetens plattform, tidigare PPM, i december 2011. Flera populära fonder avnoterades i början av året och även vi skulle ha varit tvungna att göra det om inte massfondbyten hade stoppats.

Vi har under flera år varit mycket aktiva i debatten om massfondbyten och har länge haft en dialog med Pensionsmyndigheten. Syftet har varit att få ett bättre handelsreglemente på plats inom premiepensionen. Med stoppet för massfondbyten kan våra portföljförvaltare fokusera på att analysera bolag, istället för att administrera stora in- och utflöden i fonderna. Beslutet är mycket positivt för våra kunder, både i premiepensionssystemet och utanför.

Nytt kundrapporteringsystem

I samband med invigningen av vår nya kundportal i somras lanserades ett nytt rapporteringsverktyg, som beskriver både den kapitalviktade avkastningen och den tidsviktade avkastningen. Det är inte alltid så att fondernas avkastning korresponderar med kundernas avkastning. Detta har sin grund i det sätt man sparar på och som påverkar den egna avkastningen. De tidpunkter man väljer att köpa och sälja fondandelar påverkar den egna avkastningen. Den kan skilja sig från fondens avkastning. Om till exempel börserna faller är det fler som gör ett uppehåll i sitt månadssparande än som börjar spara. Att till exempel minska sitt sparande när aktiemarknaden faller kan göra att den egna avkastningen blir lägre än fondens. Med det nya rapporteringsverktyget blir det tydligare hur de egna transaktionerna påverkar avkastningen och den visuella framställningen har också förbättrats.

Tre nya medarbetare i Sverige

Under året som gått har vi i Sverige rekryterat tre medarbetare till kontoren i Göteborg och Stockholm. Martin Puig Christiansson började arbeta som rådgivare i Göteborg under sommaren. Per Leffler, som arbetar med institutionella kunder på kontoret i Stockholm, anslöt under sensommaren. Kommunikatören Anna Marcus börjar sin anställning på vårt kontor i Stockholm under februari 2012.

I dagarna sätter vår inspirationsmötesturné igång. Anmäl dig redan idag till ett möte! En förteckning över mötena finns på nästa sida. Vi på SKAGEN önskar alla kunder ett innehållsrikt och givande 2012.

Per Wennberg

VD SKAGEN FONDER SVERIGE





INFORMATIONSTRÄFFAR



Michael Ancher, Helene Christensen og Anna Ancher i Brøndums gamle have. 1885. Av P. S. Krøyer, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

SKAGEN Fonder ordnar informationsträffar på våra kontor i Stockholm och Göteborg.

Vi håller även möten runt om i landet med jämna mellanrum. Undervåra möten berättar vi om vårt utbud av fonder, fondmarknaden och diskuterar frågor som gäller placeringar.

Gå in på www.skagenfonder.se/infotraffar för tider, mer information och för anmälan eller ring **0200-11 22 60**.

FEBRUARI	MARS
16 Stockholm	1 Helsingborg
20 Luleå	1 Halmstad
20 Piteå	7 Jönköping
21 Göteborg	7 Linköping
21 Skellefteå	13 Göteborg
22 Örnsköldsvik	15 Stockholm
23 Stockholm	20 Ullared
23 Herrljunga	29 Stockholm
28 Uppsala	
29 Malmö	
29 Lund	
29 Sundsvall	
APRIL	MAJ
3 Göteborg	10 Stockholm
12 Stockholm	15 Göteborg
24 Göteborg	29 Göteborg
26 Stockholm	

STOCKHOLM

Gunnar Ekengren Institutionell försäljning gek@skagenfonder.se	Jonas A Eriksson Kommunikationschef jae@skagenfonder.se	Erik Gebro Kapitalförvaltare ege@skagenfonder.se	Michael Gobitschek Institutionell försäljning meg@skagenfonder.se	Viggo Hanzon Kapitalförvaltare vha@skagenfonder.se	Sofia Hedberg Kapitalförvaltare sh@skagenfonder.se	Gunilla Hessel Administratör gh@skagenfonder.se

STOCKHOLM

Per Leffler Institutionell försäljning pele@skagenfonder.se	Michael Metzler Kommunikatör mm@skagenfonder.se	Johan Meyer Account manager för distributörer jm@skagenfonder.se	Johan Oskarsson Kapitalförvaltare jeo@skagenfonder.se	Fredrik Schkuj IT-support fs@skagenfonder.se	Sara Stjärne Kapitalförvaltare ss@skagenfonder.se	Anna Svensson Kapitalförvaltare as@skagenfonder.se

STOCKHOLM GÖTEBORG

Robert Tylestedt Kapitalförvaltare rt@skagenfonder.se	Joakim Uvegård Affärstöd och compliance ju@skagenfonder.se	Per Wennberg VD pw@skagenfonder.se	Marie Lindebäck Kapitalförvaltare mli@skagenfonder.se	Tommy Taponen Kapitalförvaltare tta@skagenfonder.se	David Persson Kapitalförvaltare dpe@skagenfonder.se	Martin Puig Cristiansson Kapitalförvaltare mpc@skagenfonder.se

Kontakta oss gärna

Kundservice är bemannat måndag till fredag kl 9 – 17.

Kom gärna in till våra kontor för kundrådgivning med en av våra kapitalförvaltare. Vår besöksadress i Stockholm är Drottninggatan 86 och i Göteborg är det Drottninggatan 31.

Ring oss på 0200-11 22 60 eller skicka e-post till kundservice@skagenfonder.se.

Ovanligt taktfast

De finansiella marknaderna var koncentrerade på de stora händelserna i världen under 2011. Vi måste gå tillbaka tjugo år i tiden för att hitta så hög samvariation på aktiemarknaden och mellan företag och sektorer. Aktier steg och föll i stort sett i takt.

Vissa år riktas uppmärksamhet åt bolag och andra år mot makroförhållanden. För andra året i rad dominerade de stora frågorna i ekonomin. Mindre fokus riktades mot det som är vårt levebröd: att aktivt välja ut aktieinvesteringar baserat på företagets fundamentala värden.

Sammantaget är vi inte nöjda med resultaten 2011, även om det finns ljuspunkter i några fonder och långtidsavkastningen i aktiefonderna är bra. SKAGEN Global och SKAGEN Vekst levererade absolut, och relativt, sämre avkastning än sina jämförelseindex 2011. SKAGEN Kon-Tiki överträffade jämförelseindexet och har så gjort varje år sedan starten 2002.

Avkastningsresultaten för 2011 finns på sidan 2.

Marknadens fokus har under året skiftat från uppror och maktbyten i en rad arabiska och nordafrikanska ländertill jordskalv och tsunami i Japan. På den politiska arenan har amerikanska politiker spelat för galleriet under processen med att lösa landets ekonomiska problem. I Europa har eurokris, oro för europeiska banker och en pågående europeisk recession dominerat.

Tid att vänta

Aktier i globala tillväxtmarknader föll mer än i industrialiserade marknader 2011. Bland annat som följd av flykt till investeringar och länder som uppfattades som säkrare. Över tid menar vi att värderingen av aktier kommer reflektera fundamentala förhållanden i företagen. SKAGEN lägger vikt på att göra investeringar som många gånger avviker från generella tendenser på marknaden. Vi letar efter investeringar som är impopulära, undervärderade och underanalyserade. Vi köper när vi menar att rabatten i ett bolag är stor. Vi har möjlighet att vara långsiktiga och kan vänta på att triggers ska infrias.

Många har under året frågat om det verkligen lönar sig att vara i marknaden när avkastningen är så dålig? Servi tillbaka på det senaste decenniet har det varit stora svängningar på aktiemarknaderna. Logiken bakom långsik-

tiga aktieinvesteringar finns emellertid kvar. Vi äger delar av företag som över tid uppnår bättre avkastning på kapitalet än den som går att få genom bankernas riskfria ränta.

Positiv nettoteckning

Trots den stora marknadsosäkerheten som präglade 2011 har det varit positivt att se att kunderna har förhållit sig lugna i marknadsturbulensen. Nettoteckningen var på 601 miljoner norska kronor under 2011. Internationella marknader, med Nederländerna och Danmark i spetsen, har bidragit positivt till denna utveckling. Bortser vi från Pensionsmyndigheten, tidigare PPM, har svenska kunder nettotecknat under året som gått. Vi är glada över att svenska myndigheter har infört restriktioner som motverkar massflyttar inom premiepensionssystemet. Även i Norge, där SKAGEN är marknadsledare, har kunder trots fallande framtidsoptimism förhållit sig lugna.

Våra kunder har naturligtvis velat ha mer information när marknaderna varit så osäkra. Vi har därför ökat frekvensen av kommentarer och artiklar på våra webbsidor. Både i skrift och i form av korta videor. Jag vill tacka alla kunder som har deltagit aktivt med frågor och kommentarer i chattar, SKAGEN-tv sändningar och sociala medier under året. Ett engagemang betyder att vi på ett bättre sätt kan svara på det ni är mest intresserade av.

Lugn tillväxt

Under året har förvaltningsbolaget SKAGEN AS växt i ett lugnt tempo. Vi har rekryterat där det har funnits behov. Vi öppnade som planerat ett kontor i Amsterdam under september. Tre medarbetare i Nederländerna är nu på plats för att erbjuda god service och kommunikation till befintliga och presumtiva kunder.

Nästan alla kundrådgivare i Norge var auktoriserade finansiella rådgivare i slutet av året. En motsvarande auktorisationsordning infördes i Sverige redan för sex år sedan. Våra medarbetares kompetens och erfarenhet är viktiga resurser för att skapa god riskjusterad avkastning

för våra kunder och för att kunna ge bästa möjliga service, kommunikation och uppföljning.

Bättre överblick av din portfölj

Timing är inte något vi är speciellt duktiga på. Vid andra upp- och nedgångar på marknaden har vi sett att kunder som köper nära en topp (när det är dyrt) eller säljer nära en botten (när det är billigt) har förlorat avkastning i förhållande till fondens avkastning. Ett regelbundet sparande och uttag i fonderna minskar risken för att göra dåliga köp- och försäljningar kraftigt.

SKAGENS målsättning är att kunderna ska ha lika god avkastning som fonden de investerar i. Under 2011 fick kunderna dessutom ett nytt verktyg som ger bra överblick över fondandelarna, portföljsammansättningen, värdet av denna och avkastningen under perioden. Kundportalen Mina sidor ger dig en uppdaterad och skraddarsydd överblick av ditt fondsparande. Dessutom visas både den penning- och tidsviktade avkastningen. Kunder som är kvar i marknaden till den vänder är säkrade att få med sig hela uppgången.

I början av januari 2012 var våra aktiefonders portföljer lågt prissatta utifrån flera nyckeltal och på ungefär samma nivå som aktiemarknadernas bottennivåer vintern 2002/2003 och 2008/2009. Vi har tålamod att vänta på att de fundamentala värdena ska infrias.

Harald Espedal

VERKSTÄLLANDE DIREKTÖR



Profil: Investeringsdirektör Harald Espedal

Vi ska tillgodogöra oss mångfalden

HARALD ESPEDAL

Titel:

Verkställande direktör och investeringsdirektör

Arbetslivserfarenhet:

- ▶ Började i SKAGEN februari 2002
- ▶ Chef för Andersen (nu Ernst & Young) i Stavanger
- ▶ Investeringsdirektör i Vesta
- ▶ Europeisk portföljförvaltare i Skandia
- ▶ Finans- och analyschef i SpareBank1 SR-Bank
- ▶ Styrelseordförande i Verdipapirfondenes forening
- ▶ Styrelseledamot i Oslo Børs VPS Holding ASA och Oslo Børs ASA.

Man kan tänka sig att det är hektiskt att vara verkställande direktör för ett bolag som SKAGEN. Trots detta tog Harald Espedal även på sig rollen som investeringsdirektör efter Kristian Falnes. Under senare år har SKAGENS totala tillgångar och antalet anställda i portföljavdelningen ökat och detta har resulterat i större ledningsbehov och mer administrativt arbete för investeringsdirektören.

– De verkligt duktiga förvalarna är en bristvara. Därför är det bättre att de får koncentrera sig på det som är deras huvudsyssla så får någon annan ta sig an de administrativa uppgifterna, säger Harald Espedal.

Den 1 oktober 2011 tog Espedal över som investeringsdirektör efter att administrativt ha bistått Falnes i över ett år.

– Det viktigaste är att säkerställa de goda analytiska processerna. Det innebär bland annat att varje förvaltare delar med sig av sin kunskap till de övriga förvalarna. Jag är dessutom angelägen om att vi har en god teamkänsla på avdelningen. Detta för att stärka förmågan att hitta de rätta investeringarna, i branscher och länder som passar vår investeringsfilosofi. Kunskap som var och en av förvalarna tillgodogör sig ska delas med de andra.

Portföljförvaltare

Trots sin relativt låga ålder har Espedal lång tjänstgöring i aktievärlden, både som förvaltare och chef.

– Jag har följt aktiemarknaderna noga ända sedan 1980-talet. Jag blev portföljförvaltare på 1990-talet och verkställande direktör i SKAGEN 2002, säger Espedal.

Som verkställande direktör har han varit angelägen om att följa arbetet i portföljavdelningarna noga.

Harald Espedal tog över som investeringsdirektör första oktober. Som verkställande och investeringsdirektör är han angelägen om goda analytiska processer och kunskapsöverföring.



– Jag har arbetat med förvaltning sedan jag kom till SKAGEN för tio år sedan. Under tiden fram till jag tog över som investeringsdirektör har jag uppskattat att vara en del av portföljavdelningen och följa med i processerna.

Ledare

– I rollen som investeringsdirektör är jag nog mer en ledare än förvaltare, säger Espedal på frågan om var han placerar sig mellan de två ytterligheterna.

– Det är viktigt att ha bra och ingående kunskap om finansmarknaderna som investeringsdirektör. Men det är inte mitt arbete att

bestämma vilka investeringar som ska ingå i portföljerna eller inte. Det gör de enskilda portföljförvalarna. Min roll är att leda personerna som per idag hör till portföljavdelningen.

– Hur har övergången varit?

– Jag tycker det har gått mycket fint. Det är folk jag känner väl och som är mycket självständiga. Men de behöver ändå en ledare, en som fattar beslut och ser till processerna för kunskapsutbyte. Portföljavdelningen består av 18 personer med mycket olika bakgrund och jag tycker att det är en stor fördel. Vi ska tillgodogöra oss mångfalden och se till att alla blir hörda.

Köper när andra tvingas sälja

När börserna står som lägst är det många som säljer urskillningslöst. I de lägena har SKAGENS portföljförvaltare historiskt sett kunnat hitta undervärderade företag som gett andelsägarna god avkastning på lite längre sikt.



Portföljförvaltare Kristian Falnes

SKAGENS portföljförvaltare är fria att gå emot strömmen i kärva tider och kan investera i utvalda företag när andra tvingas sälja. Det är en strategi som ofta har gett goda resultat och som har gett SKAGEN erfarenheter som är högaktuella på dagens marknad, för efter det turbulenta börsåret 2011 är företagen i fonderna lågt värderade sett till både vinst och bokfört värde.

Sedan grundandet 1993 har SKAGEN upplevt Mexikokrisen 1995, Asienkrisen 1997, Rysslandskrisen 1998, it-kraschen 2000–2002, finanskrisen 2008 och statsskuldskriserna 2011. Trots att SKAGEN bara har funnits i 18 år har vi alltså hunnit skaffa oss riklig erfarenhet av kriser. Och även om varje kris har sin egen dynamik har de ett gemensamt: Det är när marknaderna är i gungning som vi hittar de billigaste företagen.

– Det som kännetecknar en finanskris av det slag vi såg hösten 2011 är att många på aktiemarknaderna tvingas sälja. Till exempel stora institutioner som har särskilda regler att hålla sig till och därför har svårt att ta stora kortsik-

tiga förluster, säger portföljförvaltare Kristoffer Stensrud.

Detta ger låg likviditet och irrationellt låga aktiekurser – vilket i sin tur skapar möjligheter på sikt för investerare som oss.

Möjliga vinnare

Kristoffer Stensrud och Kristian Falnes är de portföljförvaltare som funnits med längst i våra aktiefonder, och båda har nått goda resultat genom att gå in i företag när börserna stått som lägst. Innan de bjuder oss på en tillbakablick får vi först ett par tips på företag som kan komma att utmärka sig efter den här krisen.

Renault, Gazprom, China Mobile och Bharti Airtel är några av de företag som portföljförvaltarna tror kan ta fart.

– Kärnverksamheten i Renault är så billig att man i teorin får betalt för att ta över den nu, säger Kristian Falnes.

Värdet på Renaults aktieposter i bland annat Nissan är klart högre än värdet på hela företaget. Renault har en svag hemmamarknad i Sydeuropa men växer i tillväxtländerna och har inga finansiella problem längre. Vi har tjänat på en uppgång i företaget en gång tidigare och tror att vi kommer att göra det igen menar Kristian Falnes.

– Gazprom har helt unika råvarutillgångar och aktien var enormt populär för fyra år sedan, säger Kristoffer Stensrud.

Sedan dess har företaget blivit bättre på att utnyttja sina tillgångar och bland annat börjat sälja till Kina. Investerarna har dock inte låtit sig övertygas utan är bekymrade över bolagsstyrningen, men på den punkten märks nu förbättringar. Exempelvis stiger utdelningen.

– Både China Mobile och Bharti Airtel har nyckelpositioner i utbredningen av internet och mobil kommunikation i Asien, Indien och Afrika. Det här är en trend vi bara sett början på, fortsätter Kristoffer Stensrud.

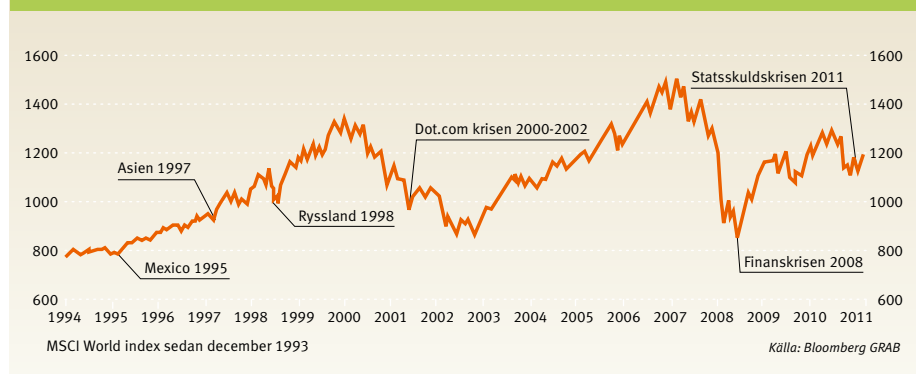
Uppsving efter kris

Historiskt sett har SKAGENS fonder gått mycket bra när marknaderna stigit efter tidigare kriser, och dessa uppgångar har bidragit rejält till fondernas höga avkastning. Under 2003 steg aktiefonderna mellan 63 och 103 procent och under 2009 mellan 27 och 63 procent.

Företagen i SKAGENS portföljer har inte nödvändigtvis funnits i de hårdast drabbade krisländerna där de absoluta bottenkurserna noterats, men alla finanskriser har fått globala följdverkningar som skapat möjligheter på samtliga marknader.

– SKAGENS aktiefonder investerade till exempel i utvalda danska och grekiska aktier hösten 1998, berättar Kristian Falnes. Inget av länderna var direkt berört i krisen den gången, men den grekiska marknaden fick sin egen bubbla 1999

MÅNGA FINANSKRISER UNDER SKAGENS LEVNADSTID



« Vår grundinställning är att det är omöjligt att förutse när börserna ska toppa eller bottna. Goda resultat får man i stället över tid genom resultat och tillväxt som skapas i företag som i utgångsläget är måttligt värderade.»

när Grekland lyckades ta sig in i euroområdet, och det tjänade vi en hel del på.

– Som portföljförvaltare ska man sprida sina investeringar och välja ut livskraftiga företag som man kan äga i flera år. Även om vi framhäver möjligheterna i en kris drar vi inte runt från den ena oroshärden till den andra i jakten på fynd.

Dyster marknadsrapport

Finanskriser är alltid en plågsam upplevelse medan de pågår, både för portföljförvaltare och för andelsägarna.

När Rysslandskrisen bröt ut i augusti 1998 tappade fonderna i ett svep runt 15 procent av sitt värde. Även den gången höll portföljförvaltarna fast vid SKAGENS investeringsfilosofi, som de kortfattat beskriver så här:

– Vår grundinställning är att det är omöjligt att förutse när börserna ska toppa eller bottna. Goda resultat får man i stället över tid genom resultat och tillväxt som skapas i företag som i utgångsläget är måttligt värderade. Sådana investeringsmöjligheter hittar vi lättast på svaga marknader, men där är samtidigt risken för förluster som störst. Därför krävs riskspridning och noggrann kvalitetskontroll.

Under krisen 1998 fanns utmaningarna i Asien och Ryssland. Hösten 2011 var det i stället Europa som stod i centrum för problemen. Men erfarenheten är densamma.

Förtroendet i botten

SKAGENS aktiefonder klarade sig relativt sett bra under den utdragna börsnedgången mellan 2000 och 2002, men de tre tuffa åren gjorde ändå att andelsvärdena sjönk.

I november 2002 summerade portföljförvaltarna sina förluster och spådde en ljusare framtid.

– Förtroendet för aktier var extremt lågt och tillgångar på tillväxtmarknaderna stod i botten berättar Kristoffer Stensrud. Det var mot den bakgrunden vi startade SKAGEN Kon-Tiki. Sjöfartssektorn var extra hårt pressad efter att ha gett låg kapitalavkastning i 20 år.

– När Kina blev medlem av Världshandelsorganisationen, WTO, 2001 förändrades den globala handeln för alltid och vi såg ett enormt uppsving för sjöfart. Tecknen var tydliga redan från början och sektorn gav en fantastisk avkastning 2003.

Rysslands WTO-inträde 2012 lär inte få samma omvälvande effekter som Kinas, men portföljförvaltarna hoppas att medlemskapet ska ge en skjuts åt handel och investeringar.

Rysk storvinst

Efterkrigstidens största finanskris var som djupast hösten 2008 och de första månaderna 2009. SKAGENS aktiefonder vek inte av från investeringsfilosofin och fick därför en tuff period. Vi ansåg inte att krisen var en tillräcklig anledning att byta ut företagen i portföljen, så omsättningshastigheten i fonderna ökade inte. Relativt sett hade våra fonder en fördel i den låga andelen olycksdrabbade finansaktier, men tillväxtmarknaderna klarade sig betydligt sämre än USA och Japan, med kraftigare nedgångar på både aktie- och valutamarknaderna.

2009 vände världen helt ryggen åt aktier, i synnerhet de ryska. I den vevan investerade våra fonder i de ryska mobil- och dagligvarusektorerna, där aktiekurserna stod i botten. Tre mobiloperatörer togs in i portföljerna: Vimpelcom och MTS kom att göra bäst ifrån sig relativt sett, men klart störst blev den miljardvinst som SKAGEN Kon-Tiki gjorde på mobilkonglomeratet Sistema. I dagligvarusektorn investerade fonderna i X5, Magnit och Efes Breweries.

– Ryssland fick mest stryk av alla och det var helt obefogat, säger Kristoffer Stensrud. Problemen där gällde de dominerande miljardärerna – oligarkerna – och inte landet som helhet. Det blev tvärstopp på kreditmarknaderna och ryska tillgångar såldes urskillningslöst. Men vi gjorde bedömningen att potentialen var större än den finansiella risken.

Grämer sig fortfarande

Även om SKAGENS aktiefonder har breda investeringsmandat kan de inte placera i mer än en



Portföljförvaltare Kristoffer Stensrud

bråkdel av världens fler än 60 000 börsnoterade aktiebolag. Det betyder att vi kan missa möjligheter och måste acceptera vissa förluster. En verklig lyckträff var Samsung Electronics, som kom in i portföljen 1997 och har bidragit rejält till avkastningen sedan dess.

Genom åren har det också hänt att vi skjutit bredvid målet några gånger, men det värsta en portföljförvaltare vet är att ha varit något på spåren utan att ha kommit till skott.

– Vi tittade ingående på Apple som möjlig investering 2002, säger Kristoffer Stensrud. På den tiden var de i färd med att bygga upp sitt produktimperium i det tysta och hade börjat utveckla sin iPod. Aktien var billig eftersom hela tekniksektorn var ute i kylan. Men vi förutsåg inte den nya trenden och att Apples iPhone skulle erövra konsumentmarknaden 2007, utan undervärderade företaget precis som alla andra. Sedan dess har aktien stigit från 10 till 400 dollar och Apple har blivit det högst värderade företaget i hela världen.

Tio år senare grämer sig Kristoffer Stensrud fortfarande. Men man kan som bekant inte träffa mitt i prick varje gång.

Christian Jessen

ANALYTIKER



Fem budord för värdeinvesteringar

För att lyckas som aktiv värdebaserad investerare räcker det inte att hitta företag som idag är lågt prissatta sett utifrån intjäning och bokfört eget kapital.

Benjamin Graham och David Dodd skapade en filosofi för investeringar i värdeaktier under tidigt 1930-tal. Tanken var enkel. Genom att fokusera på fundamental företagsanalys skulle investerare uppnå goda resultat på aktiemarknaden. Analysen bestod i huvudsak av att hitta aktiebolag som handlades till en väsentlig rabatt i förhållande till intjäning (P/E) och bokfört eget kapital (P/B).

« Historien har visat att många investerare är villiga att betala ett irrationellt högt pris på förväntningar om hög framtida tillväxt. »

I tider av marknadsoro ger Graham och Dodds tankar fortsatt fast grund att stå på. Utmaningen för värdeinvestering är emellertid att Graham och Dodds utgångspunkt var statisk. Företagens nyckeltal analyserades utan att ta höjd för att bolag är i ständig förändring. För en långsiktig investerare, med tre till fem års perspektiv, får dessa förändringar ofta betydande effekter på företagets fundamentala värde.

Nyckeln till framgång enligt vår erfarenhet är en kombination av att köpa billigt och att ha en bra förståelse för vad som påverkar bolaget över tid.

Med detta i bakhuvudet har vi identifierat fem centrala framgångskriterier – eller budord – för en aktiv värdebaserad aktieinvestering som SKAGEN.

Första budet – undvik förluster

Ifall någon vill tjäna pengar är det ofta en bra utgångspunkt att undvika att förlora pengar. I det sammanhanget är det viktigt att skilja mellan temporär och permanent förlust av kapital.

En temporär förlust sker när en aktie faller i pris trots att det inte har skett några förändringar av företagets underliggande värden. En permanent förlust uppstår när företagets fundamentala värde förändras beroende på försvagade möjligheter till framtida intjäning.

Historiskt har det funnits två huvudkällor till en permanent förlust för värdebaserade inves-

terare. Den första, och viktigaste, är skuldsättningen. Vår erfarenhet är att företag som tar upp mycket lån för att tjäna pengar ska behandlas med hög grad av skepsis, banker inkluderade. Orsaken är en mindre säkerhetsmarginal vid svängningar i resultatet från den ordinarie driften. Ett dåligt verksamhetsår, som antingen beror på svag real ekonomi eller andra oförutsedda händelser, kan lätt leda till att bolaget

tvingas att hämta in nytt kapital, eller i värsta fall gå i likvidation. Bägge utfallen gör oerparbar skada för aktieägarna.

Ett mer stillsamt skadedjur är creative destruction, som enkelt förklarat är den inbyggda kapitalistiska processen där produkter ersätts av bättre och/eller billigare produkter. Den gör att företagets konkurrensfördel och vinst gradvis eroderar med tiden. Du som konsument får billigare och bättre mobiltelefoner och TV-apparater, medan mindre konkurrenskraftiga producenter dukar under.

Tar man en titt på de ursprungliga företagen i det amerikanska aktieindexet Dow Jones, är det idag bara två av totalt 30 som existerar i sin ursprungliga form. Kapitalismen är kapitalistens värsta fiende.

Andra budordet – tillväxt är vår vän när vi får den billigt

Ofta görs det en konstgjord åtskillnad mellan tillväxt- och värdeaktier. Ett bolags fundamentala värde är en funktion av framtida kassaflöden och storleken på kassaflödet är sammankopplat med den förväntade tillväxten i intjäningen. Eftersom tillväxt är en delkomponent i ett bolags värde går den inte att separera från värderingen – vare sig i praktiken eller i teorin. Därför hanterar vi alltid förväntningar på framtida tillväxt med en stor dos sunt förnuft och skepsis. Vår betalningsvilja för tillväxt

beror på priset vi måste betala och i vilken grad av säkerhet den framtida intjäningstillväxten kan uppskattas.

Trots vår inbyggda skepsis, har företagets intjäningstillväxt över tid visat sig vara en av de viktigaste drivkrafterna för att uppnå avkastning bland några av SKAGENS största och bästa investeringar.

Samsung Electronics är ett bra exempel på hur tillväxt fungerar som en ihållande värdeskapare. När bolaget först togs in i SKAGEN Globals portfölj i december 1997, så prissattes skulden och det egna kapitalet till 5,6 gånger kassaflödet (EV/EBITDA). Idag, 14 år senare, är relationstalet ungefär detsamma. Under denna period har vi som ägare kunnat glädja oss över en årlig genomsnittlig avkastning på 28 procent, tack vare 25 procents årlig intjäningstillväxt.

Tredje budet – avkastning på eget kapital är den långsiktiga investerarens bästa vän

Sett med en värdeinvesterares ögon är den avkastning ett bolag uppnår på sitt eget kapital tillväxtens tvilling. För att få tillväxt behövs kapital och avkastningen på kapitalet avgör i vilken grad tillväxten är värdeskapande eller förstörande.

Det är svårt för ett bolag att skapa värden för ägarna – både med eller utan tillväxt, ifall företaget inte kan visa solid avkastning på det egna kapitalet. Därför är det på lång sikt nästan omöjligt att uppnå högre avkastning på aktierna än det bolaget uppnår på sitt eget kapital.

Att vi föredrar sydkoreanska företag framför japanska beror på att de sydkoreanska bolagen generellt är åtskilligt mycket bättre på att skapa tillväxt via avkastning på det egna kapitalet än japanska företag.

Fjärde budet – bra ledning bättre än dålig

SKAGEN är skeptisk mot att sätta för mycket fokus på bolagsledningen som det dominerande kriteriet för att investera i ett bolag.



Ledningens förmåga och vilja att skapa värden är likväl avgörande för om företagets underliggande värden förädlas eller rostar bort.

Naturligtvis uppskattar vi ledningar som för-
räntar aktieägarnas pengar på bästa möjliga vis
genom att fokusera på den operativa driften.
En duktig, finansiellt orienterad ledning, som
delar värdeskapandet med aktieägarna genom
utdelningar, återköp av aktier och strukturella
finansiella grepp agerar dessutom i SKAGENS
anda.

Vi utesluter inte att investera i ett företag där
bolagsledningen tidigare har misskött sig eller
om den fortsatt kämpar med ett dåligt rykte. Är
det förändringar på gång i ledningen som kan
vara en trigger för aktiekursen kan det göra
oss intresserade. Likaledes om de underlig-
gande värdena är av så hög kvalitet så att till
och med en katastrofal ledning får problem att
förstöra dem. Ett exempel på det sistnämnda är
det brasilianska statsdominerade kraftbolaget
Eletrobras, som är en relativt stor investering i
alla våra tre aktiefonder.

En bra lärdom vad gäller bra och dålig ledning
har vi fått inom riggsektorn. Under 2005-2006
investerade SKAGENS aktiefonder i amerikans-
ka Pride International. Företagets riggar var
lågt prissatta i förhållande till antaget mark-
nadsvärde, men hade en dålig ledning. Unge-
fär vid samma tidpunkt köpte SKAGEN Kon-
Tiki aktier i norska Seadrill. Baserat på pris-
sättningen av riggarna var Seadrill objektivt
sett dyrare baserat på pris i förhållande till
bokfört eget kapital (P/B), men ledningen var
väsentligt mycket bättre på att skapa värden
för aktieägarna.

Då Pride köptes upp av den amerikanska
konkurrenten Ensco under 2011 visade facit att

vi sedan slutet av 2005 bara hade uppnått en
samlad avkastning på 45 procent på våra Pride-
aktier. Seadrill kunde under samma period visa
upp en avkastning på 458 procent.

Femte budet – utdelning, ja tack

I det långsiktiga perspektivet visar det mesta av
empirin att företagets utdelningar utgör kring
50 procent av avkastningen som kan förvän-
tas från aktiemarknaden. Lite förenklat kan
man därför konstatera att köp av aktier som
ger solida utdelningar är halvvägs mot målet
om att slå marknaden. Och en sådan draghjälp
kan inte aktiva förvaltare som vi säga nej till.

Att effekten av utdelningar slår starkare på
lång än på kort sikt gör att de ofta undervärde-
ras av kortsiktiga investerare. Det är dessutom
något av anledningen till att en rad akademiska
studier visar att aktier med hög utdelning med
tiden har högre avkastning än aktier med låg
eller ingen utdelning.

Utöver den rent ekonomiska effekten av
utdelning är vår erfarenhet att en förankrad
utdelningspolitik är en bra indikation på före-
tagets långsiktiga hälsa och ledningens vilja
att skapa värden för aktieägarna. Dessutom är
utdelningar ett långt bättre instrument för att
belöna aktieägarna än återköp av egna aktier.
Det beror på att företagen i stort sett är dåliga
investerare i egna aktier. En färsk studie från
managementkonsulten McKinsey visade att
aktieägarna i 77 procent av fallen skulle varit
mer betjänta av kvartalsvisa utdelningar som
de själva skulle kunna reinvestera i aktien.

Ett praktiskt exempel på detta såg vi under
finanskrisen. Då oron satte in annullerades de
flesta återköpsprogram. Företagen fortsatte
emellertid, i stort sett, att betala utdelningar.

De aktieägare som fortsatt mottog utdelning
kunde därmed själv välja att köpa flera billiga
aktier. Ägare som däremot var med om annul-
lerade program för återköp gick miste om denna
möjlighet, då deras pengar var strandade på
företagets bankkonto.

Aktiemarknad i förändring

Dagens aktiemarknad består av mer sofistike-
rade aktörer än de som var aktiva när Benjamin
Graham och David Dodd var verksamma för 80
år sedan. Ett växande antal datorer och för-
valtare skannar de globala aktiemarknaderna
dagligen på jakt efter felprissatta aktier. Att
hitta bra investeringar endast utifrån statiska
mätetal har därmed blivit svårare under de
senaste 20 åren.

Aktiemarknadens inneboende paradox är
likväl att den kollektiva långsiktigheten och
rationaliteten är på nedåtgående.

Är SKAGENS investeringsfilosofi anpassad
för det faktum att aktiemarknaderna är i ständig
förändring? Vi tror det. Konsten är att kombinera
Graham och Dodds statiska principer med en
djup förståelse för hur förändringar i företags-
dynamiken skapar värden för aktieägarna. Så
länge företagen skapar värden, och markna-
derna fortsätter att lida av humörsvängningar,
bör denna kombination fortsätta att fungera
framöver.

Torkell Eide

PORTFÖLJFÖRVALTARE



Risker och möjligheter

Berg-och-dalbanemarknader

Trots marknadens tvära kast menar många ekonomer att marknaden alltid har rätt och att det är omöjligt att prestera bättre än index. Andra menar att marknaderna tidvis har fel och att det visst går att prestera bättre än index.

Frustrerande. Så betecknade Torkell Eide, en av SKAGENs portföljförvaltare, sin syn på aktiemarknaden i en gästkrönika publicerad i norska affärsmagasinet Kapital, oktober 2011. Det som var frustrerande var marknadens höga korrelation, det vill säga perioder då aktier som klump rör sig åt samma håll, upp eller ner, som följd av exempelvis makroekonomisk oro.

För marknaden tycks det i liknande situationer spela mindre roll om ett enskilt bolag levererar bra resultat eller inte, i alla fall kortsiktigt. Generellt kan en hög korrelation vara ett tröstligt läge för en aktiv aktieplockare som SKAGEN, som väljer ut bolag för deras enskilda meriter.

Andra sidan av myntet är att det kan uppstå bra köplägen när marknaden betar sig irrationellt, investeringar som förhoppningsvis kan belönas när korrelationen på marknaderna avtar och bolagen värderas efter sina prestationer.

I en intervju med Terrance Odean, finansprofessor med behavioral finance som specialitet, så uttrycker han ingen förvåning över att marknaden betar sig irrationellt.

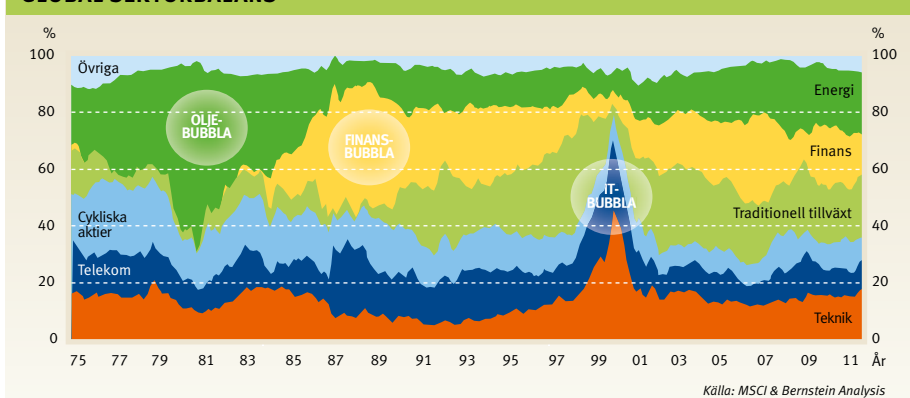
Lärdomarna från behavioral finance, hur mänsklig psykologi påverkar marknaderna, har funnits lättillgängliga för investerare under flera decennier. Hur kommer det sig att vi inte ser mer bevis på rationellt beteende på marknaderna än vad vi gör?

– Om investerare som grupp skulle dra kvicka lärdomar från sina egna och andras misstag skulle de vara exceptionella i mänsklighetens historia. Det är dom inte. Jag misstänker att flertalet investerare som tar del av



Terrance Odean, professor i finansiell ekonomi vid Berkeleyuniversitetet i USA. Bilden är från SKAGEN Fonders nyårskonferens i Oslo, januari 2011.

GLOBAL SEKTORBALANS



Utvecklingen för de största globala börsbolagen (Mega-Cap Universe) från 1975 till slutet av 2011 visar att det historiskt uppstått finansbubblor i olika branscher.

min forskning som visar att investerare ägnar sig för mycket åt trading tänker för sig själva, att "det är alla andra som tradar för mycket", säger Terrance Odean.

Flockbeteende

En högt korrelerad marknad visar den mänskliga psykologins effekter och uppvisar flockbeteende, ett fenomen som Terrance Odean visat hämmar investerares avkastning. Det är också ett fenomen som SKAGEN strävar att hålla sig borta ifrån genom bolagets investeringsfilosofi som går ut på att investera i impopulära, underanalyserade och undervärderade bolag – det vill säga att gå emot strömmen.

Det är ingen nyhet att samhällsekonomin pendlar upp och ner i låg- och högkonjunktur. Allra mest svänger det på aktiemarknaderna, som varit extra tydligt sedan finanskrisen drog igång 2008. Men är dom tvära kasten berättigade?

Förenklat så grundas aktiepriser på förväntningar om bolagets framtida vinster. Finns det en förväntan om alltjämt stigande vinster går aktiepriserna upp mot en molnfri himmel. Om ekonomins tillväxthastighet däremot går ner tycks förväntningarna då och då omvandlas till nattsvart framtidstro med kraftiga börsfall som följd.

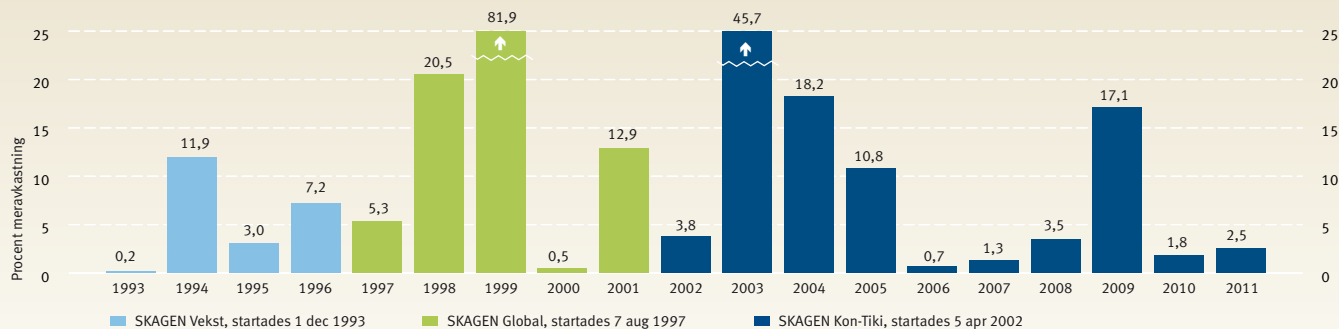
För SKAGEN är det tydligt att marknaderna inte prissätter aktier på ett sätt som upplevs som långsiktigt korrekt. Det kan observeras i den historiska branschbalansen bland globala storbolag.

Grafen ovan illustrerar bubblor som uppstått i olika branscher, senast med den så kallade it-bubblan vid millennieskiftet (bubblan längst till höger i grafen). Bubbelperioderna är tider då prissättningen på branschbolag inte motsvarar det värdeskapande som branscherna långsiktigt lyckats prestera.

Beteendeteoretiker menar att människan har en benägenhet att anta att en trend som håller i sig en viss tid kommer att hålla i sig även framöver. Enkelt beskrivet – om priset på aktier går upp lockas personer att investera i tron att tendensen ska hålla i sig. Det kan driva upp aktiekurserna ännu högre vilket kan locka ännu fler personer att haka på med ännu högre börskurser som resultat. I extremfallet skapas en bubbla som inte har



KRISTOFFER STENSRUD HAR SLAGIT INDEX VARJE ÅR, STAPLARN VISAR HUR MYCKET ÖVER INDEX HAN PRESTERAT 1993–2011



Staplarna för 1999 och 2003 är brutna för illustrationen skull.

Källa: SKAGEN AS

med rationella värden eller värdeskapande att göra. Det motsatta gäller när bubblan väl brister. Än en gång följer investerarna trenden med sjunkanden aktiekurser i vad som till slut kan ses som överdrivna kursras. Prissättningen på värdepapper är åter fränkopplat från rationella värderingar och styrs istället av rädsla för att aktiekurserna ska fortsätta att sjunka och skapa ännu större förluster. Utifrån den forskning som gjorts inom behavioral finance – har marknaden överhuvudtaget blivit mer rationell sedan exempelvis 25 år tillbaka?

– Jag tror inte att människans psykologi förändrats mycket på 25 år. Dessutom är institutionella investera mer sofistikerade idag än vad dom var för 25 år sedan vilket också ger avtryck, säger Terrance Odean.

Odean nämner två områden där tekniska förändringar har ökat sårbarheten för tvärs kast på marknaderna, utan förankring i fundamentala värden.

1. Datorstyrda aktiehandelsstrategier kan exempelvis ge upphov till den typ av krascher som skedde i oktober 1987 eller 6 maj 2010, i den så kallade flash crash (omskrivet i Marknadsrapport 2, 2010).
2. Korrelerade trading-strategier ledde till att högt belånade hedgefonder under några dagar i augusti 2007 inte överlevde på grund av strypt likviditet – utifrån fundamentala värden såg det inträffade inte ut att vara drivet av fundamentala orsaker.

Tur eller skicklighet?

För förespråkarna av rationella marknadsteorin, som länge dominerat ekonomiska teorier, så anses marknaderna alltjämt vara rationellt styrda. Det som bryter mot rationellt tänkande kan förklaras som tillfälliga anomalier eller avvikelser. Att marknaden är rationellt styrd innebär i förlängningen att all information sprids effektivt och att det över tid inte ska gå att uppnå bättre investeringsbeslut än genomsnittet.

Bevisligen finns det förvaltare och investerare som över tid lyckats slå index. Hur förklaras det av ekonomer som står bakom den effektiva marknadsteorin? Det beror kort och gott på tur hävdade exempelvis ekonomiprofessor Harry Flam i Sveriges Televisions Uppdrag Granskning, januari 2008.

Harry Flam intervjuades för den svenska utgåvan av Marknadsrapporten, nummer 4, 2009. Där fick han frågan hur lång tid det skulle behöva ta innan tur skulle kunna uteslutas som förklaringsgrund för om en förvaltare lyckats slå index. "Grovt räknat sex år, det vill säga, det är osannolikt att med ren tur slå genomsnittet sju år i rad. Forskningen har ingen förklaring till att vissa fondförvaltare lyckas slå

index under längre tid," sa Harry Flam.

SKAGENS Kristoffer Stensrud har exempelvis slagit index varje år i var och en av de fonder han förvaltat sedan SKAGEN grundades 1993. Samtliga av SKAGENS aktiefonder har dessutom över tid slagit sina jämförelseindex.

Superinvesteraren Warren Buffett är ett annat exempel på en investerare som slagit index över tid. Buffetts bolag Berkshire Hathaway misslyckades förvisso att prestera bättre än amerikanska indexet S&P 500 under 2011 - vilket var andra gången det hände sedan 1990.

Året som gick var också det andra året som SKAGEN Global inte slog sitt jämförelseindex sedan starten 1997.

Bättre än snittet

Som följd av den bubbla som uppstod mot slutet av 1990-talet, först genom upplåsta priser bland amerikanska storbolag och därefter IT-bolagen, så har det tagit tolv långa år för aktie-marknaderna att justera ner bolagspriserna till mer normala och attraktiva nivåer.

För den som följt flocken på globala marknader så har världsmarknadsindex gett en total avkastning på 25 procent sedan augusti 1997. Den som under samma period varit med som investerare när SKAGEN Global lanserades har fått en avkastning på 736 procent per den sista december 2011.

Förvaltare som SKAGEN och investerare som Warren Buffett kan i viss mån tacka marknaderna för sin långsiktiga framgång tack vare marknadernas bristande förmåga att under vissa tidsperioder prissätta aktier korrekt. Terrance Odeans favoritcitatt kommer från just Warren Buffett. "I'd be a bum on the street with a tin cup if the markets were always efficient."

Om marknaderna fortsätter att från tid till annan bete sig irrationellt och om SKAGEN kommer att lyckas fortsätta att dra nytta av detta återstår att se.

Michael Metzler

kommunikatör



Sedan finanskrisens utbrott 2008 har investerare fått vänja sig vid en berg-och-dalbanefärd på finansmarknaderna. SKAGEN har inte förskonats heller. Den 29 oktober 2007 stod exempelvis SKAGEN Kon-Tikis andelskurs i 558 kronor. Ett år senare var kursen halverad och stod i 255 kronor, ett år senare hade kursen vänt tillbaka och gått upp över 100 procent till 529 kronor.

Företags handlingar säger mer än deras ord

SKAGEN måste granska verkligheten bakom företagens fagra ord och förstå deras affärsm modeller. Det betonar portföljförvaltare Ole Sjøberg, som tidigare arbetat som ansvarig för investerarrelationer på två börsnoterade bolag. Erfarenheterna från den tiden har han nytta av i arbetet på SKAGEN.

Alla börsbolag med självaktning talar om sina långsiktiga planer. De vill till exempel stärka sin marknadsposition, öka avkastningen på investerat kapital eller göra väl genomtänkta uppköp. Strategin kan vara att finnas så nära kunderna som möjligt, att utveckla och förfinas sina produkter eller att attrahera de mest kvali-

investerar hellre tar fasta på vad företag faktiskt gör än att grunda vår värdering på de framtidsplaner de går ut med. Handling säger mer än ord.

Som aktieägare får man del av företagets framtida vinster i form av utdelning, och det är något som räknas in i den rådande aktiekur-

Huvuddelen av värdeskapandet sker dock genom att vi letar upp lågt värderade bolag, stannar kvar som ägare under en längre period medan företagen lyckas förbättra sina resultat och till sist säljer dem när marknads aktörer är villiga att betala ett (alltför) högt pris för våra aktier.

Vi granskar verkligheten bakom orden för att ringa in företagets affärsm modell – den som ligger till grund när företaget månad efter månad tillgodoser behov hos sina kunder och skapar vinst och resultat åt sina aktieägare.

Det finns en uppsjö av olika affärsm modeller, i synnerhet om man frågar analytiker-kåren, men de bästa har en sak gemensamt. Företagets omsättning är klart högre än dess rörelsekostnader och investeringskostnader, och avkastningen på det investerade kapitalet är klart högre än företagets kapitalkostnader. Det ger ett naturligt starkt kassaflöde.

Koll på vad som händer i företagen

När vi väl har valt ut och investerat i ett företag koncentrerar vi oss i första hand på de resultat som levereras och åt vilket håll verksamhe-

« De bästa investerarna och analytikerna är de som tar reda på vad som faktiskt pågår inom ett företag här och nu. »

ficerade medarbetarna. I näringslivet är det bara de bäst lämpade som överlever. Ett företag som inte strävar efter att växa och bli dominerande i sin marknadsnisch är redan på väg ut.

Men alla företag lyckas inte förverkliga sina mål och drömmar. Gjorde de det skulle omsättningen i världen vara betydligt större än den faktiskt är. Det vet vi investerare också.

Det händer att företagsledningens verkliga agenda är en helt annan än den officiella. Och den kan gå stick i stäv med investerarnas intressen. Ledningens egentliga planer för företaget kan till exempel se ut så här:

”Vi är inte ledande inom vårt verksamhetsområde, men om vi sänker våra kostnader och är återhållsamma med att investera för framtiden kan vi skapa bra vinst under de närmaste åren och på så sätt få aktiekursen att stiga.”

Problemet med det resonemanget är att företagets långsiktiga potentiella värde offras för de kortsiktiga resultaten. Därmed ökar risken väsentligt utan att det blir tydligt för investerarna, för de ser i första hand till vinstökningen.

Nytta av erfarenheter

Det fiktiva exemplet ovan är tillspetsat, men det förklarar varför vi som aktiva, långsiktiga

sen. Företagets framtid är således avgörande för aktiekursen och det är därför som företagen satsar resurser på att måla upp en ljus bild av sin framtid. Men goda framtida vinster förutsätter att företaget varje dag arbetar med sin verksamhet och fattar kloka beslut. Återigen, handling säger mer än ord.

Tidigare har jag bland annat ansvarat för investerarrelationer på två börsnoterade bolag. Som portföljförvaltare på SKAGEN har jag nytta av mina tidigare erfarenheter både i analysen av företagen och i dialogen med dem.

Min upplevelse från ”andra sidan” var att de bästa investerarna och analytikerna är de som tar reda på vad som faktiskt pågår inom ett företag, här och nu. Och de bästa företagen är de som kan minska investerarnas osäkerhet genom en trovärdig kommunikation.

Starka affärsm modeller

Avkastningen i våra aktiefonder skapas till viss del genom att vi försöker utnyttja överdrivna kurssvängningar som inte är befogade sett till de underliggande värdena i företagen. Marknadens känslor för våra portföljföretag pendlar kraftigt och kurserna likaså. Det kan vi som långsiktiga investerare utnyttja.

ÅLDER INGET HINDER

En del affärsm modeller är nya, medan andra är mycket beprövade – för att inte säga gamla. Vi analyserar varje företags affärsm modell utifrån dess egna förutsättningar men glömmer aldrig att omsättningen ska vara högre än summan av rörelse- och kapitalkostnaderna.

Banker och försäkringsbolag har bedrivit sin kärnverksamhet i mer än 300 år. Och lika länge har de kunnat samla på sig nyttiga erfarenheter.

I andra änden av spektrumet har vi nya fenomen som sociala medier, som nu höjs till skyarna på samma sätt som dot-com-bolagen för 13 år sedan. Affärsm modellerna verkar intressanta, men vi vill gärna se hur de står sig på lite längre sikt.



Det som sker i bolagens verksamhet är av avgörande betydelse. Bilden är ifrån Hyundais fabrik i Ulsan. Bolaget är Sydkoreas största bilproducent och ett betydande innehav i SKAGEN Kon-Tiki.

ten utvecklas. Vi gör vårt bästa för att stänga ute bruset från medier och marknad i beslutsprocessen och i stället hålla blicken fäst på väsentliga förändringar. Den enklaste form av övervakning man kan ägna sig åt som portföljförvaltare är att följa aktiekursens utveckling, men kursen bestäms som bekant av en rad olika faktorer som alla marknadens aktörer väger in. Alltså krävs mer än så.

Värdet på våra aktiefonder varierar från år till år, ofta mer än värdet på de underliggande företagen. Och aktiekurserna i enskilda portföljföretag svänger ännu kraftigare. När vi går in som ägare i ett företag är vi inställda på att vårt ägande ska bli händelserikt och bjuda på både glädjeämnen och besvikelser, men att investeringen i slutändan förhoppningsvis ska ge ett bra resultat.

« Vi tittar bland annat på om ledningen får en ändamålsenlig ersättning och verkar motiverad nog att satsa helhjärtat på att skapa värde på lång sikt. »

Vi gör våra egna analyser och vi granskar företagets räkenskaper, konkurrenternas räkenskaper, branschanalyser och allmänna ekonomiska undersökningar. Dessutom talar vi med företagens ledning för att få en bättre känsla för

hur de innerst inne ser på företagets omsättning, kostnader och kapitalbehov. Ibland får vi vår syn på företaget bekräftad, ibland blir vi bekymrade över dess utveckling och avsikter. När det är befogat ger vi uttryck för vår oro och när vi tycker att verksamheten är på rätt spår ger vi vårt stöd.

Internt arbetar företagen i portföljen med budgetar, aktivitetsplaner och andra verktyg för att styra verksamheten mot ett långsiktigt strategiskt mål. Det är gott så, men min erfarenhet är att styrelsen och ledningen i själva verket sällan vet mer om framtiden än externa analytiker, som kan deras bransch och förstår sig på de övergripande utvecklingstendenserna i ekonomin.

Företaget har kanske som mål att bli ledande i en viss marknadsnisch och att ge 15 procents

försäljnings- och kostnadsmål. Som investerare har man en fördel i att känna till vad det här arbetet innebär och förstå att det behövs i ett välskött företag samt att det tar tid att genomföra förändringar.

Organisatoriska frågor är viktigare än de flesta investerare tror och är något som det kan vara svårt att sätta siffror på i en värderingsmodell. Vi tittar bland annat på om ledningen får en ändamålsenlig ersättning och verkar motiverad nog att satsa helhjärtat på att skapa värde på lång sikt och om den har förmågan att få medarbetarna med sig.

Långsiktig investering innebär för oss att vi förstår företagets arbete och vet att det tar tid att nå resultat, men också att man måste bocka av en rad delmål och hela tiden fatta kloka beslut längs vägen för att kunna nå fram till målet. Återigen, handling säger mer än ord.

Ole Sjøberg

PORTFÖLJFÖRVALTARE



Corporate governance – bolagsstyrning

Bra ledning är guld värd

Det är naturligtvis viktigt att sätta sig in i vad ett bolag producerar innan vi gör en investering, men vi är också angelägna om att ta reda på hur bolaget drivs.

En utvärdering av de principer ett bolag styrs efter, vilka som är huvudägare och vilket inflytande dessa har på ledningen är en naturlig och nödvändig del av förarbetet till ett bra investeringsbeslut i SKAGEN. En bra ledning ger ett gott underlag för värdeskapande och minskar generellt risken för bokföringsskandaler och annat fusk som kan ge upphov till dramatiska fall i aktiekurserna.

Hur marknaden uppfattar företagsstyrningen av ett bolag påverkar aktiekursen. Det kan löna sig om vi lyckas hitta ett bolag där marknaden uppfattning av bolagsstyrningen är sämre än vår bedömning. Det kan även löna sig om det dessutom finns möjligheter för att bolagets värde kan synliggöras för flera.

Inte alla sydkoreaner är japanska

Den sydkoreanska aktiemarknaden har lidit på grund av marknaden uppfattning att företagen har dålig bolagsstyrning, vilket gett lägre pris-sättning på aktiebolagen. Det dras ofta paralleller

ler till Japan, där företagen generellt har förräntat sitt kapital dåligt och aktieägarna historiskt har haft begränsat inflytande. Det finns flera sådana exempel i Sydkorea, men även flera sådana undantag.

SKAGENS investering i Samsung Electronics är billig därför att den är sydkoreansk. Marknaden uppfattar företagets corporate governance som svag för att bolaget prioriterar reinvesteringar framför aktieutdelningar. Bolaget har likväl skapat bra avkastning på sina investeringar och därigenom betydande värden för aktieägarna.

Investerar när andra är pank

En av hemligheterna bakom Samsung Electronics framgång är den konservativa kapitalstrukturen. Bolaget är i den unika positionen att det kan upprätthålla eller öka sina investeringar i tider då konkurrenterna är under finansiell press.

Detta har bidragit till att Samsung Electro-

tics har blivit världsledande inom produktion och försäljning av minnesteknologi för data-, mobil- och elektronikindustrin med tillhörande hög avkastning på kapitalet. Företagets investeringar inom hemelektronik utvecklar sig dessutom i rätt riktning. Inte minst för smarta mobiltelefoner, där bolaget ökar sin marknadsandel i högt och lönsamt tempo.

Nyckeln till den goda avkastningen för aktiefondernas investeringar i Samsung Electronics de senaste 14 åren har varit att köpa det underliggande värdeskapandet till ett attraktivt pris. Det har varit möjligt därför att aktiemarknaden genomgående har övervärderat risken att företagets ledning inte handlar till aktieägarnas bästa.

Det är riktningen som räknas

Bra bolagsstyrning är generellt en god utgångspunkt för att skapa värden för aktieägarna. Utmaningen är att det som regel är relativt välkänt vilka företag som är duktiga och mindre duktiga på att hantera sina ägare. Detta tas det i sin tur höjd för i aktiekursen. Därför är det viktigare att se på den framtida riktningen för företagsstyrningen än dagens nivå. Om utvecklingen blir bättre än marknaden förväntar slår det positivt ut i aktiekursen. Och vice versa. Där det råder dålig bolagsstyrning kommer även en liten förbättring kunna leda till relativt stor aktiekursuppgång. Innan SKAGEN investerar i ett bolag analyserar vi förväntad bolagsstyrning och gör en självständig utvärdering av om vi tror att planerna kommer att kunna förverkligas.



Gazprom är Rysslands största och mest resursstarka energibolag. En av de stora kurstriggerna för Gazprom är förbättrad bolagsstyrning.

VAD ÄR BOLAGSSTYRNING (CORPORATE GOVERNANCE)?

- Förhållandet mellan ägare, styrelse och bolagsledning – samt hur de uppträder – eller bör uppträda i förhållande till varandra.
- Skydd av aktieägarnas intressen.
- Vid bra ägarstyrning och bra företagsledning har bolaget bra corporate governance.

Källa: Norsk investor relations forening 2003

Samsung GALAXY



Samsung Electronics upplever stark tillväxt, bland annat tack vare smarttelefonen Samsung Galaxy. En del av hemligheten bakom bolagets framgång är företagets förmåga att öka investeringarna under tider då konkurrenterna är under finansiell press.

BRA LEDNING I FÖRHÅLLANDE TILL KAPITALSTRUKTUR

Bolagsstyrning skapar goda ramar för verksamheten och kan dessutom ha betydelse för om och hur investerare får avkastning på sina investeringar.

En del av företagsstyrningen är att fastställa en utdelningspolitik som säkrar bästa möjliga värdeskapande för aktieägarna. En bra utdelningspolitik tillser att bolaget återinvesterar resultatet i nya projekt så länge dessa ger högre avkastning än investeringarna kan få vid alternativa placeringar. Ifall det inte finns goda projekt för bolaget att investera vinsten i bör aktieägarna få utdelning.

Ifall bolaget har dålig bolagsstyrning kan investerare riskera att vinsten hålls kvar i bolaget med en låg förräntning. Anledningen kan vara ledningens eller de största ägarnas motvilja mot att göra en aktieutdelning, bristande investeringsvilja eller dålig projektstyrning så att företagets investeringar inte ger god avkastning.

Gazprom – risk eller möjlighet?

Ryska Gazprom är ett bolag som alla SKAGENS aktiefonder har investerat i. Bolaget är världens största gasproducent och äger tio procent av världens gasreserver.

Dessutom är bolaget Rysslands största strömproducent och den femte största oljeproducenten. Bolaget kontrollerar landets nätverk av gaspipelines och besitter betydande lagringskapacitet.

Trots att Gazprom är ett av få stora, globala energiföretag med organisk intjäningsstillväxt de kommande åren motsvarar företagets marknadsvärde bara tre års intjäning. Företagets olje- och gasreserver prissätts till runt 20 procent av motsvarande globala företag.

Hade det inte varit för att Gazprom kontrollerades av staten skulle bolaget sannolikt varit prissatt som ett av världens mer värdefulla bolag. Ryssland är beryktat för korrupta politiker och historiskt har staten som dominerande ägare visat att den prioriterar investeringar med låg förräntning framför aktieutdelning till aktieägarna.

Rätt riktning

Den stora kurstriggern för Gazprom är förbättrad bolagsstyrning, men även stigande

gaspriser i Ryssland, som idag är långt under marknadspris.

Sedan 2010 har bolaget rört sig i rätt riktning. Det finns tydliga tecken på att makt-havarna i Ryssland hårdare pressar statsdominerade företag för att få ut en större del av värdeskapandet, att användas till ökad offentlig konsumtion. Gazprom har gradvis ökat aktieutdelningen. Vi förväntar oss att processen fortsätter så att bolaget kommer förvalta kapitalet bättre i framtiden och att de kraftigt undervärderade tillgångarna blir omvärderade av aktiemarknaden.

Søren Milo Christensen

PORTFÖLJFÖRVALTARE



Statsskuldskrisen i skuggan

I skuggan av krisen i euroområdet gror även andra statsskuldskriser. De offentliga finanserna i några av de stora utvecklade ekonomierna är redan i sämre skick än de drabbade länder i euroområdet.

Vi kan därför inte utesluta en skuldskris i länderna utanför euroområdet. En sådan skuldskris kommer i så fall kännetecknas av vad man kallar fiskal inflation.

Svaga offentliga finanser är inte bara ett fenomen i länder i euroområdets utkant. Den offentliga skuldsättningen i förhållande till bruttonationalprodukten, BNP, är högre i Japan än i Italien. I Storbritannien är den offentliga

är att euroländernas offentliga skuld betar sig som om den var utställd i en främmande valuta. Det betyder att dessa länder inte har oberoende centralbanker som kan trycka pengar för att köpa statspapper. Som en konsekvens kommer investerare bekymra sig över om de kommer få full betalning på lånen om länderna är i en svår finansiell situation. Högre kreditrisk leder till mycket högre räntor.

Det kritiska här är att inflationen kan gå upp innan den offentliga skulden monetariseras. Men den kan också stiga innan en sådan process har satts igång. Det faktum att investerarna räknar med att de offentliga finanserna inte kan tämjäs, kan vara tillräckligt för att inflationen ska stiga.

Det kan diskuteras om de offentliga finanserna i Japan, Storbritannien och USA kan hållas på nuvarande nivå. Under alla omständigheter bör man förbereda sig på att det skulle kunna bli fiskal inflation i dessa länder.

Fiskal inflation

Normalt ser man på inflation som ett centralbankfenomen. Inflationen blir högre än målet när styrräntan är för låg – och tvärtom. Denna typ av inflation kan karakteriseras som monetär inflation. Medan inflation som orsakas av för stor offentlig skuld kallas fiskal inflation. Hur hänger detta ihop?

Värdet på den offentliga skulden beror på investerarens förväntningar om framtida budgetöverskott, precis som aktiekurser är beroende av förväntningar om framtida vinster i företagen. Detta betyder att om investerarna börjar tvivla på om överskotten är stora nog för att betala tillbaka skulden, kommer skuldens värde falla.

«*Ekonomer som talar om att inflation kan lösa våra nuvarande problem bör vara försiktiga med vad de önskar sig.*»

skulden och underskotten högre än i Spanien. I USA försvagas de offentliga finanserna snabbare än i Frankrike (se graf). En offentlig skuldskris behöver inte förbli ett medelhavsproblem.

En skuldskris utanför euroområdet skulle bli annorlunda än den som nu plågar euroländerna. En skuldskris utanför euroområdet uppstår inte av ökande kreditrisk utan galopperande inflation.

Farorna med gemensam valuta

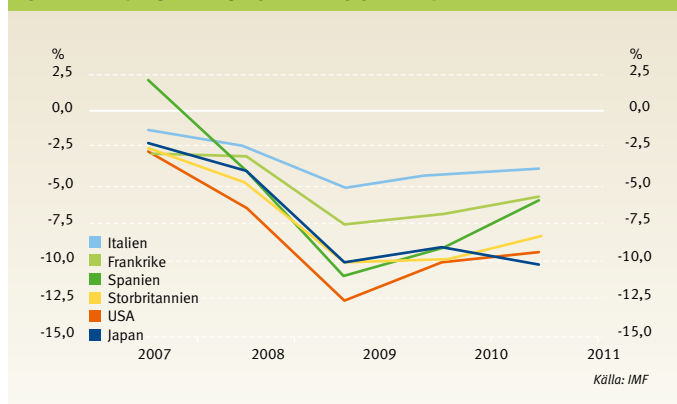
Anledningen till detta är att situationen för dessa länder är annorlunda än i euroområdet, där länderna inte har sin egen valuta. Resultatet

Fördelen med att trycka egna pengar

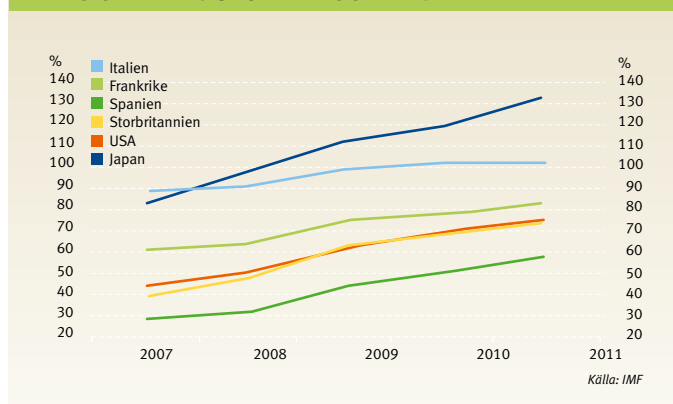
Motsatsen gäller för länder som Japan, Storbritannien och USA som lånar i egen valuta. Skillnaden är stor då centralbankerna i dessa länder är *lender of last resort*, eller bankernas bank. De kan, om nödvändigt, trycka pengar och betala tillbaka statsskulden. Med andra ord kan skulden monetariseras.

Dessa länder kan således betala tillbaka det fulla belopp de har lånat. Det är emellertid inte säkert att de som lånat ut pengar får tillbaka sina pengar i reala termer. I stället för kreditrisk kommer offentliga lån hos dessa länder därför att medföra en inflationsrisk.

OFFENTLIGT UNDERSKOTT I PROCENT AV BNP



NETTO OFFENTLIG SKULD I PROCENT AV BNP





Hur faller värdet på den offentliga skulden?

Anta att de offentliga lånen har kort tid till förfall. Värdet kommer då falla genom ett hopp i prisnivån, det vill säga en ökning i konsumentprisindexet. När prisnivån stiger faller köpkraften. Som ett resultat kommer det reala värdet på den offentliga skulden att falla.

Om den offentliga skulden har lång tid till förfall, kommer värdet falla genom lägre obligationspriser och gradvis högre inflation. Ju längre tid till förfall desto mer expanderar inflationen i tid. Resultatet är detsamma. Borgenärerna får tillbaka alla sina pengar, men den fiskala inflationen eroderar köpkraften.

Ingen immunitet för euroområdet

Det är värt att tillägga att euroområdet som helhet kan uppleva fiskal inflation. Vad skulle hända om skuldkrisen sprider sig från periferin till kärnan, exempelvis till Tyskland, genom stora överföringar? Det är osannolikt att investerare kommer tillmäta Berlin kreditrisk. Istället kommer marknaderna anta att centralbanken i Frankfurt kommer trycka nödvändiga eurosedlar. Detta betyder att i stället för ökad kreditrisk i eurokärnan kommer det bli obekvämt hög inflation i hela euroområdet.

Sjuttioalet på nytt?

Den tvåsiffriga inflationen på sjuttioalet var mer sannolikt ett resultat av fiskal inflation.

Snabbt växande välfärdsstater, tillsammans med begränsade offentliga intäkter, gjorde att investerare antog att underskotten inte kunde mötas med framtida överskott. Inflationen ökade ända tills det reala värdet av den offentliga skulden var på en uthållig nivå.

Fiskal inflation är sällan stimulerande för en ekonomi. Faktiskt är det tvärtom. På sjuttioalet plågades många länder av stagflation, en kombination av inflation och recession. Ekonomer som talar om att inflation kan lösa våra nuvarande problem bör vara försiktiga med vad de önskar sig.

Maktlösa centralbanker

Centralbanker är maktlösa när det gäller fiskal inflation. Om prisnivån accelererar på grund av ett sammanbrott i statsfinanserna kommer centralbanken sannolikt reagera med att öka styrräntorna. Om det inte är någon förändring i finanspolitiken kommer högre räntor göda inflationen. Varför? Med en högre styrränta blir det dyrare för staten att betala av på sin skuld då räntorna bli högre.

Undvik fiskal inflation

Politikerna har däremot muskler att förhindra fiskal inflation genom att bedriva en förnuftig finanspolitik. Detta utesluter inte underskott under perioder med ekonomisk nedgång. Dock förutsätter det att budgeten balanseras över tid

och att borgenärerna får tillräcklig avkastning på sina investeringar.

De offentliga finanserna kan kontrolleras antingen genom skatteökningar eller utgiftsminskningar. Vissa länder har redan så höga skatter att en ökning inte kommer att ge mycket mer intäkter. Länder som har möjlighet att höja skatterna kan möta motstånd från väljare som inte godtar högre skatter. Att minska utgifterna kan också vara politiskt svårt och medföra nackdelar i det korta perspektivet. Med andra ord är det inte helt enkelt att få ordning på statsfinanserna.

Nyckeln är förberedelser

Räntorna på statsobligationer utställda av Japan, Storbritannien och USA tyder på en förväntan om att politikerna kommer få ordning på situationen. Om de lyckas få kontroll kommer inflationen utveckla sig därefter. Å andra sidan kan investerare snabbt komma till en annan slutsats. Det skulle då kunna leda till en liknande situation som för trettio år sedan med högre inflation. Det är därför klokt att vara förberedd på detta när man investerar i världens obligationsmarknader.

Torgeir Høien

PORTFÖLJFÖRVALTARE



Ny lag stärker konkurrenskraften

Den nya norska värdepapperslagen "Verdipapirfondloven" ska stärka den norska fondbranschens konkurrenskraft och ge våra andelsägare större valmöjligheter, ökat inflytande och bättre information.

Lagen trädde i kraft den 1 januari 2012. SKAGEN räknar med att lagändringen får flera positiva följder för SKAGENs fondandelsägare.

Faktablad för jämförelse

Ett nytt standardiserat faktablad med basfakta för investerare införs och ersätter det tidigare förenklade prospektet. Syftet med faktabladet (Key Investor Information Document, KIID) är att investerare lättare ska kunna jämföra fonder från olika förvaltningsbolag. Det tvåsidiga faktabladet ska bland annat informera om huvudragen i investeringens karaktär, fondens mål och investeringsfilosofi samt tidigare resultat och avgifter.

Sedan augusti 2011 har SKAGEN publicerat faktablad som följer de nya reglerna för samtliga fonder, och från och med juli 2012 ska alla norska förvaltningsbolag ersätta sina förenklade prospekt med det nya faktabladet.

Andelsägarna får mer att säga till om

Minst en tredjedel av ledamöterna i förvaltningsbolagets styrelse ska väljas av andelsägarna, och den nya Verdipapirfondloven ger andelsägarna större beslutsrätt också i samband med ändringar av fondbestämmelser och beslut om sammanslagningar av fonder.

Med den nya lagen slopas det tidigare kravet på att den norska tillsynsmyndigheten Finanstilsynet ska avgöra om en ändring av fondbestämmelserna är i andelsägarnas intresse. Nu är det andelsägarna själva som ska bedöma vad som bäst tjänar deras intressen, medan Finanstilsynet kontrollerar att förvaltningsbolaget uppfyller lagens krav på förfaranden och information. Andelsägarnas inflytande blir tydligt genom att de får delta i valet av medlemmar till förvaltningsbolagets styrelse på ett valmöte (som kan jämföras med en bolagsstämma) enligt regler som anges i förvaltningsbolagets bolagsordning. Enligt den nya lagen ska andelsägarna också kallas till möte om det ska göras någon väsentlig ändring av fondbestämmelserna, om fonder ska slås samman eller liknande.

Andelsklasser

Den nya Verdipapirfondloven öppnar även för att införa olika andelsklasser i fonder, vilket i sin tur leder till att andelsägarnas rättigheter bestäms av vilken andelsklass de tecknat sig för. En uppdelning i olika andelsklasser kan göras till exempel om man vill kunna tillämpa differentierad fondavgift och låta investerarna teckna andelar i olika valutor eller själva välja om de vill att den avkastning fonden skapar ska betalas ut eller återinvesteras. Fördelen

med andelsklasser är att det går att anpassa villkoren till de olika behoven i olika kundgrupper, samtidigt som värdepappren i fonden ägs gemensamt av alla andelsägare. Vi på SKAGEN har ännu inte tagit ställning till om det blir aktuellt att införa olika andelsklasser i våra fonder.



Fondandelsägare får större inflytande genom den nya värdepapperslagen.

Vad är UCITS?

UCITS står för Undertakings in Collective Investments in Transferable Securities och syftar på en serie EU-direktiv som innebär att värdepappersfonder i princip får marknadsföras fritt inom hela EU efter att ha beviljats tillstånd i en medlemsstat.

UCITS-direktiven har införlivats i norsk lag, och norska fonder som uppfyller relevanta bestämmelser i Verdipapirfondloven får således betecknas som UCITS-fonder.

Genom den nya Verdipapirfondloven genomförs det senaste direktivet i serien, UCITS IV-direktivet. Målet med UCITS IV-direktivet är bland annat att ge investerarna större valmöjligheter och bättre information om fonderna. I samband med att direktivet införlivats i den norska lagstiftningen har myndigheterna passat på att ändra lagstiftningen om fonder för att göra regelverket mer överskådligt. Med ett undantag har alla föreskrifter som baseras på lagen dessutom sammanställts i en samlingsföreskrift.

Harmoniserat regelverk

SKAGEN har etablerat alla sina fonder i Norge och säljer dem i andra länder med hjälp av UCITS-passet. För att kunderna ska få bästa möjliga service och uppföljning i det land där de bor samarbetar vi med utvalda distributionspartner, bland annat värdepappersföretag, banker och värdepappersregister. Samtliga övervakas av tillsynsmyndigheterna i sina respektive länder. När någon av dessa aktörer förs in i SKAGENs andelsägarregister för en kunds räkning kallas det förvaltarregistrering. En aktör som vill registreras för kunds räkning måste godkännas av Finanstilsynet.

SKAGEN bidrar aktivt till att verka för en harmonisering av regelverket i olika europeiska länder för att på så sätt skapa bästa möjliga "infrastruktur" för kunderna, oavsett vilket land de bor i.

Finanstilsynets uppgift

Alla Norgeregistrerade värdepappersfonder är underställda den norska tillsynsmyndigheten Finanstilsynet. Det är Finanstilsynet som godkänner etablering av värdepappersfonder i Norge. Dessutom ska förvaltningsbolagen regelbundet rapportera om sin verksamhet till Finanstilsynet. Finanstilsynet får när som helst begära information om förvaltningsbolaget och dess verksamhet och får även göra inspektioner på plats.

Finanstilsynet har behörighet att se till att bestämmelserna i lagen om värdepappersfonder efterlevs, bland annat genom att frysa och beslagta tillgångar, stoppa olaglig verksamhet, utfärda tillfälligt yrkesförbud samt skjuta upp teckning, återköp eller inlösen av andelar. Vid allvarliga överträdelse kan Finanstilsynet även dra in tillståndet för såväl fonden som förvaltningsbolaget och förvaringsinstitutet.

Ständig kamp mot risker

SKAGEN har tre försvarslinjer för att förhindra förluster på grund av dåliga rutiner, yttre händelser och mänskliga fel.



Världen förändras hela tiden. I och med det ändras även uppfattningen och upplevelsen av risk. Händelser som finanskrisen 2008, nedgångarna på världens börser och statsskuldskrisen i euroområdet 2011 påverkar vad samhället riktar uppmärksamheten mot. Däremot förändras inte SKAGENS rutiner och system för att upptäcka risker och undersöka vad de innebär för vår förvaltning och verksamhet.

SKAGEN har gjort flera grepp för att reducera operationell risk. Med operativ risk menar vi risken för förlust på grund av underlåtenhet att följa dagliga rutiner, däribland brister och fel i interna processer, mänskliga misstag och/eller yttre händelser.

Fondbolaget går rutinmässigt och systematiskt tillväga för att ta reda på vad som kan gå fel i verksamheten. Inom området operativ risk arbetar man löpande med att förbättra identifiering, hantering och kontroll av risk.

Riskerna kartläggs genom att man åskådliggör sannolikheten för fel och vilka konsekvenser dessa kan få om de inträffar. Om en viss risk är mer sannolik eller skulle få större konsekvenser än vad SKAGEN kan acceptera vidtar man ytterligare åtgärder för att minska risken till en godtagbar nivå. Givetvis kan man inte förutse och planera alla händelser, men syftet med SKAGENS riskhantering och interna kontroll är att försöka undvika oönskade händelser och minimera förlusterna om något faktiskt skulle inträffa.

Medarbetarnas ansvar

Den formella internkontrollmiljön ska sörja för att SKAGENS högsta ledning alltid är uppmärksamma på den operativa risken, både när det gäller risken för automatiserade och mänskliga fel.

Det finns alltid ett visst mått av risk i våra medarbetares arbetsuppgifter, oavsett om de arbetar med kundrådgivning eller handlar med aktier för en fonds räkning. Medarbetarna måste förutom tydliga arbetsrutiner och nödvändiga verktyg också ha god kompetens och rätt inställning. Vårt arbete genomsyras av riskförebyggande insatser. Varje avdelning gör två

gångar om året en systematisk genomgång av de risker som har identifierats.

Automatiserade kontroller

Vissa kontroller är automatiserade, såsom it-system som varnar den ansvariga medarbetaren om en målkategori får ett onormalt högt eller lågt värde. Andra kontroller är manuella, som till exempel att två personer måste godkänna en transaktion innan den genomförs.

Om oönskade händelser inträffar kopplas dessa till den relevanta risken och riskreducerande åtgärder sätts in. Sambandet mellan risk, fastställd åtgärd och oönskade händelser ger en bild av om kontrollmiljön är tillfredsställande eller om SKAGEN måste förbättra sina arbetsrutiner för att försöka undvika liknande händelser i framtiden. På så sätt kan SKAGEN kontinuerligt förbättra sina arbetsprocesser, minska riskerna i verksamheten och förhindra att nya oönskade händelser inträffar.

SKAGEN har utarbetat en beredskapsplan för att kunna hantera oförutsedda händelser som exempelvis naturkatastrofer och terroristhandlingar. I en sådan situation ska SKAGEN kunna fortsätta att tillvarata andelsägarnas intressen och förvalta fonderna från ett beredskapscenter. Beredskapsplanen säkerställer kontinuitet i verksamheten även om SKAGEN exempelvis inte skulle ha tillgång till huvudkontoret i Stavanger där portföljförvaltarna normalt arbetar. Beredskapsplanen har tagits fram i enlighet med IKT-föreskriften (FOR 2003-05-21 nr 630) och uppdateras löpande.

Tre försvarslinjer

SKAGEN har beviljats koncession av Finanstilsynet för att förvalta värdepappersfonder och följer de lagar och regler som gäller på området. Till dessa hör föreskriften om riskhantering och intern kontroll (FOR-2008-09-22-1080) som ställer krav på hur riskhanteringen i SKAGEN ska vara utformad. SKAGEN har tre försvarslinjer för riskhantering som ska se till att kontrollmiljön är effektiv och anpassad för verksamheten.

- 1) Den person som ansvarar för den arbetsuppgift där risken upptäcks har också ansvar för att en lämplig åtgärd vidtas.
- 2) Avdelningen Affärsstöd och Compliance ansvarar för uppföljning, kontroll och riskhantering i SKAGEN. Avdelningen är oberoende av SKAGENS operativa verksamhet och övervakar identifierade risker samt ser till att kontroller genomförs och att arbetsprocesser och rutiner följs. Alla risker, åtgärder och oönskade händelser registreras i ett riskhanteringssystem som ger en löpande översikt över den interna kontrollen i SKAGEN.
- 3) På uppdrag av SKAGENS styrelse granskar den interna revisorn, Ernst & Young, årligen den första och andra försvarslinjen och ser till att de fungerar på ett tillfredsställande sätt.

Finanstilsynet övervakar löpande SKAGENS verksamhet och gör med jämna mellanrum inspektioner på plats. Vid den senaste platsinspektionen i mars 2011 hade Finanstilsynet inga väsentliga anmärkningar.

Internationell standard

Utöver dessa tre försvarslinjer har SKAGEN valt att låta sig revideras enligt den internationella standarden ISA 402. Här lägger man tonvikten vid att identifiera de viktigaste och mest kritiska aktiviteterna i organisationen. Syftet är att se till att de riskreducerande åtgärder som genomförts faktiskt fungerar och att upptäcka eventuella avvikelser. SKAGENS externa revisor PriceWaterhouseCoopers AS uttalar sig årligen i enlighet med ISA 402-standarderna, och rapporten finns tillgänglig på begäran för kundernas revisorer.

Långsiktigt perspektiv till förmån för andra

SKAGEN sponsrade olika verksamheter med 16 miljoner norska kronor under 2011.

Samarbetet med Kolibri – Children at Risk Foundation, SOS-Barnbyar och Läkare Utan Gränser är långsiktiga projekt. 2011 sponsrade SKAGEN dessa med sammanlagt åtta miljoner norska kronor.

Dessa organisationers verksamhet är något helt annat än det vi gör. De arbetar för att förbättra levnadsvillkoren för barn och ungdomar i olika delar av världen. De sex åren vi har sponsrat dem har vi upplevt att arbetet de gör skapar engagemang för både våra anställda och våra kunder, säger verkställande direktör i SKAGEN Harald Espedal.

Lokal sponsoring

SKAGEN sponsrar även en ny permanent utställning vid Vitenfabrikken i Sandnes, en del av Jærmuseet, med åtta miljoner kronor för 2011.

SKAGEN har tagit strid för att så kallad kultursponsring skall likställas med gävbidrag till idrott. I skrivande stund väntar vi på att frågan tas upp till behandling i prävnämnden för Norska Högsta domstolen.

Breder ut sina små vingar

Children at Risk Foundation använder kolibrien som namn och symbol.

Kolibrin är världens minsta fågel, men är likväl en av de skickligaste och en av de vackraste flygarna. Detta påverkar synen på vårt arbete med barn i sociala riskområden i Brasilien: Oavsett hur hopplöst och farofyllt det ser ut och hur fattigtunga människor lever, finns det en kraft i konsten och estetiken. Då lyfter människan själv. Även de minsta breder ut sina vackra vingar och ger sig ut på sin första flygtur. De lyfter huvudet, tar tag i livet och vi som får uppleva detta ser förbluffat på, säger Sigve Fjeldtvedt, vd för Hummingbird.

Hummingbird är en liten organisation, men med stor inspiration, kunskap och visdom. SKAGEN har upptäckt detta och har gett denna lilla "fågel" en unik möjlighet att kläcka fler "Kolibriägg". Det har byggts tre konst- och aktivitetscenter för barn och ungdomar genom vårt samarbete, säger Fjeldtvedt.

Trygga hem för barn

SKAGENS engagemang i SOS-Barnbyar har lett till finansieringen av uppbyggandet av fem familjers hem i barnbyn i Pskov, Ryssland. Här har föräldralösa och utsatta barn fått en ny familj och ett tryggt hem. Här lever barnen med en vårdgivare, de växer upp med syskon och tillhörighet i ett tryggt hem, vilket är grundläggande behov för arbetet med att skapa en stabil och god uppfostran.

Mer än 100 000 barn i Ryssland blir föräldralösa varje år och många hamnar på omänskliga institutioner. Vi är så glada att SKAGEN stöder oss i att hjälpa ännu fler barn att få växa upp i en trygg familjemiljö, säger Anna Ryott, generalsekreterare på SOS Barnbyar i Sverige.

Stort behov

Läkare Utan Gränser värdesätter sitt långvariga samarbete med SKAGEN Fonder och möjligheten det har gett att hjälpa människor i en mycket svår situation, säger Dag Horntvedt, generalsekreterare för Läkare Utan Gränser.

SKAGEN har sponsrat livräddande arbete i Afrika med örönmärta medel för olika projekt.



Kolibri – Children at Risk Foundation – ger barn i Brasilien en ljusare framtid genom konst- och aktivitetscentra.



Medarbetare på SKAGEN var med vid invigningen av barnbyn i Pskov, Ryssland.



Läkare utan gränser arbetar bland annat med hiv-patienter och undernäring i Afrika.

SKAGEN Fonders årliga Nyårskonferens, januari 2012

Professor Robert Shiller från Yaleuniversitetet inledde nyårskonferensen. Han talade om *animal spirits* – de psykologiska krafter som påverkar finansmarknaderna.

Hans Rosling, professor vid Karolinska Institutet höll ett bejublat och tankeväckande anförande som slog hål på en rad myter kring tillväxtmarknaderna.

SKAGENs portföljförvaltare bröt konventionen med presentationer och debatterade istället med varandra under ledning av moderator Willy Silberstein.

BCA:s Chen Zhao talade för tredje året. För videoklipp och mer information om Nyårskonferensen: www.skagenfonder.se/nyar



Från vänster: SKAGEN Globals Kristian Falnes, SKAGEN Kon-Tikis Knut Harald Nilsson, Harald Espedal, verkställande direktör och investeringsdirektör, Ole Sæberg, SKAGEN Vekst samt Torgeir Høien, SKAGEN Tellus.



Folkhälsoprofessor Hans Rosling.



Per Wennberg, vd för SKAGEN Fonder i Sverige, hälsade välkomna.



Chen Zhao, Managing Editor, Global Investment Strategy, Bank Credit Analyst.



Professor Robert J. Shiller.

Svårt hålla rätt kurs i motvind

2011 blev ett mycket tufft år och SKAGEN Vekst hade periodvis stark motvind. Vi är långtifrån nöjda med fondens avkastning.

I början av 2011 tycktes de stora bolagen på Oslobørsen i princip vara fullt värderade, samtidigt som det verkade finnas mer värdepotential bland de mindre företagen. Vi ökade därför våra investeringar i dessa undervärderade och impopulära bolagsaktier i linje med vår investeringsfilosofi. Med facit i hand kan vi konstatera att det inte alls gick som vi hade tänkt oss. Förklaringen är bland annat att utvecklingen blev alltmer makrodriven under året. Det var frustrerande för oss som värdebaserad investerare, eftersom det gjorde att fokus flyttades bort från den underliggande utvecklingen i företagen. Extra tungt blev det när oroliga investerare vände ryggen åt de mindre bolagen till förmån för de stora och mer likvida, något som tydligt illustreras av att medianaktien på Oslobørsen föll 28 procent medan Oslobörsens huvudindex bara backade 13 procent.

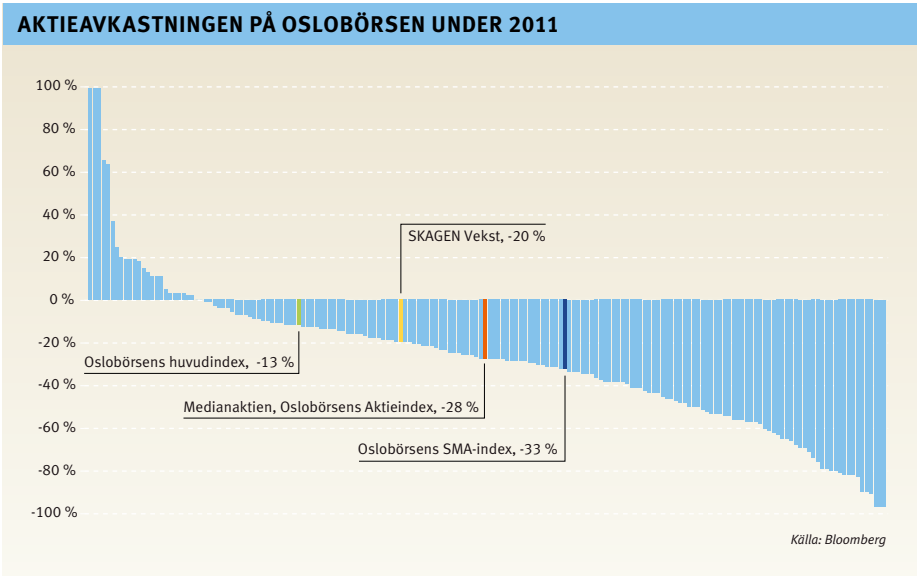
SKAGEN VEKST 2011 (MILJ. NOK)	
5 största positiva bidragsgivarna	
Axis-Shield	65
Gjensidige Forsikring	52
dtac	41
Kverneland	41
Winn-Dixie Stores	39
5 största negativa bidragsgivarna	
DOF	-141
Bonheur/Ganger Rolf	-130
Morpol	-115
Norwegian Air Shuttle	-92
Sevan Marine	-85
5 största köp	
Sevan Drilling	140
Royal Caribbean Cruises	125
Kesko	104
Carnival	98
Danske Bank	91
5 största försäljningar	
Pride International	-252
Axis-Shield	-158
Carnival	-130
Stolt-Nielsen	-108
dtac	-107

Och det var inte bara på Oslobørsen vi fick det motigt. Även i andra länder fanns flera investeringar som drog ner den relativa avkastningen. De bolag i portföljerna som gick sämst skrev kraftigt ner sina vinstförväntningar under året. Tyvärr fick både vi och andelsägarna bevittna hur redan billiga bolag blev ännu billigare, både i Norge och internationellt.

Vändningen kommer
Utvecklingen under 2011 har trots allt skapat nya möjligheter. Vår bedömning är att de enskilda företagen återigen kommer att hamna i fokus och om vi fortsätter att hitta företag med bra värderabatt kommer andelsägarna att få lön för sitt tålamod så småningom. Nu vid årsskiftet kan vi konstatera att värderingarna har sjunkit till nivåer där uppköpsaktiviteten brukar börja öka.
Trots utmaningarna under 2011 fanns det ändå ljusglimtar. Fonden gynnades av en rad bolagsaffärer, med goda vinster i samband med uppköpen av riggföretaget Pride International, diagnostikföretaget Axis-Shield och vinutrust-

ningstillverkaren Gregoire. Strax före årsskiftet kom dessutom bud på jordbruksmaskintillverkaren Kverneland och på den amerikanska stormarknadskedjan Winn-Dixie Stores. Tre branschaktörer har visat intresse för Kverneland. Affären är inte avslutad i skrivande stund, men vi har säkrat en god vinst åt fonden och räknar med att uppköpet slutförs inom kort.

Många förluster
Energi är den största sektorn i SKAGEN Vekst med 22 procent av fondens kapital. Tyvärr måste vi konstatera att vi lyckats mindre väl med våra företagsval i sektorn under 2011.
Aktiekursen i supplyrederiet DOF drogs ner rejält av en nyemission som genomfördes under den turbulenta börshösten när spotmarknaden var ogynnsam. Hela 56 procent av företagets börsvärde försvann under året och DOF blev således den position som minskade fondens relativa avkastning mest under 2011. Men vi ser trots allt ljus på DOF:s framtid. Företaget har en toppmodern flotta med god exponering mot bland annat Brasilien och Nordsjön. Mot





DOF har en toppmodern flotta med bra exponering mot bland annat Brasilien och Nordsjön.

Den blev en relativt kort visit i den amerikanska stormarknadskedjan Winn-Dixie. Det kom ett uppköpsbud på bolaget mot slutet av året.

bakgrund av prognoserna för de närmaste årens oljeinvesteringar och riggleveranser tror vi att företaget, inte bara kommer att klara sina lån utan även kommer att kunna skapa god avkastning åt aktieägarna. I dag värderas företaget till mindre än hälften av värdet på det bokförda egna kapitalet, medan värderingen av till exempel riggföretag ligger på upp till två gånger det egna kapitalet. Ungefär sex procent av fonden är exponerad mot supplysegmentet, fördelat på sex bolag.

Vår mångåriga investering i de associerade bolagen Bonheur och Ganger Rolf blev inte heller någon succé. Rabatten i förhållande till underliggande värden ökade från 35 till 45 procent eftersom investerarnas intresse för konglomerat minskade märkbart och omsättningen i aktien periodvis varit låg. Vi är dock nöjda med utvecklingen för Fred Olsen Energy – det största företaget i gruppen – och tror att vårt tålamod kommer att ge utdelning i längden.

Sevan Marine och Norwegian Energy Company, Noreco, drog också ner fondens avkastning kraftigt. I Sevan Marines fall hade vi felbedömt företagets förmåga att ta in nytt kapital på den starka riggmarknaden under våren. I stället hamnade företaget i en fullskalig omstrukturering. Som ett första steg avknoppades oljeborrningsverksamheten inom Sevan Drilling och Sevan Marines återstående ägarandel i bolaget såldes till sist till Seadrill. Vid årets slut gick företaget knappt att känna igen: Tekniken fanns kvar men skulderna var borta. Dessutom har företagets teknik vunnit större acceptans i branschen sedan Teekay tog över de flytande produktionsenheterna.

För Norecos del har produktionsstörningar gjort att kassaflödet inte levt upp till förvänt-

ningarna och prospekteringen har inte gett några resultat. Stora delar av styrelsen har bytts ut och en ny ledning tillträtt, många tillgångar har sålts, kostnaderna har kapats rejält och delar av lånen har lagts om. Dessa åtgärder var nödvändiga för att skapa ett bra utgångsläge inför framtiden och i skrivande stund ser de även ut att ha varit tillräckliga. Nu har Noreco både en prospekteringsportfölj med många kommande provborrningar och en lånestruktur och kostnadsnivå som är anpassade till framtidsplanerna. Som tur var fanns det också några ljusglimtar i energisektorn, bland annat goda bidrag från seismikföretagen TGS Nopec, EMGS och Spectrum.

Nya investeringar

Vår största nya investering under året var Sevan Drilling, som handlas till rejäl rabatt på grund av den tidigare kopplingen till Sevan Marine. Vårt intryck är att företagets teknik har vunnit större acceptans i branschen under det gångna året. Förklaringen är dels att den borrhingsrigg som redan är i drift har fungerat relativt friktionsfritt, dels kopplingen mellan Teekay och Sevan Marine samt – inte minst – att Seadrill gått in som ägare. Företaget har en sund finansieringsstruktur och känns som en klar uppköpskandidat.

Fonden investerade även i det ryska naturgasföretaget Gazprom, som sedan tidigare finns i SKAGEN Kon-Tiki och SKAGEN Global. På säljsidan gjorde vi oss av med stora delar av aktierna i Farstad Shipping. Vi sålde även hela innehavet i amerikanska Superior Energy, ett företag som levererar utrustning till oljeindustrin.

Råvarusektorn gav svag avkastning under året, både i jämförelseindexet och i SKAGEN

Vekst. Råvarupriserna börjar snabbt falla när tillväxten i världsekonomin spås bli lägre. Aluminiumpriset sjönk till exempel kraftigt under andra halvåret, och det gjorde även aktiekursen för vår största investering i sektorn, Norsk Hydro.

Ljusglimtar i täta skogar

Norske Skogs aktiekurs åkte berg- och dalbana under 2011. Vi väntar fortfarande på att få se konsolidering och kraftiga kapacitetsnedskärningar i branschen. Ljusglimtar för Norske Skog är att företaget har lyckats förhandla om villkoren för delar av sina lån, samtidigt som priset på viktiga insatsvaror sjunkit. Nästa stora omgång lån förfaller inte förrän 2014 och vår bedömning är att risken nu är mindre att vi får se en aktieemission under de närmaste två åren. Den låga värderingen gör att det finns stor uppsida om vi får rätt, men eftersom risken är fortsatt hög står posten bara för 0,4 procent av fonden.

SKAGEN Veksts senaste investeringar i råvarusektorn är biogödsel-företaget Agrinos, färgtillverkaren Akzo Nobel och det turkiska guldföretaget Koza Altin. Samtliga bidrog till avkastningen under 2011. Vi gick i stället ur våra positioner i det tyska växtförädlingsföretaget KWS Saat och det norska gruvbolaget Northland Resources, som båda såldes med vinst.

Kverneland stod för det största bidraget i sektorn för kapitalvaror, service och transport. Vår investering i Golar LNG gav en fantastisk avkastning tack vare att kursen tredubblades och aktien slutade som Oslobörsens vinnare 2011. Norwegian Air Shuttle och Dockwise drog däremot ner avkastningen. Med tanke på hur motigt det var för cyklisk industri under året, är

det föga förvånande att flygbolagsaktier gick dåligt. Nedgången för Dockwise berodde på att fjolårets vinst blev sämre än väntat. Vi räknar dock med att fartygstransport av stora moduler kommer att öka under de närmaste åren och behåller därför aktien.

Justerade vinstprognoser

Fondens största position finns i Kongsberggruppen. Koncernen sänkte sin vinstprognos i spåren av att siffran för antalet vapenstyrssystem som ska levereras till det amerikanska försvaret reviderats ner. Vi är dock mycket nöjda med utvecklingen för företagets verksamhet inom försvar och sjöfart, liksom med de rekordhöga marginalerna. Eftersom Kongsberg nu dessutom är lägre värderat än på tio år ser vi positivt på den framtida kursutvecklingen.

Under året investerade vi även i bilfraktsföretaget Norwegian Car Carriers och trimmade vår position i kemikalietankrederiet Stolt-Nielsen.

Konjunkturkänsliga konsumtionsvaror blev fondens näst sämsta sektor 2011. Carnival Cruise Lines baren stor del av skulden för det. En bit in på året sålde vi våra aktier i Royal Caribbean Cruises, RCCL, och köpte istället aktier i Carnival. Förlusten blev visserligen mindre än om vi hade stannat kvar i RCCL, men det här var inget bra år för investeringar i kryssningssegmentet. Det är värt att notera att det inte är sjunkande vinster som gjort marknaden besviken och fått kurserna att falla, utan det faktum att den förväntade tillväxten uteblivit. Ökningen av antalet fartyg blir måttlig under de närmaste åren och kryssningsresor ökar i popularitet. Vinsterna borde alltså ha goda förutsättningar att stiga under de närmaste åren. Vi bedömer att båda företagen är lågt värderade, men att skillnaden mellan dem har kastats om så att RCCL nu är det billigare av dem. Under hösten har vi därför flyttat tillbaka större delen av vår investering till RCCL.

Bra rull på däck

Under 2011 gick vi ur däcktillverkaren Hankook Tires och kunde notera en mycket bra vinst eftersom kursen var nära all time high vid utträdet. I stället gick vi in i konkurrenten Continental. Företaget är inte bara lågt värderat utan har också ny teknik för fordonsindustrin som vi tror kommer att bidra väsentligt till vinsten under de kommande åren.

Det positiva inom defensiva konsumtionsvaror var att de mest positiva bidragen under 2011 kom från relativt nya investeringar, som stormarknadskedjan Winn-Dixie. En annan nykomling i portföljen var det danska bryggeriet Royal Unibrew.

Den position som drog ner avkastningen mest i sektorn var laxförädlingsföretaget Morpol. Under första halvåret ingick företaget större avtal om köp än vad som planerats i strategin, och i efterhand visade det sig att tidpunkten var mycket illa vald. Dessutom har många personer i styrelsen och ledningen bytts ut. Vissa befärar att Morpols grundare, huvudägare och koncernchef – som ären och samma person – inte alltid har minoritetsägarnas intressen för ögonen. Vi menar dock att affärsmodellen inte har förändrats och att företaget kommer att kunna återfå investerarnas förtroende. Vi följer bolaget extra noga och är redo att agera om vi på nytt skulle få anledning att tro att värdet på investeringen riskerar att urholkas.

Utöver de nya positioner vi redan nämnt blev den största förändringen i sektorn att vi ökade innehavet i den finska detaljhandelskedjan Kesko. Vi sålde även en del av vår position i läkemedelsföretaget Cermaq och nästan hela innehavet i den kinesiska köttproducenten People's Food.

Läkemedel med bra effekt

I oroliga tider är det säkert många som ser sig om efter botemedel och läkemedelssektorn blev fondens näst bästa 2011. Axis-Shield köptes upp av Alere, och cancerläkemedelsföretagen Clavis Pharma och Algeta gav också hyggliga bidrag till avkastningen. Men vår största investering – generikaföretaget Teva Pharma – föll tyvärr inte lika väl ut. Inte heller nykomlingen Karolinska Development bidrog positivt. Under året har vi sålt hela vårt innehav i Pfizer och gjort oss av med några mindre, koreanska läkemedelsbolag som vi som helhet gjorde god vinst på.

Bank- och finansaktier har varit illa under de senaste årens finanskriser. Därför är det glädjande att konstatera att vi är nöjda med årets avkastning från våra investeringar i sektorn. Vårt största innehav i branschen – Gjensidige Forsikring – stod för det näst bästa bidraget till fondens avkastning. Vi är däremot inte fullt så nöjda med vår nya position i Danske Bank. Vi var för snabba med att gå in i företaget och borde ha gett resultaten tid att stabilisera sig först.

Under våren deltog vi i en emission i tyska Aareal Bank men ändrade senare vår uppfattning om bolaget och sålde, både aktierna från nyemissionen och en stor del av vår ursprungliga position, med vinst. Vi gjorde också en väl-tajmad sorti ur Rezidor Hotel Group och Norwegian Property under våren, innan båda bolagen föll kraftigt under andra halvåret.

Gamla trotjänare levererade

Gamla trotjänare är inte att förakta, i synner-

het inte ett tungt år som detta. Under året uppnådde fonden bäst resultat i it-sektorn. Där hittar vi bland annat fondens största investering, Samsung Electronics, som har funnits med i SKAGENS fonder länge och som nu särskilt imponerar med sin mobilförsäljning. Även svenska Proact IT Group, med lösningar för digital datalagring, gav ett lyft åt avkastningen.

Nykomlingen i sektorn är Corning, en ledande tillverkare av specialglas för it- och telekomindustrin. Våra förhoppningar för bolaget är framför allt knutna till deras Gorilla-glas, det super-tunna och tåliga glas som i synnerhet används till pekskärmar. Företaget är marknadsledande på området och någon verklig konkurrens lär det inte bli tal om förrän 2013 eller 2014. Vi sålde hela innehavet i Seagate Technology med vinst efter drygt ett halvår.

Telekomsektorn som helhet påverkade avkastningen negativt 2011. De flesta företagen i vårt ryska telekomkonglomerat Sistema gick åt rätt håll under året, men det gjorde inte aktiekursen. Sistema har gett bra bidrag till SKAGEN Veksts avkastning i flera år och vi inser att vi får ha lite tålamod nu. France Telecom hade vi gått in i därför att företaget var lågt värderat med låga vinstförväntningar och hög utdelning. Dessa goda egenskaper räckte dock inte för att hålla aktiekursen uppe och vi minskade positionen något mot årets slut. Vi sålde hela vårt innehav i Total Access Communication med rejäl vinst.

Det brasilianska kraftbolaget Eletrobras har i flera år varit fondens största innehav inom nyttotjänster och har haft den position som bidragit mest till avkastningen. Men under 2011 drog aktien ner fondens avkastning. Vi passade på att utöka vår position något i samband med vinterns nyemission.

Ökad koncentration

Under året som gått har vi fortsatt arbetet med att koncentrera portföljen och har därför minskat antalet investeringar ytterligare. Förändringen har dock gått långsammare än planerat eftersom vi inte har velat forcera processen på bekostnad av priset. Vi har fortfarande för avsikt att öka portföljens koncentration och likviditet, och resultaten kommer att visa sig i sinom tid.

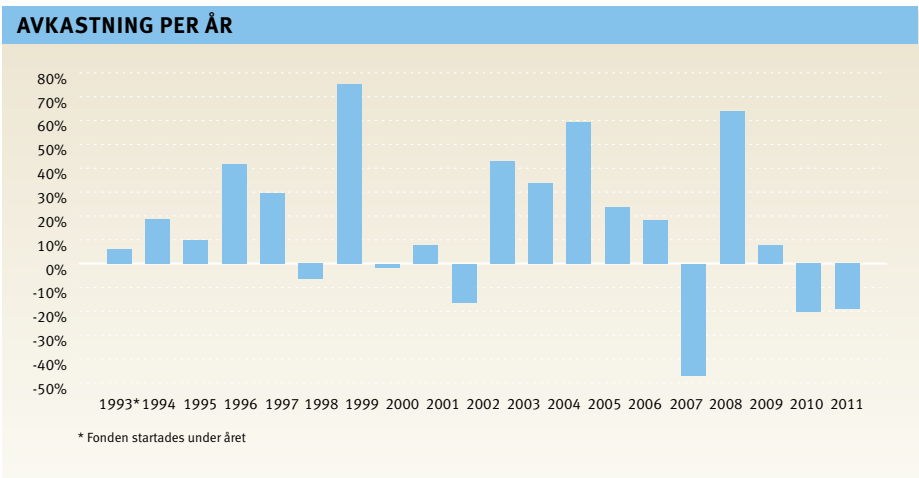
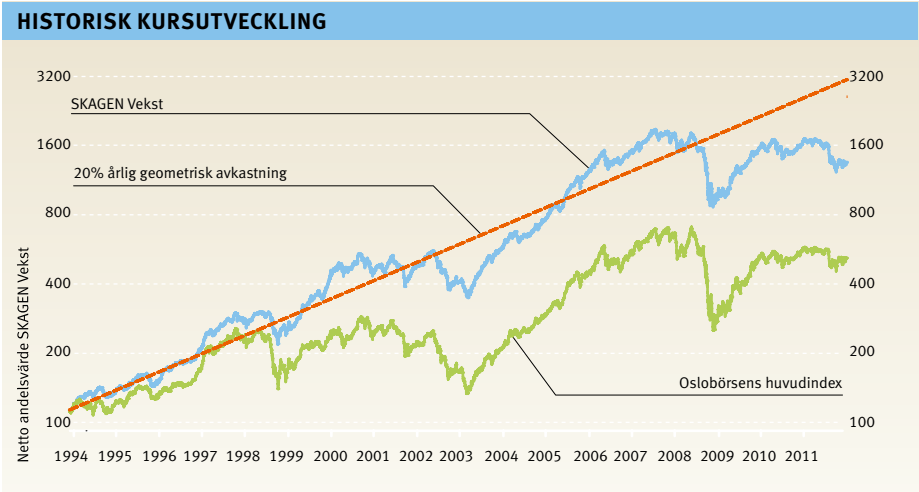
SKAGENS värdeinriktade investeringsfilosofi ledde visserligen inte till önskat resultat för SKAGEN Vekst 2011. Men vi är övertygade om att investerna på nytt kommer att vända blicken mot företagens värdeskapande förmåga, som då kommer att få större genomslag i aktiekurserna. När vändningen kommer vet vi inte, men det är med större optimism och med lågt värderade företag som vi möter det nya året för SKAGEN Vekst.

SKAGEN Vekst är en aktiefond som investerar i norska och utländska företag. Minst 50 procent av fondens medel ska vara investerat i Norge, resten ska vara placerat på den globala aktiemarknaden. Denna kombination gör att fonden kan ta del i värdeskapandet i sektorer som inte är tillgängliga på den norska marknaden. Målet för fonden är att uppnå bästa möjliga riskjusterad avkastning genom en aktivt förvaltat portfölj av norska och internationella aktier.

SKAGEN Vekst passar för investerare som önskar en aktiefond med bra balans mellan norska och globala företag. Fonden har ett brett mandat som ger stor frihet att investera i en rad företag, branscher och regioner. Genom att investera i både norska och internationella företag, får du bättre spridning än i en rent norsk aktiefond.

År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2011	-20,18 %	-9,14 %	8 426	91 709	1,00 %
2010	7,92 %	8,51 %	11 798	92 978	1,87 %
2009	64,03 %	82,55 %	12 813	93 807	4,50 %
2008	-46,93 %	-56,73 %	6 861	88 349	1,00 %
2007	18,40 %	20,10 %	13 662	87 559	1,26 %
2006	23,63 %	23,58 %	12 852	74 547	3,36 %
2005	59,32 %	51,06 %	9 720	61 792	4,50 %
2004	33,71 %	40,50 %	6 253	51 781	3,45 %
2003	43,14 %	27,77 %	4 570	47 334	5,82 %
2002	-16,34 %	-26,17 %	3 030	46 153	0,86 %
2001	7,87 %	-8,79 %	2 834	46 283	1,27 %
2000	-1,59 %	-1,01 %	2 690	44 619	2,18 %
1999	75,24 %	44,11 %	2 503	38 167	7,31 %
1998	-6,50 %	-26,68 %	1 058	19 568	2,46 %
1997	29,59 %	32,23 %	954	13 036	3,74 %
1996	41,61 %	34,42 %	505	6 873	4,01 %
1995	9,65 %	6,67 %	210	4 149	2,95 %
1994	18,5 %	6,25 %	137	1 760	1,58 %

* I miljoner kronor



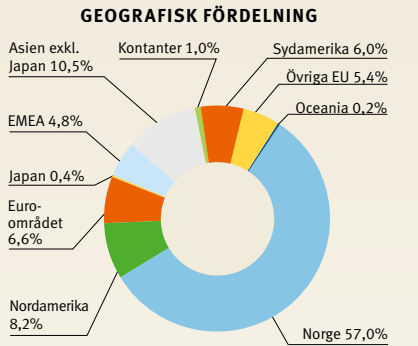
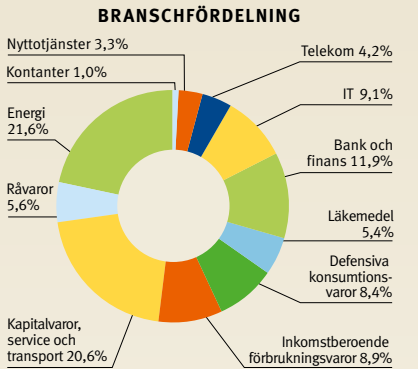
* Fonden startades under året



SKAGEN Vekst

En handplockad buket

Barn og unge plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Beskuren. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum.



Fondens startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 088 %
Genomsnittlig avkastning per år	14,7 %
Förvaltningskapital	8 426 miljoner SEK
Antal fondsparare	91 709
Förvaltningsavgifter	1,0 % per år +10 % av avkastningen över 6 %
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Nederländerna, Storbritannien och Luxemburg
Jämförelseindex	OSEBX/MSCI ACWI (50/50)
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Beate Bredesen, Ole Søbereg Geir Tjetland (ny 2012)

Inte nöjda med 2011

Ett aktieår präglat av makroekonomiska nyckeltal och rädsla är inte det bästa klimatet för en aktiv förvaltare som SKAGEN och vi kan inte säga att vi är nöjda med fondens prestation 2011.

Avkastningen för andelsägarna i SKAGEN Global var minus 6,9 procent, medan fondens jämförelseindex föll med 5,3 procent. Därmed gav fonden sämre avkastning än världsindex för andra gången sedan fondstarten 1997. Första gången det hände var under finanskrisåret 2008, då vi fick sota för vår relativt höga exponering mot tillväxtmarknaderna.

Andelsägare som varit med i SKAGEN Global sedan starten för fjorton år sedan kan alltså glädja sig åt en genomsnittlig årlig avkastning på 15,9 procent. Under samma period har de som investerat sina pengar i världsindex haft en årlig avkastning på i snitt 1,6 procent.

Likheter med 2008

Svängningarna var stora på världens kapitalmarknader under 2011. Under det första halvåret steg aktiemarknaderna och råvaru-

priserna medan den amerikanska dollarn och riskpremierna föll. Denna utveckling kulminerade under sommaren för att sedan vända under andra halvåret. Globala investerare sökte sig till säkra tillflyktsorter efter amerikanska politikernas utspel i samband med en nödvändig höjning av landets skuldtak samt med fokus på Europas skuldproblem.

Statsobligationer i bland annat USA, Japan och Schweiz blev tillsammans med guld populära investeringsobjekt. Risktillgångar som aktier, företagsobligationer, tillväxtmarknadsvalutor och råvaror ratades däremot av riskovilliga investerare precis som under hösten 2008. Skillnaden den här gången var att prissvängningarna inte var lika extrema, varken uppåt eller nedåt.

I likhet med 2008 utvecklades aktier på tillväxtmarknader sämre än sina motsvarigheter på utvecklade marknader. Särskilt svaga var BRIC-länderna. Turkiet, där fonden är överviktad i förhållande till världsindex, tillhörde också de klart svagaste aktiemarknaderna under året.

Bland de större aktiemarknaderna toppar USA listan, som de också gjorde under 2008, och det breda aktieindexet S&P 500 steg med 4 procent mätt i norska kronor.

Jämfört med sitt jämförelseindex har SKAGEN Global en större andel investerat i tillväxtmarknaderna och är underviktad i den amerikanska aktiemarknaden. Vid årsskiftet var fondens andel 32 procent i båda marknaderna. Tillväxtmarknaderna stod för 13 procent av världsindexet och den amerikanska marknadens vikt i index var 46 procent.

Historiken från 2008 visar att fonden riskerar att få en svag relativ utveckling under perioden när investerarna, på ett i vår mening irrationellt sätt, flyr till så kallade säkra hamnar i USA, Japan och Schweiz. Men den här gången hade vi en bättre geografisk fördelning i fonden som gjorde att vi kunde hantera den kraftigt stigande riskaversion bättre än 2008.

Upp för oljan – ned för oljeservice

Under ett år som präglades av stor osäkerhet

om utvecklingen i världsekonomin slutade oljepriset upp 12 procent. Lejonparten av de större oljebolagen visade en kursuppgång medan oljeserviceföretagen avslutade året med kursnedgångar på grund av högre avkastningskrav från investerarna. Vår sektoravkastning var minus 10 procent vilket var i linje med utvecklingen för det amerikanska oljeserviceindexet.

I samband med Ensco's uppköp av Pride International sålde vi en stor del av våra aktier och det amerikanska riggföretaget blev sektorns bästa bidragsgivare. Vi valde också att sälja merparten av aktierna i Transocean. Det med förlust på grund av stora driftsproblem, ett värdeförstörande förvärv av Aker Drilling och en efterföljande emission.

Däremot mer än fördubblade vi posten i Gazprom och kompletterade portföljen med två nykomlingar: det österrikiska oljebolaget OMV och det amerikanska oljeserviceföretaget Weatherford.

Ras för råvaror

Råvarusektorn föll med 26 procent mätt i norska kronor och var fondens förlorarsektor. Fallande råvarupriser och dystra konjunkturutsikter ledde till relativt stora kursfall för det sydamerikanska stål företaget Ternium liksom för tyska HeidelbergCement och Norsk Hydro.

Vi sålde innehavet i det tyska växtförädlingsföretaget KWS Saat medan vi mer än fördubblade posten i färgföretaget Akzo Nobel.

Svenska SCA är nu solklar marknadsledare i Europa inom mjukpapper tack vare köpet av Georgia Pacifics europeiska verksamhet. Att investerarna börjat få upp ögonen för SCA:s betydande skogsegendomar och ökade vinstmarginaler kan bli en drivkraft för fortsatt god kursutveckling 2012. I övrigt är fondens råvarubolag positionerade för att kunna dra fördel av en fortsatt god tillväxt på tillväxtmarknaderna.

Tyco steg på split

Sektorn för kapitalvaror, service och transport föll med 11 procent mätt i norska kronor. Kurs-

SKAGEN GLOBAL 2011 (MILJ. NOK)

5 största positiva bidragsgivarna

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

5 största negativa bidragsgivarna

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

5 största köp

Oracle	852
Citigroup	809
Tesco	799
Goldman Sachs	645
Gazprom	585

5 största försäljningar

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



Grekiska demonstranter har tagit över gatorna flera gånger under året (bilden). Statsskuldproblemen i Europa och andra delar av världen fick de globala investerarna att söka sig till nödhamnar under 2011.

Försäljningen av innehavet i den italienska mejerigiganten Parmalat gjorde bolaget till fondens bästa bidragsgivare under 2011.

vinnare var amerikanska Tyco International, vars beslut att dela upp bolaget i tre separata börsnoterade bolag gav skjuts åt aktiekursen. Utifrån en enskild värdering av de tre enheterna menar vi att det finns potential för ytterligare omvärdering av bolaget under 2012.

LG Corp hade en negativ kursutveckling främst på grund av nedslående resultat från dotterbolaget LG Electronics. Bemanningsföretaget Randstad tyngdes i likhet med resten av branschen av svaga konjunkturutsikter.

Reducerad position i Renault

Fondens investeringar i cykliska konsumtionsvaror utvecklades ungefär i linje med fondens avkastning. LG Electronics blev den stora kursförloraren till följd av svaga resultat för företagets mobiltelefonverksamhet. Det amerikanska kabelnätföretaget Comcast var i sin tur sektorns bästa bidragsgivare med bättre resultat än flertalet av konkurrenterna.

Vi mer än halverade posten i Renault, som hade haft en gynnsam kursutveckling efter bolagets försäljning av aktierna i Volvo. Därefter föll Renault-aktien på grund av farhågor om svag bilförsäljning i Europa och vi passade på att återigen öka innehavet i den franska biltillverkaren något.

Renault äger 43,3 procent i Nissan, och tar man hänsyn till Nissans börsvärde skulle Renaults aktiekurs indikera att bolagets kärnverksamhet har negativt värde. Det anser vi är alltför pessimistiskt, inte minst med tanke på bolagets attraktiva marknadsposition och en betydande försäljningsökning i flera tillväxtmarknadsländer.

Italiensk mejerivinst

Konsumtionsvaror var fondens bästa sektor med en värdeökning på 30 procent. Allra mest bidrog vinsten på försäljningen av våra aktier i det italienska mejeriföretaget Parmalat till franska Groupe Lactalis. Uppköpet gjorde Parmalat till fondens bästa bidragsgivare.

Nykomlingar i portföljen var Unilever och Tesco. Gemensamt för dem är att det framför allt är deras ställning på tillväxtmarknaderna som kommer att vara tillväxtmotorn framöver. Tillväxtekonomier står exempelvis redan för mer än hälften av Unilevers omsättning.

Äntligen uppåt för läkemedel

Förra årets förlorarsektor, läkemedel, fick ett välkommet lyft och fondens läkemedelsaktier steg med hela 25 procent. Den låga värderingen i början av året lockade allt fler investerare att satsa pengar på både Pfizer och Roche. I Pfizer valde vi att minska innehavet något då aktien närmade sig vårt kursmål.

Världens största tillverkare av generiska läkemedel, Teva Pharmaceutical, och den tyska sjukhusoperatören Rhoen Klinikum kom in i portföljen. Tevas aktiekurs har fallit brant på grund av att de kommer att förlora patentet på sitt viktigaste läkemedel Copaxone 2014. Därför värderas bolagets växande generiska verksamhet mycket lågt i dagsläget – för övrigt är Teva världens största tillverkare av generiska läkemedel.

Även Rhoen Klinikum har förlorat en stor del av sin popularitet bland investerarna. Förklaringen är att bolaget efter kapitalökningen 2009 inte kunnat uppvisa några nya investeringar av betydelse. Vi respekterar företagets inställning att det är viktigt att se till att förvärv är väl över-

vägda. Vår uppfattning är att den pågående privatiseringen av tyska sjukhus kommer att skapa en rad intressanta möjligheter de närmaste åren. I väntan på det kan vi glädja oss åt att den befintliga sjukhusportföljen är lågt värderad.

Amerikanska banker

Bank och finans blev en förlustsektor för SKAGEN Global, liksom även på de globala aktie- marknaderna. Kursfallet slutade på minus 25 procent. Större delen av nedgången berodde på våra amerikanska bolag Citigroup, Goldman Sachs och Bank of America. Under året fick Bank of America lämna portföljen medan Goldman Sachs kom in.

Vi håller fast vid att våra amerikanska banker är fundamentalt billiga. Citigroup värderas till omkring 50 procent av bokfört eget kapital justerat för immateriella tillgångar såsom goodwill. En nedskärning av den dåliga verksamheten i Citi Holding och gynnsam tillväxt inom konsumentfinansiering i flera tillväxtländer kan skapa förutsättningar för god utdelning under åren framöver. Under 2011 fördubblade vi innehavet i Citigroup, bland annat genom att sälja aktierna i den japanska banken Mizuho.

Vi har undvikit exponering mot europeiska banker. Det finns nämligen stora skillnader mellan banksektorn i Europa och USA. I kölvattnet av finanskrisen 2008 gjorde de amerikanska bankerna betydande förlustavsättningar samtidigt som de tillförde stora summor nytt eget kapital. Någon sådan uppställning har vi inte sett i Europa, och i dag framstår de amerikanska bankerna som mycket sundare och mervärdskapitaliserade än sina europeiska motsvarigheter.



Renaultaktien steg i samband med försäljningen av aktierna i Volvo. SKAGEN Global halverade posten. Därefter föll Renaultaktien och vi passade på att åter öka innehavet. Bilden visar en av Renaults elektriska konceptbilar vid Auto Expo 2012, New Delhi, 6 januari 2012.

Vi medger gärna att vi gick in i amerikanska banker för tidigt, men har goda förhoppningar om att agnarna ska skiljas från vetet och anser att omvärderingspotentialen är stor under 2012.

Ljuspunkten i sektorn var det norska skadeförsäkringsbolaget Gjensidige vars lyckosamma resultatutveckling gjorde aktien till en av kursvinnarna på Oslobörsen.

Accenture infriade förväntningarna – Kyocera svek dem

Våra investeringar inom teknik visade totalt sett ett marginellt plusresultat. Den bästa bidragsgivaren var aktierna i konsultföretaget Accenture, som vi sålde efter en period med starka resultatrapporter och god kursutveckling.

Kursutvecklingen för vår japanska trotjänare Kyocera var däremot en besvikelse. Företaget nedjusterade sina resultatprognoser på grund av en svagare marknad för keramiska komponenter för elektronikindustrin. Kyocera har stora tillgångar utöver kärnverksamheten. Justerat för dessa handlas nu bolaget till rekordlåga multiplar.

Samsung Electronics fortsätter att leverera goda resultat. Under 2011 var det mobila enheter som smarta telefoner och surfplattor som bidrog mest. Fondens preferensaktier värderas till drygt sex gånger förväntad vinst för 2012 samt i nivå med bokfört eget kapital. Eftersom företaget kan komma att visa prov på en hittills oöverträffad förmåga att skapa organisk tillväxt finns en del immateriella värden i balansräkningen.

Samsungs ledning har också visat prov på sin styrka inom innovation och korta men lönsamma produktcykler inom elektronikkompo-

nenter och konsumentelektronik. En låg värdering och operativ skicklighet är goda skäl till att behålla företaget som fondens största investering.

Oracle och Yahoo

Nya investeringar i teknologisektorn var den amerikanska programvarutillverkaren Oracle och internetföretaget Yahoo.

Sett till förväntad tillväxt tycks priset på Oracle vara lågt. Företaget har också en mer robust affärsmodell än merparten av konkurrenterna och bör kunna hantera konjunkturförsvagningar utan större försämringar av resultatet. Yahoo är en dalande internetstjärna som under lång tid varit under stor kurspress. Baserat på en måttlig värdering av företagets aktieposter i Yahoo Japan och kinesiska Alibaba Group kan man nu köpa företagets kärnverksamhet för en riktigt billig penning. Mycket tyder på att värdet på dessa aktieposter kommer att synliggöras under 2012.

Ut ur thailändsk telekomframgång

Inom telekommunikation steg thailändska Total Access Communication, dtac, med så mycket som 110 procent och ska ha äran för sektorns avkastning på 12 procent. Företagets popularitet har ökat stadigt tack vare en mycket god resultatutveckling, aktieägarvänlig utdelningspolitik och sund kapitalstruktur. Vi sålde därför successivt ut innehavet i företaget under året. Den sista stora försäljningen sammanföll med att dtac gjorde en betydande engångsutdelning till aktieägarna i december.

Vi gjorde oss dessutom av med indiska Bharti Airtel efter en period med god kursutveckling. In kom i stället det franska tele- och mediefö-

retaget Vivendi, som värderas med stor rabatt mot de underliggande tillgångarna. Bakgrunden är att investerarnas entusiasm över Vivendi har dämpats rejält på grund av den ökade konkurrensen på den franska mobiltelefonmarknaden. Aktiekursen kan dock triggas framöver av en låg prissättning i förhållande till vinsten, en utdelningsavkastning på 9 procent och en eventuell renodling av konglomeratstrukturen. Vi fördubblade också vår ägarandel i Vimpelcom och ökade posten i China Mobile.

Inom nyttotjänster såldes Calpine ut med god förtjänst. Det statligt dominerade brasilianska energiföretaget Eletrobras, där vi i fjol såg en värdeminskning på 13 procent, är därmed vår enda investering i sektorn. På kort sikt avgörs kursutvecklingen för Eletrobras huvudsakligen av hur den brasilianska staten hanterar kraftkoncessioner som ska förnyas framöver. Vi anser att dagens kurs tyder på att förväntningarna är låga. Koncessionsförnyelser innebär därför goda möjligheter till en omvärdering av aktien.

Stora utmaningar

Vid ingången av 2012 står världsekonomin inför stora utmaningar. Den ekonomiska tillväxten i Europa ser ut att bli negativ, åtminstone under det första halvåret, och i USA väntas en svagt positiv tillväxt.

Den stora frågan är hur de viktiga tillväxtmarknadsländerna kommer att utvecklas. Även om en hel del tyder på att tillväxten försvagas även där, är det rimligt att tro att den kommer att förbli tillräckligt hög för att inte världsekonomin ska hamna i en global recession så som skedde vid årsskiftet 2008/2009.

Värderingen av SKAGEN Globals portfölj är förvisso inte lika attraktiv som i början av 2009, men prissättningen är låg i förhållande till den värdeutveckling vi räknar med framöver. Fondens tio största investeringar värderas i genomsnitt till 8,3 gånger förväntad vinst under 2011 och prissättningen är bara 90 procent av bokfört eget kapital.

Trots de relativt dystra utsikterna för världsekonomin anser både vi och analytikerna att det finns goda skäl att räkna med ökade intäkter för företagen även nästa år. Då kommer förhållandet mellan pris och vinst (p/e-talet) för portföljföretagen att minska ytterligare. Värt att notera är också att direktavkastningen nu är betydligt högre än avkastningen på statsobligationer.

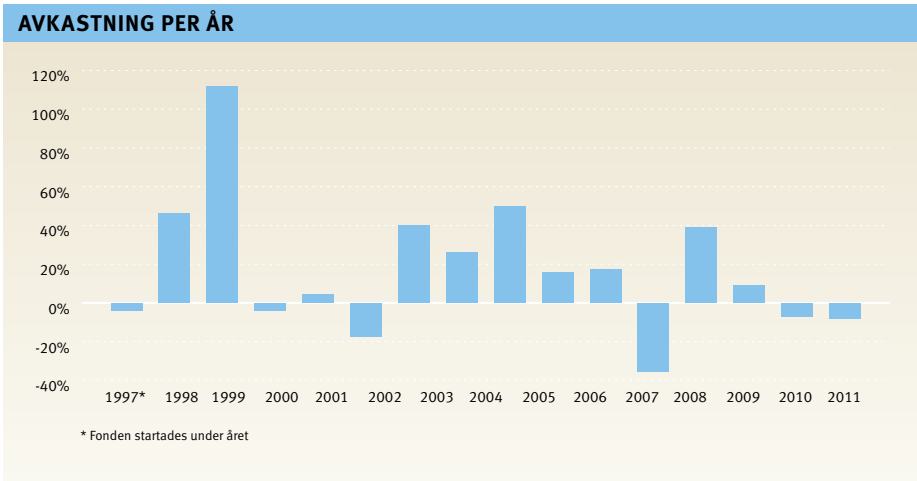
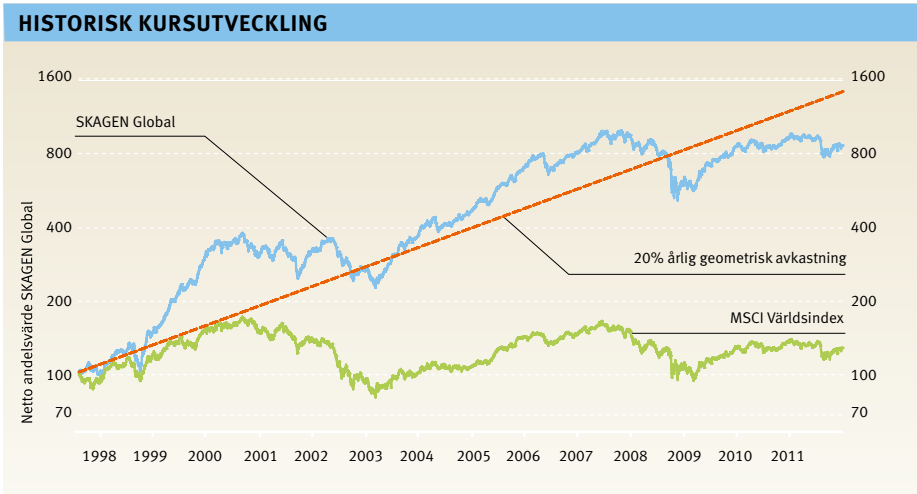
Om det oroliga stämningsläget förbättras och blir mer optimistiskt och hoppfullt kan vi få se stora kursuppgångar. Huruvida vändningen kommer under 2012 är svårt att säga, men vi är beredda.

SKAGEN Global är en aktiefond som investerar över hela världen. Därmed ger fonden både en god riskspridning geografiskt och mellan branscher. Målsättningen är att uppnå bäst möjlig riskjusterad avkastning genom en aktivt förvaltnad portfölj av internationella aktier.

SKAGEN Global lämpar sig för sparare som vill ha en aktiefond som placerar över hela världen och som därför ger en god spridning, både geografiskt och mellan branscher. Fonden lämpar sig också för dem som redan placerat på enskilda aktiemarknader, men som vill stärka portföljen och minska sin risk med hjälp av en ren global fond.

År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2011	-6,94 %	-5,31 %	36 168	97 317	1,00 %
2010	8,87 %	5,88 %	37 163	94 966	1,29 %
2009	39,01 %	17,96 %	38 291	96 976	2,75 %
2008	-35,52 %	-27,67 %	22 757	92 046	0,96 %
2007	17,22 %	2,82 %	33 995	93 097	2,41 %
2006	15,76 %	3,37 %	24 295	77 148	2,20 %
2005	49,69 %	31,11 %	16 285	52 715	2,42 %
2004	26,12 %	5,78 %	7 617	35 971	2,88 %
2003	39,94 %	10,04 %	4 730	28 772	3,49 %
2002	-17,35 %	-33,24 %	3 107	26 465	3,06 %
2001	4,53 %	-8,39 %	3 061	24 767	2,25 %
2000	-3,78 %	-4,25 %	2 727	22 093	1,74 %
1999	111,88 %	29,96 %	2 218	9 983	5,68 %
1998	46,00 %	25,52 %	254	1 017	2,24 %
1997**			34	24	3,28 %

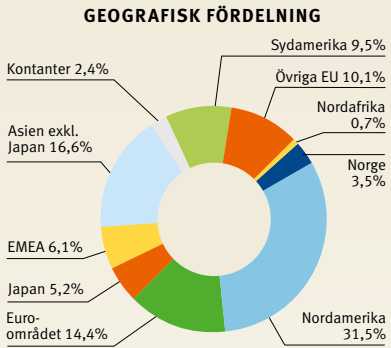
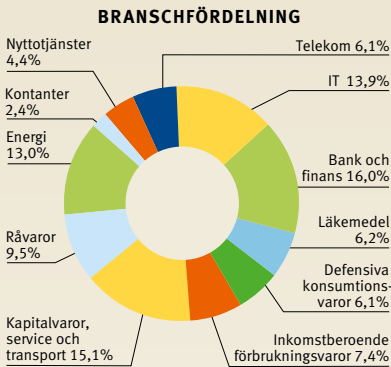
* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året



SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

Fra heden nord for Skagen. 1885. Beskuren.
Av P.S. Krøyer, en av Skaenmålarna.
Bilden tillhör Skaens Museum.



Fondens startdatum	7 augusti 1997
Avkastning sedan start	735,8%
Genomsnittlig avkastning per år	15,9%
Förvaltningskapital	36 168 miljoner SEK
Antal fondsparare	97 317
Förvaltningsavgifter	1,0% per år + 10% av avkastningen utöver jämförelseindex
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederländerna, Luxemburg, Finland, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	MSCI ACWI Country World Index (NOK), från 1 januari 2011
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Kristian Falnes, Torkell Eide, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen

Dåligt betalt för bra idéer

Under 2011 har investerare åter flytt från tillväxtmarknaderna och vi fick dåligt betalt för bra investeringsidéer. Trösten är att Kon-Tikis portfölj företag vid årsskiftet är ungefär lika lågt prissatta utifrån vissa nyckeltal som när tillväxtmarknadsindex bottnade under hösten 2008. Och detta efter en period då fondkursen ändå har fördubblats.

Under första och fjärde kvartalet 2011 utvecklade sig aktiemarknaderna förhållandevis normalt och SKAGEN Kon-Tiki uppnådde en bra riskjusterad avkastning. Under andra och tredje kvartalet svängde däremot investerarnas riskvilja markant och aktiemarknaden präglades av ett risk on – risk off beteende. Under denna period var fondens avkastning svag, både i absoluta och relativa termer.

Året som helhet slutade med ett prisfall för fondandelskursen på 14,2 procent. Något vi självklart är missnöjda med. Tillväxtmarknadsindex var ned 16,6 procent.

Okritisk utförsäljning

Höstens flykt från tillväxtmarknaderna ledde till att fondens koncentration av större, likvida företag drabbades hårt. Vårt ägande i lägre värderade och mer illikvida preferensaktier gav

i likhet med 2008 heller inget skydd på nedsidan. Investerarnas okritiska utförsäljning, för att säkra välbehövliga kontanter, ledde till att preferensaktierna blev hårdare utsatta än de ordinarie aktierna.

Speciellt nedslående under 2011 var hur pass dåligt vi fick betalt för våra, om vi får säga det själva, tidvis briljanta idéer och mycket grundliga investeringsprocess. Orsaken var i hög grad samvariationen mellan tillgångsslag, länder, sektorer – och inte minst bolagsaktier – vilket sker i tider av stor osäkerhet.

Trots att fondens kursutveckling var svag var den underliggande bolagsutvecklingen i portföljen generellt sett bra.

Utmaningarna kom inte oväntat

Makroekonomiska utmaningar präglade 2011. Stigande råvarupriser och stark ekonomisk tillväxt ledde till att inflationen i flera tillväxtmarknadsländer blev farofyllt hög under första halvåret. Kombinationen av nedkylande initiativ från myndigheternas sida och sämre tider globalt, medförde en avtagande inflation under andra halvåret.

Trots klara tecken på svagare tillväxt i de utvecklade marknaderna var det inte förrän fram mot slutet av året som myndigheterna visade viljekraft att genomföra stimulerande åtgärder. I en rad länder sänktes både räntan och bankernas reservkrav. Under andra halvåret sänkte dessutom investerare och analytiker sina förväntningar på bolagsrapporteringen. Detta berodde inte primärt på sämre ekonomisk tillväxt utan på oro för fallande marginaler som följde av kostnadspress.

Flykten till förmodat mer trygga hamnar ledde till att flera tillväxtmarknadsvalutor föll kraftigt. Många företag har därmed blivit mer konkurrenskraftiga. När orosnivån bland investerarna avtar finns det anledning att tro att flera valutor åter stärks. Utifrån mer fundamentala förhållanden kan valutaförsvagningen för enskilda länder bli av mer bestående art. Indien är ett sådant exempel där både den politiska och ekonomiska infrastrukturen är dålig.

Sett i det stora hela gick riskpremierna på statspapper ner något i tillväxtmarknaderna, men utslaget var begränsat i förhållande till eurozonen. Detta reflekterar att de flesta länderna på tillväxtmarknaderna har kontroll på både statsfinanser och utrikesbalanser. Inflationen tycks nu vara under kontroll. Det finns dessutom få tecken på att företagen har problem med finansieringen, så som fallet var för tre år sedan.

Likviditet genom förvärv

Flera uppköpsbud genomfördes bland företagen i SKAGEN Kon-Tikis portfölj, primärt under första kvartalet. Det gav bra likviditet under året. Vi valde att skynda långsamt med att investera pengarna. Som följd av fortsatt lägre prissättning ökade vi koncentrationen av storföretag (mätt i börsvärde) ytterligare. I denna process minskade antalet företag i portföljen en hel del. Mot slutet av året tog vi in några nya attraktivt prissatta och mindre bolag i portföljen.

Andelen företag noterade i de utvecklade marknaderna föll något. Det beror på en kombination av högre relativ prissättning och att flertalet av de innehav som köptes upp ägde rum i bolag noterade på marknader i utvecklade länder.

Vann på Pride

Energisektorn blev fondens relativa vinnare, och en moderat absolut förlorare. Det amerikanska riggbolaget Ensco övertog Pride International vid årets början ska ha det mesta av äran för detta. Vi ökade behållningen i brasilianska Petrobras och ryska Gazprom väsentligt. Detta är företag med stora och unika reserver. I en värld med högt oljepris bör de ha en högre prislapp än vad de har. Investerarnas skepsis mot bolagsstyrningen ledde emellertid till att bägge aktierna föll överraskande mycket.

Årets mysterium blev den svaga utvecklingen för oljeservicesektorn som upplevde en bra operativ och resultatmässig utveckling. Att aktiekurserna överlag föll hänger sannolikt ihop med att innehaven drabbades av den generella skepsisen gentemot aktier som tillgångsslag.

SKAGEN KON-TIKI 2011 (MILJ. NOK)	
5 största positiva bidragsgivarna	
Pride International	305
Equinox Minerals	291
Golar LNG	249
Great Wall Motor	203
Hyundai Motor	180
5 största negativa bidragsgivarna	
VTB Bank	-513
Sistema	-474
Sabancı Holding	-389
Vale	-381
Hon Hai Precision Industries	-357
5 största köp	
State Bank of India	662
VTB Bank	649
Exxaro Resources	513
Elektrobras	508
Richter Gedeon	453
5 största försäljningar	
Pride International	-1727
Equinox Minerals	-885
dtac	-353
Standard Chartered	-329
Seadrill	-298



SKAGEN Kon-Tiki investerade i gasrederiet Golar LNG.



Efter att ha sålt innehavet i State bank of India under 2007 investerade Kon-Tiki åter i bolaget under våren 2011. Banken prissätts nu i samma nivå som när den första köpen gjordes 2003. Bilden är tagen utanför ett av bankens kontor i Calcutta, mars 2011.

Vi bytte ut våra aktier i Golar LNG Energy med aktier i gasrederiet Golar LNG. I North Atlantic Drilling både köpte och sålde vi aktier, medan hela posten i kolbolaget Indo Tambangraya såldes.

Ny i portföljen är Siem Offshore, som kan skylta med en ny och modern flotta av ankarhanteringsfartyg. Baserat på fartygens marknadsvärde är bolaget prissatt med nästan 50 procent rabatt. Vi förväntar oss en något bättre marknad för företagets fartyg under 2012, samtidigt som det kan äga rum strukturella förändringar inom detta fragmenterade fartygssegment.

Kineser räddade svaga råvaror

Råvaror blev en förlorarsektor, men gav fonden mycket bra relativ avkastning. Även här präglades utvecklingen av uppköp. Vår post i kopparproducenten Equinox Minerals såldes till Barrick Gold med en solid vinst – efter en budgivning med kinesiska Minmetals Resources.

Alla aktierna i First Quantum Minerals, Aquarius Platina, Norske Skog och Northland Resources såldes under året. En post i Suzano Papel e Celulose köptes, men avyttrades åter igen. Orsaken till helomvändningen var en omvärdering av marknadssituationen och de finansiella utmaningarna som bolaget står inför.

Inom mineralsand och kol investerade vi i sydafrikanska Exxaro Industries. En strukturellt hög efterfrågan bör borga för goda resultat framöver. Det finns planer för en omstrukturering av Exxaro Industries under 2012. Förhoppningsvis kommer det leda till att investerna fattar större intresse för bolaget. Högre pris på både mineralsand och kol kommer dessutom förbättra intjäningen.

Väntar på lyft i Norwegian

Industri var den svagaste sektorn i de globala tillväxtmarknaderna, men gav en acceptabel relativ avkastning för SKAGEN Kon-Tiki.

På förlorarlistan finner vi först och främst byggbolagen Aveng och Empresas ICA samt Harbin Electric, som tillverkar utrustning för kraftverk. Förlusterna för dessa kompenseras delvis genom att realisera vinsten i Strabag. Förväntningarna på offentliga investeringar för att motverka konjunktursvängar försvagades under året. Vid årsskiftet handlas nämnda förloraraktier till rekordlåga nivåer.

Flygbolagen AirAsia och Norwegian hade en bra fundamental utveckling. Vi fick bara betalning i form av kursökning i AirAsia, som blev omvärderad under året. Vi hoppas och tror det samma händer med Norwegian under 2012.

Betydande shippingförlust

Fartygsnäringen hade ett svårt år. Vi gick på betydande förluster i danska A.P. Møller-Mærsk och det norska tankrederiet Nordic American Tankers. Extrem brist på naturgas ledde till att Golar LNG upplevde mycket bra nivåer och blev en särdeles bra bidragsgivare.

Under 2011 blev förbluffande många nybyggda fartyg absorberade i respektive marknader. Överskottet av nya fartyg som ska levereras från varven blir allteftersom mindre.

Finanstorka gjorde det synnerligen svårt att få fartyg finansierade vilket gör att redare med starka finansiella muskler får möjligheten att göra fördelaktiga strukturaffärer framöver. En av dessa är John Fredriksen. Vi investerade därför i Golden Ocean och Frontline 2012, i vilka Fredriksen är majoritetsägare. Köpen gjordes delvis genom en halvering av posten i A.P. Møller-Mærsk.

Aktieposten i sydafrikanska Bidvest utökades. Företagets globala division för livsmedel är efter vårt omdöme värt väsentligt mycket mer än börsvärdet på hela bolaget. I samband med en förvärvssituation sålde vi våra aktier i Freeworld Coating. Posten i Kumho Industrial försvann också ut ur portföljen.

Full fart

Intäktsberoende konsumtionsvaror var en bra sektor, både i absoluta och relativa termer. Portföljens biltillverkare, Hyundai Motors, Great Wall Motor och Mahindra & Mahindra – som dessutom producerar traktorer – gav samtliga goda bidrag. I globala tillväxtmarknader är bilproduktion en tillväxtindustri och alla tre har en betydande global potential.

Malaysiska DRB-HICOM och Proton fortsätter att leverera goda resultat för fonden.

Sektorns stora förlorare var sydkoreanska LG Electronics. Bolaget ser inte ut att ha lyckats med övergången till smarta telefoner. Aktien har däremot kommit ned på en prisnivå i förhållande till intjänning som vi inte har sett på tio år. En mycket depressiv marknad för kinesiska konsumentrelaterade aktier gjorde att vi mot slutet av året frestades att köpa aktier i Hengdeli, som säljer schweiziska klockor, samt i köpcentrumutvecklaren Renhe Commercial Holdings.

Defensiva konsumtionsvaror var vinnarsektorn i globala tillväxtmarknader. De flesta av våra företag klarade sig dessutom mycket bra. Undantagen var Marine Harvest, som vi sålde av, och turkiska Yazici Holding, moderbolaget till Efes Breweries. Nytt bolag var det holländska bryggeriet Heineken NV. Investerna verkar inte sätta ett tillräckligt högt pris på företagets ledande position bland de internationella aktörerna i Asien.

Svag ungersk hälsa

Under dåliga börsår där det råder allmän oro brukar defensiva aktier som hälsa och läkemedel klara sig relativt väl oberoende av svängningarna på aktiemarknaden. Så gick det inte för våra aktier inom sektorn. Efter ett betydande kursfall för ungerska Richter Gedeon ökade vi upp posten i bolaget. Ett synliggörande av de värden som kan utlösas genom forskningsportföljen är en central trigger för att aktiekursen ska vända uppåt igen. Ett annat är den starkt fallande valutakursen som bör gynna försäljningen.

Efter ett betydande kursfall under 2011 köpte vi tillbaka aktierna i China Shineway Pharmaceutical.

Svaga finanser

Finanssektorn, den största av sektorerna på tillväxtmarknaderna, upplevde ett mycket svagt år. Smitoeffekten från skuldkrisen i euroländerna och stram kreditpolitik i flera tillväxtmarknadsländer skapade problem med finansieringen, och ökade risken för stora kreditförluster. Vi höll oss i stort sett borta från problematiska områden som kinesiska banker och försäkringsbolag, men var förtidigt ute med att köpa aktier i State Bank of India.

Turkiska Sabanci Holding och Bank Asya, samt egyptiska EFG Hermes, hade ett synnerligt svagt år. Vi hittar inga välmotiverade företagsspecifika orsaker till de stora kursfallen för dessa aktier.

Posterna i AFP Provida, Aksigorta, MBK Development, Polaris Securities och Kim Eng såldes av. De två sistnämnda bolagen försvann ur portföljen som följd av uppköp.

Vi deltog i delprivatiseringen av VTB Bank i Ryssland, och ökade därmed vår aktiepost betydligt. Hittills har det varit dyrbart för oss. Detta är den första stora ryska privatiseringen detta decennium och det är naturligt att förvänta en ny och bättre bolagsstyrning än vad vi normalt ser i ryska statsdominerade företag. Den fundamentala situationen för banken är idag väsentligt bättre än för tre år sedan, utan att aktiekursen har reagerat något särskilt.

State Bank of India betjänar en underutvecklad marknad för banktjänster. Övergången från statsbank till privat sektor går långsamt. Fjölårets förändring i bolagets ledning ger dock hopp om förbättring. En delvis rekapitalisering av banken kan trigga kursuppgång. Banken prissätts i nivå med de första köpen vi gjorde under 2003. Vi gick ut ur State Bank of Indien under 2007 och köpte igen våren 2011.

Vi är glada över en fortsatt bra utveckling, både kurs- och driftsmässigt, för Banrisul,

Standard Chartered och Aberdeen Asset Management. I Aberdeen ökade vi dessutom innehavet väsentligt. Gjensidige Forsikring var ytterligare en bra bidragsgivare och i takt med den goda kursutvecklingen minskade vi fondens ägande i bolaget något under året.

Sura äpplen

Informationsteknik var en förhållandevis bra sektor i tillväxtmarknaderna. Vår huvudinvestering under många år, Samsung Electronics, visade än en gång bra omställningsförmåga. Bolaget seglar upp som en av två globala marknadsledare, först och främst inom distribuerad databehandling. Trots en uppvärdering av aktien under året, kan aktiekursen och fondens position i Samsung Electronics försvaras.

Vi köpte aktier i taiwanesiska Hon Hai Precision Industry, en huvudleverantör till amerikanska Apple. Investeringen har hittills bidragit negativt till fonden, men det ser nu ut som om företagets svaga resultatutveckling har vänt, med ökande rörelsemarginaler och bättre avkastning på kapitalet.

Hon Hai Precision Industry har förändrat sin affärsmodell från att vara personaltung till att bli mer kapitaltung. Allt dyrare kinesisk arbetskraft ska bytas ut mot robotar. Bolaget handlas till historisk låga nyckeltal. Vi räknar med att insatsen för att vända utvecklingen ger synliga resultat under 2012.

Japansk mobil och kinesisk internet

I SKAGEN Kon-Tiki består sektorn telekommunikation i stort sett uteslutande av mobilföretag. Med undantag av nämnda LG Electronics var resultatet för våra investeringar bra. Ökad penetration av ny teknik, och allt fler konsumenter som uppskattar "våra" mobiltelefoner, ska ha äran för det.

Ny post i portföljen var det ledande bolaget inom mobiltelefoni i Japan, Softbank. Bolaget är dessutom en central medspelare till Yahoos satsning på internet i Kina. En ledningsförändring i Yahoo har emellertid skapat osäkerhet kring utvecklingen framöver. Vi ser fortfarande en betydande uppsida i de kinesiska tillgångarna, samtidigt som telefonbolaget genererar ett bra löpande kassaflöde.

Positionen i sydafrikanska Naspers utökades. Bolaget är ledande på internet i globala tillväxtmarknader, med fotavtryck i alla världsdelar. Börsnoteringarna av ryska Mail.ru och kinesiska Tencent Holdings blev lyckade. Framöver kommer värdet av tillgångarna i Afrika, Latinamerika, Östeuropa samt investeringen i Facebook att bli mer synliggjorda.

Efter två goda år fick det ryska konglomeratet Sistemas aktie ett bakslag. De två viktigaste tillgångarna, inom telekommunikation och oljebolaget Bashneft, utvecklade sig emellertid väl. Skulden i moderbolaget är nu mycket låg. Vi ser tecken på bättre bolagsstyrning, och frigjorda medel tycks användas produktivt. Rabatten på underliggande aktiva är på nytt nära rekordhöga nivåer.

China Mobile, Bharti Airtel och Indosat utvecklade sig i nivå med förväntningarna, men gav olika investeringsresultat. Efter en kraftig omvärdering sålde vi posten i thailändska dtac, som har gett oss en synnerligen god avkastning sedan vi köpte de första aktierna under 2002.

Inom nyttotjänster är det statsdominerade brasilianska kraftbolaget Eletrobras fortsatt vår enda investering. I likhet med 2010 gav bolaget ett bra bidrag till fondens resultat. Eletrobras besitter tillgångar i toppklass, men kämpar med bolagsstyrningen. 2012 bör ge svar på osäkerheten knuten till förnyelser av koncessioner. En friare marknad för elektricitet bör påverka Eletrobras än mer positivt för 2012 än 2011.

Kraftig uppgradering av kraftsektorn i centrala länder som Indien och Kina gör potentialen inom branschen väsentligt större framöver. Vi är på plats för att ta del av de möjligheterna som uppstår.

Försiktig optimism

Vid början av 2012 finns det anledning till försiktig optimism. Vi har inte drabbats av permanent förlust av kapital i någon nämnvärd grad. Kursfallet under 2011 är mer att betrakta som ett provisoriskt prisfall, föranlett av global makroekonomisk oro.

Europeiska centralbanken har sört för att likviditeten i banksystemet är intakt och att följderna för global handel kan bli mindre än befarat. Samtidigt har försvagningen av euron gjort europeiskt näringsliv mer konkurrenskraftigt, som är viktigt för att få balans internt i euroområdet.

Investeringsvalen vi gjorde under 2011 har förbättrat kvaliteten i portföljen. Och trots att fondkursen har fördubblades sedan förra boten, hösten 2008, är prissättningen av företagen nästan lika attraktiva. Rabatten till den generella tillväxtmarknaden är högre än då.

Så en tröstens ord till andelsägare i SKAGEN Kon-Tiki: Som bekant pendlar aktiekurserna mer än resultatutvecklingen för företagen, men värdena vinner alltid till slut.

SKAGEN Kon-Tiki är en aktiefond som ska ha minst 50 procent av medlen placerade direkt i världens tillväxtmarknader. Minst 50 procent av medlen kan vara placerade i marknader som ingår i MSCI världsindex. Målet för fonden är att uppnå bästa möjliga riskjusterade avkastning genom en aktivt förvaltat portfölj av internationella aktier.

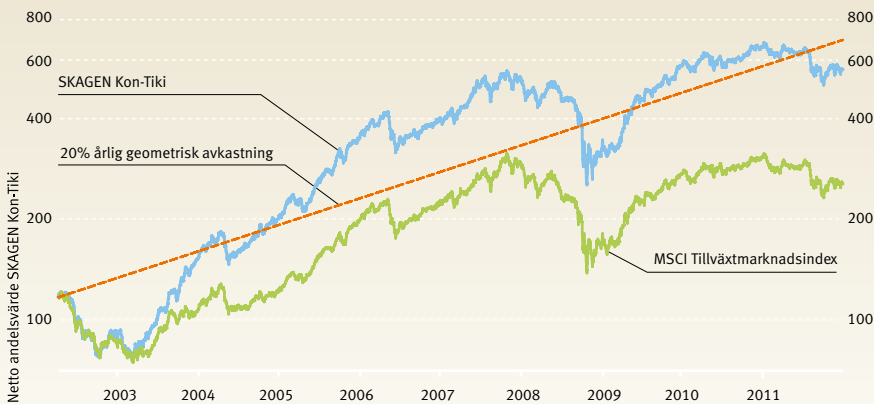
SKAGEN Kon-Tiki passar för investerare som vill ta del i värdeskapande i världens tillväxtmarknader. Fonden ger möjligheter för extraordinär avkastning genom att investera i områden med stor tillväxtpotential. Risken är emellertid något högre än för en global fond som i huvudsak investerar i utvecklade marknader.

År	Avkastning%	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2011	-14,18%	-16,63%	46 795	85 525	2,28%
2010	13,51%	11,71%	54 476	82 198	2,14%
2009	79,08%	61,99%	40 828	74 443	3,26%
2008	-39,54%	-43,06%	13 654	64 799	3,01%
2007	32,70%	31,44%	23 627	59 770	2,56%
2006	14,53%	13,79%	15 291	44 692	2,52%
2005	71,24%	60,47%	10 303	29 553	3,16%
2004	34,01%	15,77%	3 532	16 259	3,95%
2003	74,82%	29,12%	1 845	9 835	3,85%
2002**			313	4 190	3,89%

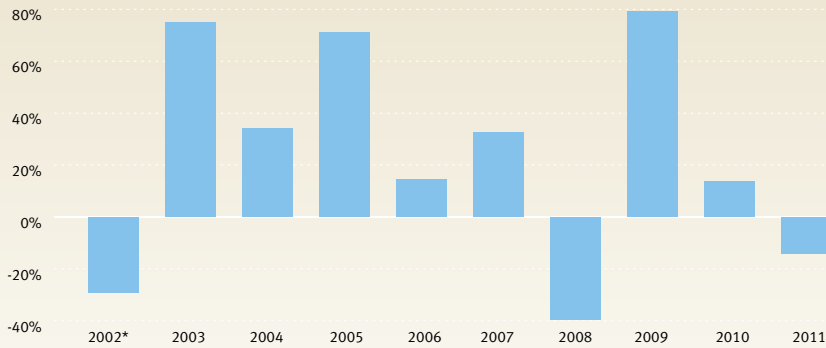
* I miljoner kronor

** Fonden upprättades under året

HISTORISK KURSUTVECKLING



AVKASTNING PER ÅR



* Fonden startades under året

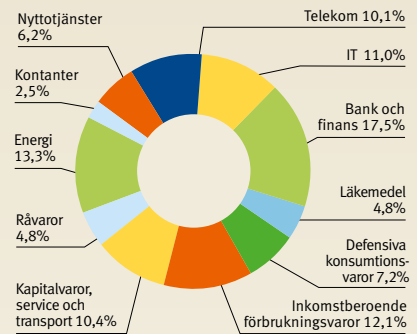


SKAGEN Kon-Tiki

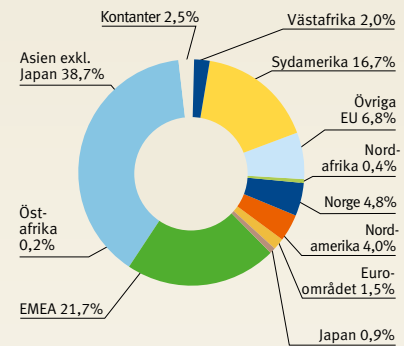
Visar kursen mot nya vatten

Skagen Rev fyrskib, 1892. Beskuren.
Av Carl Locher, en av Skagenmalerne.
Bilden tillhör Skagens Museum.

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	379,3%
Genomsnittlig avkastning per år	17,5%
Förvaltningskapital	46 795 miljoner SEK
Antal fondsparare	85 525
Förvaltningsavgifter	2% per år plus/minus rörlig förvaltningsavgift
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500 kronor
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederländerna, Luxemburg, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	MSCI Emerging Markets Index (NOK)
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	J. Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Ross Porter

På sidlinjen under rallyt

2011 utvecklades SKAGEN Tellus svagt. Fonden föll 0,7 procent, mätt i euro, medan jämförelseindexet steg 7,8 procent. Varför förlorade fonden så mycket mot sitt jämförelseindex?

Fonden hade relativt hög duration i utvecklade ekonomier under första halvan av året. Denna duration minskades runt halvårsskiftet genom att vi bytte långa statsobligationer mot korta statspapper i mitten av året. Ungefär samtidigt började vissa ekonomiska nyckeltal, speciellt från USA, uppvisa svaghet. Trots att hårda ekonomiska siffror som publicerades inte fullt ut reflekterade denna utveckling, föll räntorna kraftigt i USA och i många andra utvecklade ekonomier under hösten. Fallet i långräntorna fick obligationskurserna att stiga och därför steg även jämförelseindexet.

Förutom osäkerhet kring den ekonomiska utvecklingen i USA blossade dessutom stats-skuldkrisen i Europa upp igen. Resultatet var en flykt av pengar in i japanska och amerikanska statspapper och i Europa en flykt till tyska räntepapper. Denna flykt till säkerhet, precis som 2008, hade en stor effekt på marknaderna. SKAGEN Tellus blev tyvärr sittande på sidlinjen. Fonden förlorade dessutom något på exponeringen mot tillväxtmarknader då dessa upplevde stigande räntor och valutaförsvagningar mot euron, som är fondens referensvaluta.

Kommer 2012 bli som 2011?

Vi tror att investerare blivit för negativa när det gäller de ekonomiska utsikterna. Den senaste statistiken pekar på fortsatt tillväxt i USA och Storbritannien. BNP i euroområdet sjönk troligen lite under fjärde kvartalet 2011. De senaste

indikatorerna tyder dock på att det blir tillväxt igen under det första kvartalet. Detta gäller euroområdet som helhet. Några av de så kallade perifera euroländerna kommer att få kämpa hårt under 2012 men Tyskland och en del andra nordeuropeiska länder kommer att ha tillväxt i ekonomin.

I de stora tillväxtländerna är bilden tveksam. Trots att en del ekonomiska nyckeltal har överraskat på uppsidan, är tillväxttakten, och då speciellt i Kina, mer osäker än tidigare. Hursomhelst är vårt huvudscenari att den globala ekonomin kommer att utvecklas bättre 2012 än 2011. Om så blir fallet kommer de långa räntorna i utvecklade ekonomier stiga. Både genom en högre realavkastning på kapitalinvesteringar och på grund av att investerare börjar se slutet på perioden med räntor nära noll.

Förberedd för det värsta

Situationen kan självklart bli helt annorlunda än den vi förutser. De dyrköpta erfarenheterna gör att vi nu är ännu mer beredda att ändra oss snabbt om det skulle behövas.

Nedåtrisker är främst knutna till den kinesiska ekonomin och statsskuldkrisen i euroområdet. Det värsta scenariot för euroområdet är om ett eller flera medlemsländer drar sig ur eller kastas ut ur valutasamarbetet. Detta kan potentiellt sätta igång en ny finanskris som skulle kunna leda till en djup global recession.

Vi ser det som osannolikt att något medlems-



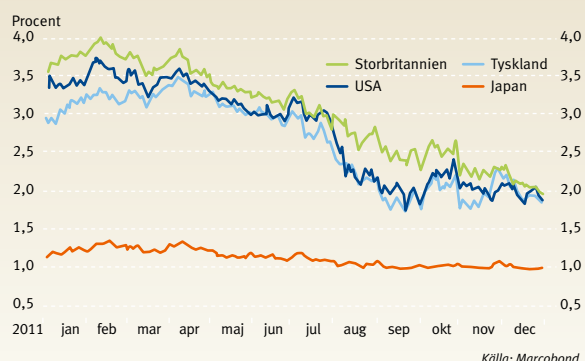
I behov av reparation. Det är osannolikt att något medlemsland skulle lämna den europeiska valutaunionen. Fördelarna med att lämna unionen överväger inte nackdelarna. Bilden är tagen under en reparation av eurosymbolen utanför Europeiska centralbankens huvudkontor i Frankfurt.

land skulle lämna unionen. Det är mycket svårt att se hur fördelarna med att lämna valutaunionen skulle kunna vara större än nackdelarna.

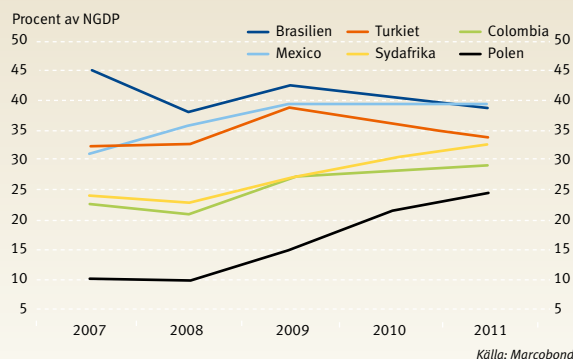
Grekland bör behålla euron

Ta Grekland som ett exempel. Det är en vanlig uppfattning att om en ny drachma introducerades och denna föll fritt mot euron så skulle den grekiska ekonomin tjäna på detta genom billig export och dyrare import. Men detta resonemang bygger på ett antagande om att prisnivån

TIO-ÅRS STATS RÄNTOR I UTVECKLADE LÄNDER



TILLVÄXTMARKNADER MED LÅGA OFFENTLIGA SKULDER



i Grekland inte kommer att stiga av att valutan försvagas rejält och att reallönerna faller. Ett telefonsamtal mellan ledarna för de två största fackföreningarna är tillräckligt för att sätta fart på kraven på kraftiga kompenserande löneökningar. Den grekiska prisen skulle troligen därför stiga snabbt och anpassa sig till det fallande värdet på valutan. Detta skulle eliminera positiva effekter av att valutakursen faller.

Om de som bestämmer håller huvudet kallt kommer inte länder lämna euroområdet och ett sammanbrott undviks. Unionen är som ett polyamt äktenskap som aldrig borde ha blivit av. Nu är kostnaderna för skilsmässan så stora att det är svårt att föreställa sig en situation så förfärlig att en eller flera drar sig ur.

Europeiska centralbanken (ECB) gör nu dessutom mer för att hålla liv i euroområdet än den får credit för. Genom att låna ut obegränsade

medel till bankerna i upp till tre år hjälper ECB bankerna med deras likviditetsproblem. Dessutom får bankerna starka incitament att köpa korta- och medellånga statspapper. ECB gör därmed statspappersmarknaden mer likvid. Man hör ofta att ECB bör göra som Federal Reserve och Bank of England när det gäller kvantitativa lättnader. Att ECB borde köpa upp statspapper i andrahandsmarknaden. Men det gör den redan. Den föredrar bara att göra det genom lån till bankerna istället.

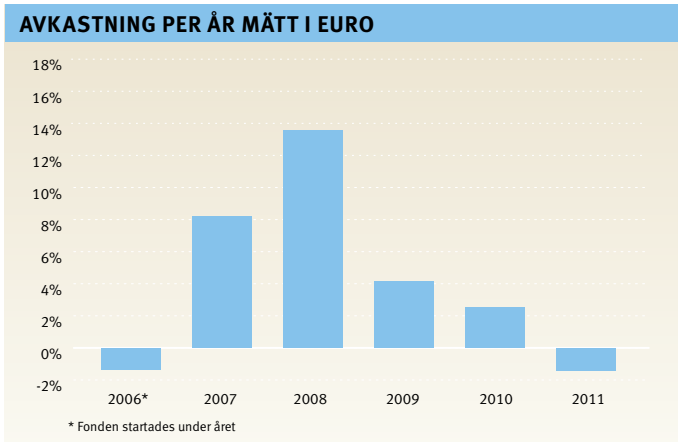
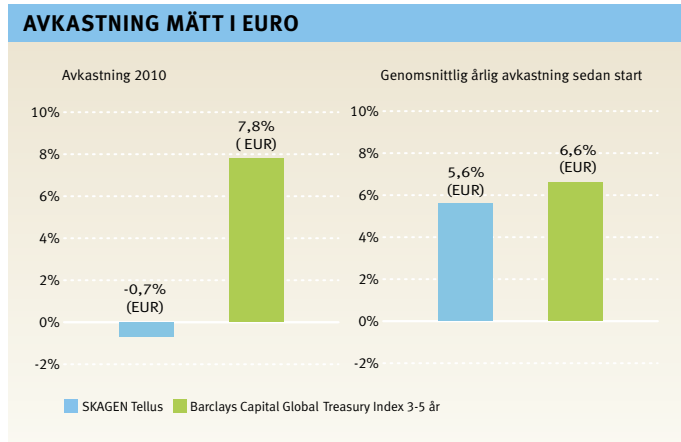
Sedan start har SKAGEN Tellus levererat en genomsnittlig årlig avkastning på 5,6 procent. Detta är en procentenhet sämre än jämförelseindex och absolut inte ett resultat vi är nöjda med. Under 2012 har vi som mål att stänga gapet mellan fonden och jämförelseindexet och att ge andelsägarna minst samma avkastning som fondens historiska snitt.

SKAGEN Tellus är en global obligationsfond som kan ge investerare överavkastning genom att de sparar i räntemarknader över hela världen. Fonden investerar i obligationer och certifikat utställda av eller garanterade av stater, regionala myndigheter och finansinstitut. Fondens målsättning är att ge andelsägarna bra riskjusterad avkastning på investeringar i kreditsäkra globala obligationer genom en aktivt förvaltat portfölj. Fonden har en avkastnings- och riskprofil som ligger mellan nationella obligationsfonder och globala aktiefonder.

SKAGEN Tellus är ett bra alternativ för investerare som vill spara i globala obligationer och som har minst 12 månaders investeringshorisont. Investerare bör ha tolerans för valutasvängningar. Fonden passar bra som en del av en långsiktig investeringsportfölj, för privatpersoner, företag och institutioner.

År	Avkastning% i SEK	Jämförelseindex % i SEK	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare
2011	-1,42%	7,02%	613	2 041
2010	2,53%	-1,08%	902	2 383
2009	4,14%	-5,52%	501	1 558
2008	13,54%	34,64%	611	1 644
2007	8,17%	4,87%	1 022	2 353
2006 **	-1,33%	-4,79%	631	2 557

* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året



SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

Hjemvendende fiskere, 1879. Beskuren.
Av Frits Thaulow, en av Skagenmalerne.
Bilden tillhör Skagens Museum.

Fondens startdatum	29 september 2006
Avkastning sedan start	32,88 % i EUR
Genomsnittlig avkastning per år	5,56 % i EUR
Förvaltningskapital	613 miljoner SEK
Antal fondsparare	2 041
Förvaltningsavgifter	0,8 % per år
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 1 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederländerna, Luxemburg, Finland, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	Barclays Capital Global Treasury Index, 3 – 5 år
UCITS-fond	Ja
Portföljförvaltare	Torgeir Høien

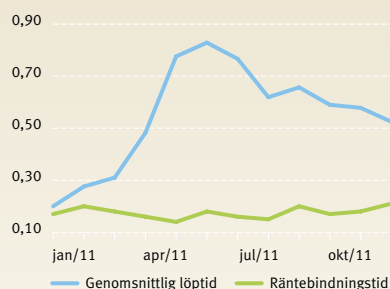


SKAGEN Krona
Tillsammans för bättre räntor

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand.
Sildig eftermiddag. 1883. Beskuren.
Av P. S. Krøyer, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.

Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	12,15 %
Genomsnittlig avkastning per år	2,58 %
Förvaltningskapital	404 miljoner
Antal fondsparare	358
Förvaltningsavgifter	0,2 % per år
Minsta köpbelopp	Engångsteckning och sparavtal 1 000 SEK
Godkänd för marknadsföring i	Sverige
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel

12 MÅNADERS RULLANDE AVKASTNING



År	Avkastning %	Referens-index %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare
2011	2,72 %	1,63 %	404	358
2010	0,85 %	0,32 %	214	190
2009	1,40 %	0,44 %	317	172
2008	4,82 %	4,35 %	546	212
2007**	1,86 %	1,81 %	210	133

* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året

Ett lugnt år

2011 blev ett relativt lugnt år jämfört med tidigare turbulenta år.

SKAGEN Krona hade ett bra år 2011 och gav en avkastning på 2,71 procent vilket var bättre än jämförelseindexet (OMRX Treasury Bill Index) som gick upp 1,63 procent. Europa hade i det stora hela ett turbulent år och Riksbanken hann med att både höja och sänka reporäntan under året.

Fonden började året med en effektiv ränta på 1,81 procent som under året steg till 3,03 procent. Ett snitt för hela året blev 2,66 procent vilket motsvarade den faktiska årsavkastningen på 2,71 procent ganska väl.

Räntedurationen har vi hållit stabil på cirka 0,2 år och avkastningen har därmed inte påverkats av rörelsen i längre räntor. Fondens investeringar är istället i huvudsak exponerade mot räntenivån på de korta interbankräntorna. Över 50 procent av fonden är investerad i papper som förfaller inom fyra månader och har så varit under nästan hela året. Dessa korta investeringar har givit en bra avkastning i relation till risken. Vi har samtidigt haft en alltför optimistisk syn på den ekonomiska utvecklingen i Sverige och Europa med en tro på fler räntehöjningar från Riksbanken än vad som blev fallet. Vår strategi med låg ränteduration var således mer lämpad för första än andra halvåret 2011.

Både höjning och sänkning av Riksbanken

Riksbanken höjde reporäntan från 1,25 procent till två procent under första halvan av året. Eurokrisen såg ut att minska i omfång och tillväxten såg ut att förbättras bland flera av de utvecklade ekonomierna. Detta förändrades omkring halvårsskiftet då europeiska centralbanken, ECB, avblåste sina ränteökningar och då stora Sydeuropeiska länder fick se sina låneräntor stiga markant. Riksbanken höll sig avvaktande eftersom situationen i Sverige inte såg så illa ut. Men i december hade läget förvärrats till den grad Riksbanken såg sig tvungen att sänka med 0,25 procentenheter till 1,75 procent.

Vi har under året ökat andelen investerat i papper som har slutförfall längre fram än ett år. Dessa papper, som har rörlig ränta med jus-



Svenska Riksbanken, i ledning av Stefan Ingves, höjde reporäntan från 1,25 procent till två procent under första halvan av året. Därefter förvärrades den europeiska statsskuldskrisen och i december sänktes räntan åter med 0,25 procent till 1,75 procent.

tering var tredje månad, gör att fonden får en högre ränta men ökar samtidigt kreditexponeringen. Val av investeringar blir än viktigare på dessa längre investeringar då de har en tendens att fluktuera mer beroende på kreditkvalité. De kortare investeringarna är mer stabila och den rådande räntan vid investeringstidpunkten är mer avgörande för avkastningen.

Ökning av papper med längre löptid

Vid årets början hade fonden en genomsnittlig löptid på cirka 0,2 år och vid årets slut var den strax över 0,5 år. Den ökade genomsnittliga löptiden och ändringen av nivån under året har varit en bidragande orsak till att fonden hade en så pass god utveckling 2011.

Förett år sedan trodde vi avkastningen skulle bli högre än vad fondens effektiva ränta indikerade(1,81%). Då kom vi från en extremt låg räntenivå och det mesta pekade uppåt. 2011 avslutade vi med en effektiv ränta på cirka tre procent och Riksbanken ser inte ut att höja reporäntan 2012, snarare tvärtom om någon ändring alls är att vänta. Utifrån dagens förhållanden tror vi att avkastningen 2012 kommer hamna i trakten runt tre procent.

Avkastnings- och riskredovisning

Avkastningsöversikt

Avkastning	2011	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 7 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst	-20,18%	-7,2 %	12,2 %	-2,4 %	8,3 %	10,9 %	14,7 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)							
linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	-9,14%	-0,7 %	21,6 %	-1,3 %	8,3 %	8,8 %	8,7 %
SKAGEN Global	-6,94%	0,7 %	12,1 %	1,3 %	9,1 %	10,4 %	15,9 %
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	-5,31%	0,1 %	5,8 %	-2,5 %	2,5 %	-0,8 %	1,6 %
SKAGEN Kon-Tiki	-14,18%	-1,3 %	20,4 %	7,0 %	15,5 %		17,5 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	-16,63%	-3,5 %	14,7 %	2,5 %	10,9 %		8,3 %
SKAGEN Tellus (Euro)	-0,67%	7,89%	8,89%	5,56%			5,56%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 – 5 years (Euro)	7,83%	10,41%	7,05%	7,44%			6,63%
SKAGEN Tellus (SEK)	-1,42%	0,54%	1,72%	5,27%			4,74%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 – 5 years (SEK)	7,02%	2,89%	0,01%	7,15%			5,80%
SKAGEN Krona	2,72%	1,78%	1,65%	–		–	2,58%
OMRX Treasury Bill Index	1,63%	0,97%	0,79%	–		–	1,89%

Risk- och prestationsmått

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus (euro)
TRADITIONELL RISK- OCH PRESTATIONSMAÅTT SENASTE 5 ÅREN				
Standardavvikelse, fond	22,3 %	17,3 %	22,6 %	7,60%
Standardavvikelse, jämförelseindex	28,5 %	12,8 %	21,2 %	8,83%
Sharpekvot, fond	-0,20	-0,04	0,21	0,40
Sharpekvot, jämförelseindex	-0,12	-0,36	0,02	0,54
Relativ volatilitet	10,6 %	8,0 %	5,6 %	10,25%
Informationskvot	-0,10	0,48	0,76	-0,17
Korrelation	0,94	0,90	0,97	0,23
Alfa	-1,9 %	4,8 %	4,3 %	
Beta	0,74	1,22	1,03	
R2	89%	79%	94%	

VINST OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE 5 ÅREN

Relativ vinst	80%	134%	111%	84%
Relativt förlust	85%	109%	97%	96%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	0,95	1,24	1,15	0,87
Positiv indexavvikelse	12,73	12,17	10,19	11,03
Negativ indexavvikelse	13,78	8,14	6,05	12,82
Indexavvikelsekvot	0,92	1,49	1,68	0,86
Positiv avvikelser	48%	60%	63%	46%
Positiv avvikelser, uppgång	20%	68%	67%	14%
Positiv avvikelser, nedgång	76%	51%	59%	82%
Konsistens	40%	58%	58%	55%
Konsistens, uppgång	24%	67%	62%	34%
Konsistens, nedgång	59%	50%	54%	79%

VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: observerat, NAV	-18,6 %	-13,4 %	-17,8 %	-5,0 %
Value at risk: observerat, jämförelseindex	-25,3 %	-9,2 %	-16,3 %	-3,7 %
Relativ Value at Risk, observerat	-5,5 %	-6,4 %	-4,2 %	-9,5 %

VINST OCH FÖRLUSTANALYS SEDAN START

Relativ vinst	95%	164%	124%	86%
Relativt förlust	75%	100%	100%	92%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,26	1,63	1,25	0,93
Positiv indexavvikelse	15,20	21,18	13,71	11,19
Negativ indexavvikelse	9,91	8,45	5,81	12,30
Indexavvikelsekvot	1,53	2,51	2,36	0,91

GODA RESULTAT ÄR INGEN GARANTI FÖR FRAMTIDA AVKASTNING

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning beror bland annat på marknadsutvecklingen, förvaltarnas skicklighet, fondens risk, samt kostnader för teckning och förvaltning. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursförlust.

ORDFÖRKLARING

Standardavvikelse är ett mått på variationen i den årliga avkastningen. Det är omkring 65 procent sannolikhet att den årliga avkastningen är plus minus en standardavvikelse. Sannolikheten för att avkastningen avviker mer än två standardavvikelser från förväntad avkastning är cirka fem procent. En hög standardavvikelse kan antyda hög risk.

Relativ vinst/relativ förlust är ett mått på förmågan att uppnå överavkastning i uppgång- respektive nedgångsperioder. Relativ förlust mindre än 100 procent betyder att fonden förlorar mindre än marknaden i nedgång. Relativ vinst på över 100 procent betyder att fonden går upp mer än marknaden i uppgång. Dessa mått kan förklara varför en fonds standardavvikelse är högre eller lägre än index.

Relativ volatilitet är standardavvikelsen för den årliga överavkastningen i förhållande till index under den aktuella perioden. Relativ volatilitet mäter förvaltarens förmåga att skapa jämn överavkastning i förhållande till jämförelseindexet, men används ofta som ett mått på hur oberoende en fond är av sitt index.

Positiv/negativ indexavvikelse visar positiv eller negativ indexavvikelse per år under den aktuella perioden. Om de positiva avvikelserna är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativ avvikelser är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

Sharpekvoten mäter indirekt sannolikheten för att fonden ska ge högre avkastning än den riskfria räntan. Ju högre tal, desto större sannolikhet. Ju högre sannolikhet desto större är möjligheten att uppnå merkavkastning i aktiemarknaden. Sharpekvoten kan användas som ett långsiktigt riskmått, men används ofta som ett absolut mått på riskjusterad avkastning.

Informationskvoten mäter indirekt sannolikheten för att fonden ska ge högre avkastning än jämförelseindex. Ju högre tal, desto större sannolikhet för att fonden kommer skapa meravkastning. Informationskvoten används också som ett mått för riskjusterad avkastning där risken tolkas som faran för ojämn meravkastning. Informationskvoten mäter därmed förvaltarens förmåga att skapa säkra meravkastning, medan relativ volatilitet mäter förmågan att skapa jämn meravkastning.

Relativ vinst/relativ förlustkvot visar förhållandet mellan relativ vinst och relativ förlust. Tal större än 1 betyder att fonden får bättre betalt för den risk den tar jämfört med jämförelseindex. Måttet är starkt korrelerat med Sharpe-indexet vid rangordning av fonder som investerar i samma marknader. Det visar dessutom om den riskjusterade avkastningen är bättre än marknadens riskjusterade avkastning. Kvoten kan därför användas till att jämföra fonder i olika marknader i motsats till sharpekvoten, som bara kan användas för att jämföra fonder som investerar i samma marknader.

Indexavvikelsekvot visar förhållandet mellan positiva och negativa indexavvikelser. Det är ett mått på förmågan att skapa meravkastning genom att bedriva aktiv förvaltning framför passiv. Ju högre siffra, desto bättre betalt per negativ indexavvikelse. Indexavvikelsekvot tolkar risk som faran för negativ indexavvikelse i motsats till informationskvot som tolkar risken som ojämn överavkastning (och inte nödvändigtvis negativ överavkastning).

Korrelation i statistik är ett mått för ett samband mellan två variabler eller mått. Hög korrelation betyder att den ena variabeln kan prognosticeras utifrån den andra variabeln och vice versa. I detta fall betyder en hög korrelation (nära 100 procent) att tillgången eller portföljen följer marknaden tätt.

Alfa är ett riskjusterat mått för den så kallade aktiva avkastningen på en investering. Det är meravkastningen utöver den kompensations man får för den risk man tar. Den används ofta för att utvärdera aktiva förvaltares prestationer. I en fullständigt effektiv marknad kommer det förväntade värdet av alfaefficienten vara noll. Därför anger alfaefficienten hur bra en investering gått när man tagit hänsyn till vilken risk som tagits. Ett alfavärde under noll betyder att investeringen har givit för låg avkastning i förhållande till den valda risknivån (eller hade för hög risk i förhållande till avkastningen). Ett alfavärde nära noll betyder att investeringen har givit en avkastning som motsvarar risknivån som valts. Ett alfavärde högre än noll betyder att investeringen har givit en avkastning som överstiger premien för den risk man tagit. »

Priser och utmärkelser

SKAGENS fonder och förvaltare fick utmärkelser för konsistenta prestationer i form av priser och ratings i flera marknadsområden

ORDFÖRKLARING FORTS.

Beta för en aktie eller en portfölj är ett mått som beskriver förhållandet mellan avkastning och finansmarknaden som helhet. En tillgång på ett beta med 0 betyder att kursen på inget sätt korrelerar med marknaden.

Ett positivt betavärde på 1 betyder att tillgången följer marknaden. Ett negativt betavärde visar att en tillångs utveckling går tvärförbi mot marknaden. Om marknaden går upp går tillgångens värde ner och vice versa. Istället för att utgå från marknaden i allmänhet utgår SKAGEN från fondernas jämförelseindex.

R2 används i sammanhang med statistiska modeller som har som mål att förutsäga framtida utveckling med hjälp av annan relaterad information. Det är den delen av variationen i ett dataset som beror på den statistiska modellen. Det innehåller ett mått för hur väl framtida utfall kan förutsägas av modellen. Ett högt värde (nära 100%) anger en hög förklaringsgrad av modellen.

Value at Risk (VaR) är ett vanligt riskmått för risken för förlust i en specifik portfölj av finansiella tillgångar. I detta fall korresponderar det mot hur mycket man kan förlora under en månad med 2,5 procents sannolikhet. Relativt VaR är ett mått för sällsynt underavkastning under en månad.

Relativ vinst/relativ förlust är ett mått på förmågan att uppnå överavkastning i uppgång- respektive nedgångsperioder.

En relativ förlust på 80 procent betyder att fonden har gjort en förlust som motsvarar att fonden varit investerad till 80 procent i index och till 20 procent i riskria räntan.

En relativ förlust på mindre än 100 procent betyder att fonden går ner mindre än marknaden i en cyklisk nedgång. En relativ vinst på mer än 100 procent betyder att fonden presterar än marknaden i en cyklisk uppgång. Om man jämför detta med en fonds standardavvikelse kan dessa mått förklara varför standardavvikelsen är högre eller lägre än jämförelseindexet.

Positiv/negativ indexavvikelse visar positiv eller negativ indexavvikelse per år under den aktuella perioden. Om de positiva avvikelsena är större än de negativa, har fonden uppnått högre avkastning än index. Summan av positiva och negativa avvikelser är ett mått på fondens oberoende av jämförelseindex.

Summan av de numeriska positiva och negativa avvikelserna är ett mått för fondernas oberoende av jämförelseindex.

Antal positiva avvikelser justeras för storleken på avvikelserna. En positiv avvikelse på 2 procent kompenserar två på 1 procent. Detta inkluderar antalet och inte konsistensen. Talet avviker från konsistensen om de de positiva avvikelserna i snitt är större eller mindre än de negativa.

Konsistens visar andel månader med meravkastning. Om antalet månader med meravkastning är 36 av 60 blir konsistensen 60 procent (36/60).

Tabellen till höger är uppdaterad december 2011.
För mer information om de betyg som tilldelats SKAGENS fonder, samt ytterligare information och rapporter, besök SKAGEN Fonders webbplats: www.skagenfonder.se/rating.

På Financial News Awards i Storbritannien blev SKAGEN utsedd till Årets nordiska kapitalförvaltare 2011. I Danmark utsågs SKAGEN till Årets fondförvaltare av Jyllands-Posten och det oberoende undersökningsföretaget Dansk Aktie Analyse. Det var tredje gången som tidningen och Dansk Aktie Analyse rankar SKAGEN som nummer ett, med tidigare vinster även 2009 och 2007. Åren 2010 och 2008 blev SKAGEN rankad som nummer två.

I Nederländerna blev aktiefonden SKAGEN Global vald till den bästa fonden av allmänheten vid prisutdelningen De Gouden Stier i november.

S&P
Kreditvärderingsinstitutet Standard & Poor's (S&P) översyn av aktiefonder sommaren 2011, betonade återigen styrkan och konsekvensen i SKAGENS portföljförvaltningsteam. Trots att de tre fonderna fått olika betyg, har de alla fått minst en av de svåråtgångade A:en.

I sin granskning av tillväxtmarknadsfonden SKAGEN Kon-Tiki, säger S&P att de har fortsatt stor respekt för teamet, och att detta tillsammans med fondens utmärkta långsiktiga resultat, innebär att AAA-rating "lätt bibehålls". Fonden är rankad som nummer 16 av 607 tillväxtmarknadsfonder över hela världen under de senaste fem åren.

Aktiefonden SKAGEN Global har behållit sin AA-rating från S&P. Teamet som förvaltar SKAGEN Global har arbetat tillsammans sedan mars 2010, då Kristian Falnes tog över tyglarna. I sin kommentar till betyget, skriver S&P att "Fondens förändringar under Falnes harskett gradvis och minimalt, vilket speglar konsekvens och

disciplin i investeringsfilosofin och processen". Institutet drar slutsatsen att "Teamet, där alla är generalister, har satt sig ordentligt, de arbetar nära med en effektiv kollegial mentalitet "och de säger att alla i SKAGEN Global" lätt behåller" sin AA-rating.

S&P delade ut en A-rating till aktiefond SKAGEN Vekst drygt ett år efter att Beate Bredesen tog över som ansvarig portföljförvaltare. "Vårt förtroende för (Bredesens) förmåga att handla aktier och konstruera portföljer är tillräckliga för att fonden ska uppnå en ny rating", säger S&P i sin kommentar.

SKAGEN uppskattas av Lipper
Tillsammans vann SKAGEN Global och Skagen Kon-Tiki totalt nio Lipper-priservid de olika ceremonierna som ägde rum runt om i Europa 2011, bland annat i de nordiska länderna, i Nederländerna på den europeiska ceremonin i Luxemburg och i Storbritannien. SKAGEN Global utsågs till bästa globala aktiefonden i alla ovan nämnda regioner för dess prestanda under de senaste tio åren. SKAGEN Kon-Tiki utsågs till bästa tillväxtmarknadsfond för sina prestationer under de senaste fem åren.

Kvantitativa och kvalitativa betyg
SKAGENS fonder har tilldelats både kvantitativa och kvalitativa betyg av inklusive Morningstar, Citywire och Wassum. Kvantitativa betyg baseras på en fonds avkastning i förhållande till dess risk under ett välavgränsat antal år, medan det kvalitativa betyget baseras på en analytikers uppfattning om en fonds relativa investeringsresultat.

FONDRANKING	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus	SKAGEN Krona
Standard & Poor's (AAA = Bästa kvalitativa rating)	A	AA	AAA		
Morningstar Rating (5 = Bästa kvantitativa rating)	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
Morningstar Kvalitativ Rating					
Wassum (5 = Bästa kvantitativa rating)		W W W W W	W W W W W		
Citywire (5 årsperiod) Portföljförvaltar rating (dec. 2009)		Nr. 25 av 507	Nr. 3 av 92		
Lipper Funds Awards		Europe 2011: Bästa fond 10 år Aktiefond globalt	Europe 2011: Bästa fond 5 år aktiefond tillväxtmarknader		

Låga avgifter för aktiefonderna

Aktiefondernas värdeutveckling ledde till låga fondavgifter 2011.

Tyvärr, får vi säga. SKAGEN Fonder är inte nöjda med hur fonderna presterade under året, då två av våra tre aktiefonder gick sämre än sina jämförelseindex. För SKAGEN är det viktigt att fondavgifterna baseras på våra prestationer. När fonderna ger sämre värdeutveckling än index ska det medföra en lägre kostnad. 2011 var ett speciellt år, men som aktiva förvaltare kan vi aldrig skylla på marknaden. Målet för våra aktiva förvaltningsbeslut är att vår portföljsammansättning ska ge bättre riskjusterad avkastning än marknaden. När vi inte når det målet gör SKAGENS avgiftsstruktur att fonderna bara belastas med en låg fast avgift.

Tabellen visar avkastningen från aktiefonderna och deras respektive jämförelseindex samt fondavgifterna för 2011 (som utgår från avkastningen i NOK).

Tabellen visar att SKAGEN Global och SKAGEN Vekst belastades med en avgift på 1 procent, vilket motsvarar den fasta årliga fondsavgiften, medan SKAGEN Kon-Tiki belastades med en avgift på 2,28 procent. SKAGEN Kon-Tiki överträffade sitt jämförelseindex för tionde året i rad sedan starten. Det är vi givetvis nöjda med. Underavkastningen från SKAGEN Vekst är däremot för stor för att motsvara de krav vi ställer på oss själva. Över- eller underavkastningen visar hur mycket mer eller mindre fonderna är värda än om de hade utvecklats precis som jämförelseindexet.

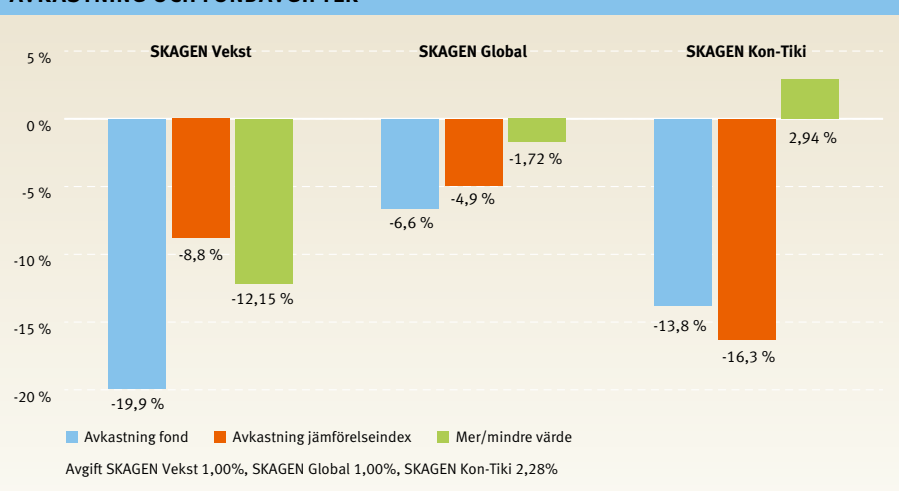
Totalkostnad för SKAGENS fonder

Totalkostnaden är summan av de avgifter en kund får betala för förvaltningen av sina fondandelar. SKAGENS aktiefonder belastas med en fast och en rörlig fondavgift, som tillsammans utgör fondens totalkostnad. Den rörliga avgiften tas ut endast om fonden skapar ett mervärde i förhållande till en given jämförelsenivå. Avgiften beräknas dagligen och ingår i det fastställda andelsvärdet.

Sambandet mellan prestation och avgift

SKAGENS avgifter är direkt kopplade till prestation. Här beskrivs hur sambandet mellan avkastning och avgift ser ut för våra olika aktiefonder.

AVKASTNING OCH FONDAVGIFTER



SKAGEN Vekst

SKAGEN Vekst belastas med en årlig fast avgift på 1,0 procent och en rörlig avgift på 10 procent av den avkastning som överstiger 6 procent per år. Den rörliga avgiften beräknas således utifrån en absolut modell, och hur fonden presterar i förhållande till sitt jämförelseindex påverkar inte avgiften på kort sikt. Fördelen är att den rörliga avgiften tas ut endast när fondens avkastning är positiv (över 6 procent). Nackdelen är att en rörlig avgift kan tas ut även om fonden ger sämre avkastning än dess jämförelseindex (marknaden). Våra beräkningar visar att modellen på lång sikt ger en avgift som motsvarar 1,8 procent per år om fonden utvecklas i linje med jämförelseindexet.

Fondens värdeutveckling mäts mot ett jämförelseindex som utgörs till lika delar av Oslo Børs Hovedindeks (OSEBX) och världsindexet MSCI AC Net Return, vilka rebalanseras fortlöpande. Under 2011 föll SKAGEN Vekst 19,9 procent efter avgifter, mätt i NOK. Fondavgiften blev således 1,00 procent.

SKAGEN Global

Den fasta årliga avgiften är 1 procent. Den rörliga avgiften för SKAGEN Global beräknas utifrån en relativ modell. Det innebär att fonden

belastas med en rörlig avgift om avkastningen blir högre än jämförelseindexets. Det betyder också att en rörlig avgift kan tas ut även om avkastningen är negativ. Den rörliga avgiften uppgår till 10 procent av den överavkastning som uppnås jämfört med fondens jämförelseindex, världsindexet MSCI ACWI Net Return. I och med att fondens värdeutveckling blev 1,7 procent sämre än indexets, blev avgiften för 2011 den fasta avgiften på 1,00 procent.

SKAGEN Kon-Tiki

SKAGEN Kon-Tiki har precis som SKAGEN Global en rörlig avgift som beräknas utifrån en relativ modell. Fonden belastas med en rörlig avgift på 10 procent av överavkastningen i förhållande till jämförelseindexet. Den rörliga avgiften för SKAGEN Kon-Tiki kan bli negativ. Det innebär att fonden kan erhålla rörlig fondavgift från SKAGENAS om fonden ger sämre avkastning än jämförelseindexet. Den fasta avgiften är 2 procent och den rörliga är mellan -1 och 2 procent. De övre och undre gränserna för fondens totalkostnad är således 4,0 respektive 1,0 procent.

Fondens överavkastning på 2,9 procentenhet gav en totalkostnad på 2,28 procent. Detta var tionde året i rad som fonden hade en bättre värdeutveckling än jämförelseindexet.



Hjemvendende fiskere. Skagen. 1879.
Av Frits Thaulow, en av Skagenmålarna.
Bildens tillhör Skagens Museum.

ÄGARSTRUKTUR

SKAGEN AS ägs av:	
T.D. Veen AS	26,23%
Solbakken AS	18,79%
MCM Westbø AS	10,04%
Månebakken AS	7,44%
Åge Westbø AS	7,44%
Harald Espedal AS	8,48%
Kristian Falnes AS	8,48%
Andra nyckelpersoner	13,10%

Valberedningen består av:
Sigve Erland (ordförande), Martin Petersson och Mette Lundh Håkestad.
Deras uppgift är att föreslå kandidater till andelsägarvalda styrelseledamöter.

Styrelsens och nyckelpersoners andelar i fonderna		
Namn	Antalandelar	Funktion
Martin Gjelsvik	10710	Styrelseordförande och ägare
Tor Dagfinn Veen	698924	Styrelseledamot och ägare
Barbro Johansson	252	Styrelseledamot, aktieägarvald
Yuhong Jin Hermansen	297468	Styrelseledamot, andelsägarvald
Per Gustav Blom	303	Styrelseledamot, andelsägarvald
Jesper Rangvid	0	Suppleant
Anne Sophie K. Stensrud	1 455	Suppleant och ägare
Lars-Erik Forsgårdh	100	Suppleant, andelsägarvald
Harald Espedal	402820	Verkställande direktör och ägare
Kristian Falnes	1 297 614	Portföljförvaltare och ägare
J. Kristoffer C. Stensrud	2 881 858	Portföljförvaltare och ägare
Åge K. Westbø	1 294 215	Vice verkställande direktör och ägare

Ett oroligt år

2011 präglades av dramatiska händelser: osäkerhet i världsekonomin, naturkatastrofer, politiska omvälvningar i Nordafrika, kärnkraftshaveriet på Fukushima-1 i Japan och skuldkrisen i Europa. Finansmarknaderna påverkades kraftigt av det skiftande makroekonomiska läget

Alla siffror i texten är uttryckta i norska kronor inklusive avkastningssiffror, om inget annat anges.

Sällan har vi sett att utvecklingen för enskilda aktier bestämts av makroekonomiska faktorer i lika hög grad som under 2011. Därmed hamnade utvecklingen i de enskilda företagen – det som är centralt i SKAGENS investeringsfilosofi – i skymundan under året. Men vi anser att det på sikt ändå blir företagens värdeskapande som avgör deras kursutveckling.

Året blev en utmaning också för SKAGENS fonder, även om flera av SKAGENS räntefonder gav positiv avkastning. Styrelsen är tacksam för det förtroende som kunderna visat oss också i år genom att tillföra 601 miljoner norska kronor netto till SKAGENS fonder.

Vad hände under 2011?

Globalt sett klarade sig aktiemarknaderna ganska bra under årets första kvartal, trots den tragiska jordbävningen i Japan och oron i Nordafrika. Tillväxtmarknaderna hade ett rekordstort tillflöde av kapital under 2010, men högre råvarupriser och tilltagande oro för inflation i de berörda länderna gjorde att kapitalströmmarna vände under 2011. En stor del av kapitalet letade sig i stället tillbaka till de mogna marknaderna.

Under årets andra och tredje kvartal blev utvecklingen i världsekonomin svagare än de flesta hade räknat med. Skuldkrisen i Grekland blossade upp igen och eldade på oron över skuldsättningen i Europa. Oron och därmed volatiliteten på marknaden var högre än vanligt på grund av åtstramningar i Kina, höga råvarupriser, stigande inflation och beslut om att den penningpolitiska stimulansen i USA skulle upphöra. Dessutom tillkom de amerikanska budgetproblemen och statsskulden som slog i taket.

Men även om året bjöd på en rad dramatiska händelser var det skuldkrisen i Europa som påverkade finansmarknaderna mest under 2011. Det var inte bara aktiemarknaderna som drabbades av turbulensen, utan även statsobligationer fick känna på oron. Såväl kreditrisken som ränterisken på obligationsmarknaden var betydande, och obligationsräntorna svängde i takt med de globala investerarnas humör. Under hösten intensifierades arbetet med att hitta en lösning för de skuldtyngda euroländerna, och i början av december hade 26 av de 27 EU-län-

derna enats om ett nytt ramverk för strängare budgetdisciplin i euroområdet. Det finns dock en rad osäkra faktorer som måste få en lösning innan man kan påstå att euroländerna har lämnat krisen bakom sig.

Några ljusglimtar finns trots allt på finansmarknaderna. De amerikanska och tyska nyckeltalen är positiva och det kan bidra till att vi får se positiva överraskningar nästa år. På flera tillväxtmarknader har den tidigare inflationsoron nu ersatts av oro för svagare tillväxt och beslutsfattarna i vissa tillväxtländer har därför aktivt börjat använda räntan som styrmedel. Men exempelvis Indien dras fortfarande med inflationsproblem och osäkerheten kring det kinesiska bankväsendet och den politiska situationen i Ryssland är andra orosmoment. Även dessa faktorer kommer att påverka finansmarknaderna under det kommande året, liksom de ännu olösta problemen med euroländernas och den europeiska banksektorns skulder.

SKAGEN har under det gångna året genomfört organisationsförändringar och anställt nya medarbetare på portföljavdelningen. Kristian Falnes ville ägna sig åt sin uppgift som portföljförvaltare för SKAGEN Global på heltid. Därför tog Harald Espedal över rollen som investeringsdirektör från den 1 oktober, utöver sin befattning som verkställande direktör för SKAGEN. SKAGEN Veksts förvaltarteam förstärktes med Ole Sjøberg, som började den 1 maj, och med Geir Tjetland, som tillträder sin tjänst i januari 2012. I takt med att SKAGEN Kon-Tiki har vuxit på senare år har även behovet av kompetens och resurser ökat. Portföljförvaltare Ross Porter flyttade därför från SKAGEN Vekst till SKAGEN Kon-Tiki.

Vad kan vi vänta oss 2012?

Såsom redan konstaterats blev 2011 inget bra år för värdeinriktade förvaltare som SKAGEN, eftersom såväl börserna som de flesta andra finansmarknader styrdes av makroekonomiska händelser och nyckeltal. För tillväxtmarknaderna beror utvecklingen framöver i hög grad på i vilken utsträckning de lyckas hålla inflationen nere med hjälp av räntorna. Risken för svagare ekonomisk tillväxt till följd av minskad efterfrågan från väst och klen inhemsk efterfrågan

blir också avgörande. På de utvecklade marknaderna är det även fortsättningsvis mycket som kommer att vara beroende av skuldkrisen i Europa. Europeiska centralbankens insatser, exempelvis de stora lånen till europeiska banker som bland annat kan användas till köp av statsobligationer, är ett steg i rätt riktning. Andelskursen i SKAGENS aktiefonder ligger på samma nivåer som under finanskrisen, och riskpremierna på aktier är höga både i absoluta tal och jämfört med obligationer. När den makroekonomiska oron avtar något bör aktiekurserna åter börja spegla det underliggande värdet i företagen. Utvecklingen för räntefonder – och i synnerhet obligationsfonder – styrs i hög grad av makroekonomiska skeenden och här är det möjligt att vi får se minskade ränteskillnader mellan tillväxtmarknader och mogna marknader.

Förvaltningskapital

Det förvaltade kapitalet minskade under 2011 med 11,5 miljarder norska kronor, från 110,3 miljarder till 98,8 miljarder. Trots turbulensen på marknaderna noterade fonderna dock ett nettoutflöde på 601 miljoner norska kronor.

SKAGEN behåller sin position som Norges största aktiefondförvaltare, trots att fonderna noterade nettoutflöden på den norska marknaden under året. Även i Sverige noterades nettoutflöden, medan Danmark och övriga marknader bidrog till att SKAGENS fonder totalt sett fick nettoutflöden under 2011.

Bortsett från Norge och Sverige har SKAGEN en tillfredsställande ökning på sina marknader. Det största bidraget under 2011 kom från nyteckningen av andelar i Nederländerna. Nettoutflödet i Sverige berodde på att många andelar såldes via premiepensionssystemet (PPM). SKAGEN uppmärksammade under 2011 svenska myndigheter på att de massfondbyten som en del svenska rådgivningsföretag gjorde åt sina PPM-kunder kunde påverka fondernas avkastning negativt. Styrelsen gläder sig åt att kunna konstatera att svenska myndigheter har infört restriktioner som från och med den 1 december 2011 ska förhindra dessa massbyten. Försäljningen av andelar i SKAGENS fonder via PPM under 2011 berodde i första



Martin Gjelsvik
Styrelseordförande och ägare



Tor Dagfinn Veen
Styrelseledamot och ägare



Barbro Johansson
Styrelseledamot, ägarvald



Yuhong Jin Hermansen
Styrelseledamot, andelsägarvald

hand på de anpassningar som rådgivningsfirmorna gjorde till de nya bestämmelserna. I övrigt var tillväxten i Sverige hygglig.

Räntefonderna noterade ett nettointflöde på 361 miljoner norska kronor, med undantag för distributionen genom norska banker sågs ett nettointflöde på samtliga marknader.

Försäljningen av andelar var inte anmärkningsvärt stort i vare sig aktiefonderna eller räntefonderna under året.

Fondernas avkastning

2011 blev ett svagt år för flera av SKAGENs fonder, sett till såväl absolut som relativ avkastning.

SKAGEN Kon-Tiki gav en tillfredsställande relativ avkastning, även om den absoluta avkastningen blev negativ. Fonden slutade året ned 13,8 procent, medan tillväxtmarknadsindexet föll 16,3 procent. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan starten är 17,8 procent.

SKAGEN Global slutade ned 6,6 procent, medan världsindeket föll 4,9 procent under året. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan starten är 15,1 procent.

SKAGEN Vekst slutade året ned 19,9 procent, medan dess jämförelseindex föll 8,8 procent. Fondens satsning på attraktivt värderade små och medelstora företag på Oslobörsen gav ingen utdelning och flera av de bolag i övriga världen som tidigare bidragit till avkastningen levde inte heller upp till förväntningarna. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan starten är 14,6 procent.

SKAGEN Tellus hade en svag utveckling under 2011, både i absoluta och relativa tal. Fonden lyckades tyvärr inte ta del av de möjligheter som uppstod i de långa räntorna under året. Fonden är ned 0,7 procent i euro, medan jämförelseindexet steg 7,8 procent under året.

SKAGEN Avkastning gav en avkastning på 2,7 procent, mot jämförelseindexets 6,1 procent.

SKAGEN Høyrente gav 3,2 procents avkastning, medan 3-månaders Nibor låg på 2,9 procent under året och jämförelseindexet steg 2,7 procent. SKAGEN Høyrente Institusjon gav 3,3 procents avkastning, medan jämförelseindexet steg 2,4 procent.

SKAGEN Krona gav en avkastning på 2,7 procent i svenska kronor 2011, mot jämförelseindexets 1,6 procent.

Ändringar i regelverket för SKAGENs verksamhet

I Norge träder en ny lag om värdepappersfonder med tillhörande tillämpningsföreskrifter i kraft den 1 januari 2012, medan kraven på faktablad med basfakta för investerare börjar gälla den 1 juli 2012. Den nya lagen bygger delvis vidare på tidigare lagstiftning men innebär också förändringar.

Bakgrunden till förändringarna är det så kallade UCITS IV-direktivet (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities). Många av bestämmelserna i UCITS IV känns igen från tidigare direktiv, men några nya bestämmelser har tillkommit, bland annat för att effektivisera förvaltningen av värdepappersfonder och öka flexibiliteten i hur de får organiseras och förvaltas. I gengäld införs strängare krav på oberoende kontroll av förvaltningsföretagens verksamhet. Avsikten med förändringarna är att stärka den europeiska fondsektorns konkurrensförmåga och förbättra fondspararnas valmöjligheter och tillgång till information om fonderna. Den nya lagen innebär också förändringar som inte följer direkt av direktivet men som införs för att förbättra den norska fondindustrins ramvillkor och göra regelverket mer överskådligt.

SKAGEN har deltagit aktivt i lagstiftningsprocessen och arbetar med att genomföra de nya bestämmelserna i verksamheten. Detta ska vara klart i början av 2012. I augusti införde SKAGEN det nya faktabladet Key Investor Information Document (KIID) för alla sina fonder. KIID är ett resultat av nya EU-regler för basfakta till investerare. Syftet med faktabladet är att upplysningar om fonder och fondtyper ska presenteras på ett standardiserat sätt oberoende av förvaltningsföretag, så att investerare kan göra direkta jämförelser mellan fonder från olika förvaltningsföretag. KIID är ett tvåsidigt faktablad som kortfattat redogör för fondens inriktning, mål och investeringsfilosofi samt tidigare resultat och avgifter. Faktabladet ska ersätta det förenklade prospektet när de nya bestämmelserna träder i kraft den 1 juli 2012.

Nya möjligheter för kunderna

SKAGEN ska ge kunderna bästa möjliga service, uppföljning och kommunikation, och vill erbjuda en nyskapande kundservice och kommunikation som skiljer sig från mängden.

I somras lanserade SKAGEN en ny, förbättrad webbplats. Bland förbättringarna märks en tydligare översikt över fondkurserna, möjligheten till direkt dialog med SKAGENs rådgivare via webbchatten och en förbättrad nyhetstjänst där det går att kommunicera direkt med SKAGENs medarbetare. Vi har fått positiva reaktioner på chatten och fortsätter med de webbaserade mötena med förvaltarna 2012.

Dessutom har SKAGEN infört en ny rapporteringsplattform, "Min sida", där andelsägarna får skräddarsydd information med rapporter och analyser av sina innehav i SKAGENs fonder.

För att stärka sin närvaro i Nederländerna och kunna ta hand om den ökade kundvolymen öppnade SKAGEN ett kontor i Amsterdam under hösten 2011. SKAGEN ansökte även om marknadsföringstillstånd i Schweiz för att kunna möta ett ökat intresse och ökad efterfrågan från schweiziska kunder. Ansökan beviljades i slutet av februari.

Aktivitetsnivån har varit hög även i övriga länder där SKAGEN marknadsför sina fonder. På kontoren i Norge, Sverige och Danmark har det ordnats inspirationsträffar, lunchmöten och temamöten med god uppslutning. I Storbritannien har SKAGEN huvudsakligen institutionella kunder. Dessa har ofta en rad lagstadgade krav att ta hänsyn till i sin förvaltning, och de anställda på Londonkontoret har ägnat mycket tid åt att gå igenom SKAGENs investeringsfilosofi, riskhantering och internkontroll med kunderna och deras rådgivare. SKAGEN arbetar också aktivt för att se till att fondernas distributörer i olika länder ska ha tillräckliga kunskaper om SKAGENs fonder och att kunderna ska få rätt upplevelse av SKAGEN även om de köper sina andelar genom distributörer.

Varje år genomför SKAGEN en kundenkät i Norge och Sverige – de länder där vi har flest privatkunder – för att se om företaget når upp till målet om bästa möjliga service och uppföljning. Enkäten från 2011 visar att kunderna fortfarande är nöjda med SKAGEN.

SKAGENs medarbetare

Vid utgången av 2011 har SKAGEN 167 medarbetare fördelade på sex kontor i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo och Tønsberg), två kontor i Sverige (Stockholm och Göteborg), ett kontor i Danmark (Köpenhamn),



Lars-Erik Forsgårdh
Styrelseledamot, andelsägarvald



Per Gustav Blom
Suppleant, andelsägarvald



Jesper Rangvid
Suppleant, ägarvald



Anne Sophie K. Stensrud
Suppleant, ägare

ett i Storbritannien (London) och ett i Nederländerna (Amsterdam). SKAGENS fonder marknadsförs dessutom i Finland, Schweiz, Luxemburg och på Island.

Under sina 17 verksamhetsår har SKAGEN vinnlagt sig om att tillämpa en incitaments- och ägarmodell som främjar långsiktigt tänkande och ett hållbart risktagande. Förvaltningsbolagets vinst fluktuerar kraftigt i takt med finansmarknaderna och det har varit nödvändigt att ha en låg fast kostnadsbas för att kunna hålla organisationen intakt under sämre tider. Det synsättet är i linje med målsättningarna i den norska föreskriften om ersättning inom finansiella institutioner som trädde i kraft den 1 januari 2011. SKAGEN har anpassat sin ersättningsmodell för att uppfylla alla krav i föreskriften. För att kunna rekrytera och behålla de bästa medarbetarna på en global marknad måste SKAGEN emellertid ha möjlighet att betala rörlig ersättning när företaget gör bra resultat.

SKAGENS ersättningsmodell ska sporra medarbetarna att samarbeta för att skapa högsta möjliga riskjusterade avkastning åt kunderna. Modellen ska stimulera till samarbete mellan alla avdelningar för att kundens upplevelse av SKAGEN ska bli så bra som möjligt, även i fråga om service, kunlig uppföljning och kommunikation. Medarbetarnas ersättning är aldrig direkt baserad på antalet tecknade andelar. På så vis kan företaget undvika osund intern konkurrens och säljpress liksom andra problem som kan uppstå med sådana ersättningsmodeller, såsom det dåliga utnyttjande av medarbetarnas resurser som blir följden om dessa ogärna delar med sig av sin egen kompetens.

Medarbetarnas kunskaper och kompetensutveckling är avgörande för SKAGEN och våra kunder. Vid utgången av 2011 var nästan alla SKAGENS kundrådgivare auktoriserade finansiella rådgivare. För att bli auktoriserad krävs omfattande teoretiska och praktiska kunskaper. Dessa testas i prov som bedöms av en oberoende kommitté och som alla medarbetare med kundansvar får delta i. I Sverige infördes auktorisationen redan 2005 och alla våra svenska rådgivare är auktoriserade.

SKAGEN rekryterar medarbetare med olika bakgrund och strävar efter att uppnå en jämn könsfördelning. Vid utgången av året hade företaget 59 kvinnor och 108 män anställda. Likabehandling av könen tillämpas i fråga om arbetsvillkor och lön. Sjukfrånvaron inom SKAGEN var 1,5 procent under 2011.

Styrelsen vill tacka alla medarbetare för en god arbetsinsats under 2011. Medarbetarnas kompetens och inställning är avgörande för SKAGENS resultat.

Organisation

SKAGENS fonder drivs av förvaltningsbolaget SKAGEN AS, som är underställt den norska tillsynsmyndigheten Finanstilsynet. SKAGENS förvaringsinstitut är Handelsbanken och SKAGENS andelsägarregister förs av Verdipapirsentralen (VPS).

Finansiell risk

Det finns ingen finansiell risk i fonderna, eftersom dessa inte har några andra skulder än de kortsiktiga skulder som uppstår i samband med värdepappershandeln.

Marknadsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk

Risken i fonder är ett resultat av marknadsutveckling, växelkursförändringar, räntor, konjunktursvängningar och företagsspecifika faktorer. Under 2011 låg risken inom ramen för förväntningarna.

Utöver de krav som ställs i lagstiftningen har SKAGEN också interna krav på sektorspridning och på likviditeten i de värdepapper som fonderna investerar i. Dessa krav har varit uppfyllda under året. SKAGEN har även utarbetat interna rutiner för att minska risken för misstag som kan påverka fonderna. Fördelningen av aktieportföljernas investeringar är ett resultat av SKAGENS investeringsfilosofi, som ställer krav på företagets värdering, produkt- och marknadsmatris och skuldsättning samt på värdepapprets likviditet. Räntefondernas investeringar beslutas utifrån en bedömning av enskilda utgivares kreditvärdighet och det allmänna ekonomiska läget i det land där utgivaren finns.

Styrelsen bekräftar att förutsättning finns för fortsatt drift av förvaltningsbolaget.

Investeringsfilosofi

SKAGEN håller fast vid sin investeringsfilosofi och affärsidé. SKAGEN tror att det bästa sättet att skapa överavkastning åt kunderna – nu som förr – är att ha en aktiv investeringsfilosofi där portföljförvaltarna letar efter impopulära, underanalyserade och undervärderade bolag. Samma princip gäller för förvaltarna av SKAGENS räntefonder: Fonderna ska förvaltas aktivt utifrån egna analyser av marknaden, utgivarna och de enskilda värdepappren.

FÖRSLAG PÅ DISPOSITION AV FONDERNAS ÅRSRESULTAT:

RESULTATRÄKNING 2011	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HÖYRENTE	SKAGEN HÖYRENTE INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA SEK
ÅRSRESULTAT (I TUSENTAL NOK)	-1 972 527	-2 466 614	-6 693 488	33 669	123 550	50 503	-17 713	7 979
som disponeras								
Överfört till/från reserver	-1 972 527	-2 466 614	-6 693 488	33 669	-9 553	-4 670	-17 713	-1 520
Avsatt till utdelning till andelsägarna	–	–	–	–	133 102	55 173	–	–
Netto utdelning till andelsägarna under året	–	–	–	–	–	–	–	9 499
SUMMA	-1 972 527	-2 466 614	-6 693 488	33 669	123 550	50 503	-17 713	7 979

Stavanger 26. januar 2012

Martin Gjelsvik

Tor Dagfinn Veen

Lars-Erik Forsgårdh

Yuhong Jin Hermansen

Barbro Johansson

Anne S.K. Stensrud

Jesper Rangvid

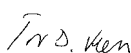
Per Gustav Blom

Årsbokslut 2011

RESULTATRÄKNING		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN Avkastning		
(i hela tusental NOK)		Noter	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
Portföljintäkter och -kostnader										
Ränteintäkter/-kostnader			2 968	19 676	10 718	-5 483	3 095	29 514	47 929	54 448
Aktieutdelningar			229 888	209 061	865 689	770 817	1 186 069	1 006 273	-	-
Vinst/förlust vid försäljning			599 268	961 828	1 878 281	2 747 124	1 939 949	2 683 201	-10 206	18 172
Förändring realiserade kursvinster/-förluster	8		-2 714 579	433 968	-4 789 248	1 753 853	-8 678 665	4 884 616	-8 818	-9 778
Garantiprovision			935	1 395	-	-	-	1 714	-	-
Courtage			-5 529	-9 043	-41 368	-39 943	-48 264	-38 889	-15	-20
Agio/disagio			15 037	-46 902	29 323	-142 965	20 414	-211 709	11 421	-11 623
PORTFÖLJRESULTAT			-1 872 011	1 569 983	-2 046 605	5 083 402	-5 577 402	8 354 719	40 311	51 199
Förvaltningsintäkter och kostnader										
Förvaltningsavgifter, fasta	9		-88 680	-99 718	-328 727	-304 296	-877 109	-784 077	-6 493	-8 268
Förvaltningsavgifter, rörliga	9		-	-90 545	-	-93 914	-123 697	-53 506	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT			-88 680	-190 263	-328 727	-398 210	-1 000 806	-837 583	-6 493	-8 268
RESULTAT FÖRE SKATT			-1 960 691	1 379 720	-2 375 332	4 685 192	-6 578 208	7 517 136	33 818	42 931
Disposition av årets resultat										
Överfört till/från reserver	10		-1 972 527	1 367 188	-2 466 614	4 597 708	-6 693 488	7 412 567	33 669	42 931
Avsatt för utdelning till andelsägare	10		-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoutdelning till andelsägare under året	10		-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA			-1 972 527	1 367 188	-2 466 614	4 597 708	-6 693 488	7 412 567	33 669	42 931
BALANSRÄKNING										
			12/31/2011	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2010
Tillgångar										
Norska värdepapper till inköpspris	3,8		4 105 295	4 297 675	834 454	747 871	1 534 084	1 583 183	810 238	1 196 715
Utländska värdepapper till inköpspris	3,8		3 397 189	3 352 926	29 672 148	25 904 844	35 051 221	31 442 804	256 987	176 497
Realiserade kursvinster/förluster	8		-253 078	2 461 501	180 596	4 969 845	3 067 222	11 745 887	-8 083	735
Intjänade räntor värdepapper	8		857	2 029	-	2 117	-	-	8 221	8 531
SUMMA VÄRDEPAPPERTILLFÖLJ			7 250 263	10 114 131	30 687 198	31 624 678	39 652 527	44 771 874	1 067 363	1 382 477
Tillgodohavande, aktieutdelningar			14 021	22 885	152 460	159 259	148 611	161 462	-	-
Intjänade räntor bank			-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER			14 021	22 885	152 460	159 259	148 611	161 462	-	-
Tillgodohavande från mäklare			1 244	37 596	369	37 744	5 701	33 377	-	-
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget			2	-	2	1	7	1	-	-
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar			3 159	2 705	23 590	35 979	2 570	2 525	-	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR			4 405	40 302	23 961	73 724	8 277	35 903	-	-
Banktillgodohavanden			85 091	208 509	710 937	605 061	1 350 158	2 866 849	89 938	239 663
SUMMA TILLGÅNGAR			7 353 780	10 385 827	31 574 557	32 462 721	41 159 574	47 836 087	1 157 301	1 622 141
Eget kapital										
Andelsägarkapital, nominellt värde	10		624 396	697 727	4 148 123	3 964 232	8 268 739	8 258 941	874 664	1 220 421
Överkurs	10		-845 214	-3 061	17 496 070	15 928 441	21 034 537	20 824 090	303 416	405 729
TILLSKJUTET EGET KAPITAL			-220 818	694 666	21 644 193	19 892 673	29 303 275	29 083 030	1 178 080	1 626 149
Reserver	10		7 544 815	9 517 342	9 809 605	12 276 219	11 378 644	18 072 132	-23 261	-56 930
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar			-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUMMA EGET KAPITAL			7 323 997	10 212 007	31 453 798	32 168 892	40 681 919	47 155 162	1 154 337	1 568 737
Skulder										
Skulder till mäklare			6 467	55 881	7 789	74 121	118 077	362 634	-	51 291
Skulder till förvaltningsbolaget			18 305	115 264	78 034	171 984	321 669	281 902	1 571	2 129
Övriga skulder			5 011	2 674	34 935	47 725	37 908	36 390	1 394	-16
SUMMA ÖVRIGA SKULDER			29 783	173 819	120 758	293 829	477 655	680 926	2 965	53 404
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL			7 353 780	10 385 827	31 574 557	32 462 721	41 159 574	47 836 087	1 157 301	1 622 141

Stavanger 26 januari 2012
Styrelsen för SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen


Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Per Gustav Blom

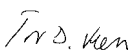
RESULTATRÄKNING		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona *		
(i hela tusental NOK)		Noter	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
Portföljintäkter och -kostnader										
Ränteintäkter/-kostnader			138 839	116 395	54 374	50 573	12 205	24 847	8 532	3 268
Aktieutdelningar			–	–	–	–	–	–	–	–
Vinst/förlust vid försäljning			337	1 049	-628	2 511	-30 714	20 422	–	–
Förändring realiserade kursvinster/-förluster	8		-5 563	-720	-815	-4 424	7 492	-539	93	-357
Garantiprovision			–	–	–	–	–	–	–	–
Courtage			-139	-158	-86	-109	-31	-70	-63	-45
Agio/disagio			–	–	–	–	-740	-3 580	–	–
PORTFÖLJRESULTAT			133 473	116 567	52 845	48 550	-11 788	41 081	8 563	2 865
Förvaltningsintäkter och kostnader										
Förvaltningsavgifter, fasta	9		-9 924	-9 926	-2 342	-2 519	-5 636	-5 009	-584	-564
Förvaltningsavgifter, rörliga	9		–	–	–	–	–	–	–	–
FÖRVALTNINGSRESULTAT			-9 924	-9 926	-2 342	-2 519	-5 636	-5 009	-584	-564
RESULTAT FÖRE SKATT			123 550	106 641	50 503	46 031	-17 424	36 071	7 979	2 301
Skattekostnad	4		–	–	–	–	-290	-127	–	–
ÅRETS RESULTAT			123 550	106 641	50 503	46 031	-17 713	35 944	7 979	2 301
Disposition av årets resultat										
Överfört till/från reserver	10		-9 553	8 759	-4 670	1 068	-17 713	-17 147	-1 520	-1 089
Avsatt för utdelning till andelsägare	10		133 102	97 882	55 173	44 963	–	53 091	–	–
Nettoutdelning till andelsägare under året	10		–	–	–	–	–	–	9 499	3 390
SUMMA			123 550	106 641	50 503	46 031	-17 713	35 944	7 979	2 301

BALANSRÄKNING		12/31/2011	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2010	12/31/2011	12/31/2010
Tillgångar									
Norska värdepapper till inköpspris	3,8	3 340 674	2 612 373	1 286 629	1 016 802	29 393	–	–	–
Utländska värdepapper till inköpspris	3,8	–	–	–	–	468 383	634 138	396 565	205 605
Realiserade kursvinster/förluster	8	-5 121	443	-1 031	-216	6 682	-809	-174	-268
Intjänade räntor värdepapper	8	19 787	14 635	7 631	7 179	6 086	10 806	1 835	1 210
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ		3 355 340	2 627 450	1 293 229	1 023 765	510 544	644 134	398 226	206 547
Tillgodohavande, aktieutdelningar		–	–	–	–	–	–	–	–
Intjänade räntor bank		–	–	–	–	–	–	–	–
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER		–	–	–	–	–	–	–	–
Tillgodohavande från mäklare		–	–	–	–	–	–	10 042	–
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget		–	–	–	–	1	–	–	–
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar		–	–	–	–	893	363	–	–
SUMMA ANDRA FORDRINGAR		–	–	–	–	894	363	10 042	–
Banktillgodohavanden		832 701	893 531	425 173	495 143	24 278	142 706	6 191	7 548
SUMMA TILLGÅNGAR		4 188 041	3 520 981	1 718 402	1 518 908	535 716	787 203	414 459	214 095
Eget kapital									
Andelsägarkapital, nominellt värde	10	4 019 037	3 389 023	1 666 756	1 476 567	508 973	688 798	390 066	212 774
Överkurs	10	37 727	31 153	-3 256	-2 908	48 907	49 582	1 891	1 021
TILLSKJUTET EGET KAPITAL		4 056 764	3 420 175	1 663 500	1 473 658	557 880	738 381	391 957	213 795
Reserver	10	-5 251	-69	-1 172	-542	-23 942	-6 250	1 035	-137
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar		133 570	98 273	55 411	45 201	-41	53 074	–	–
SUMMA EGET KAPITAL		4 185 083	3 518 379	1 717 740	1 518 318	533 897	785 205	392 991	213 658
Skulder									
Skulder till mäklare		–	–	–	–	–	–	9 915	–
Skulder till förvaltningsbolaget		2 712	2 351	662	590	1 228	1 620	203	129
Övriga skulder		246	251	–	–	591	378	11 350	308
SUMMA ÖVRIGA SKULDER		2 958	2 602	662	590	1 819	1 998	21 468	437
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL		4 188 041	3 520 981	1 718 402	1 518 908	535 716	787 203	414 459	214 095

* anggett i hela tusental SEK

Stavanger 26 januari 2012
Styrelsen för SKAGEN AS


Martin Gjelsvik


Tor Dagfinn Veen


Lars-Erik Forsgårdh


Yuhong Jin Hermansen


Barbro Johansson


Anne S.K. Stensrud


Jesper Rangvid


Per Gustav Blom

Generella noter 2011

NOT 1: REDOVISNINGSPRINCIPER

Alla tal uppges i hela tusental om inget annat anges.

Finansiella instrument:
Samtliga finansiella instrument, som aktier, obligationer och certifikat, värderas till verkligt värde (marknadsvärde).

Fastställande av verkligt värde:
Värdepapper är värderade till marknadskurser per den 30 december 2011. Obligationer och certifikat, för vilka det inte existerar market maker-kurser, värderas enligt gällande yieldkurva. Onoterade aktier är värderade efter senaste aktiekurs, värderingar utförda av mäklare och interna värderingar.

Valutakurser:
Värdepapper och banktillgodohavanden/-underskott i utländsk valuta är värderade till gällande valutakurs vid tidpunkten för fastställd kurs per den 30 december 2011.

Behandling av transaktionskostnader:
Transaktionskostnader i form av courtage till mäklare kostnadsförs vid tidpunkten för transaktionen.

Avsatt för utdelning till andelsägare:
Alla utdelningar till andelsägare av räntefonder behandlas som vinstsdisponering i enlighet med anvisning om årsboksut för värdepappersfonder. Utdelning från räntefonder bokförs så att återinvesteringar behandlas som nya fondandelar under räkenskapsåret.

Justering av anskaffningskostnad:
För aktiefonderna används det genomsnittliga anskaffningsvärdet för att fastställa realiserade kursvinster/-förluster vid försäljning av aktier. För räntefonderna används FIFO-principen vid beräkning av realiserade kursvinster/-förluster vid försäljning.

NOT 2: FINANSIELLA DERIVAT
Fonderna har inte använt finansiella derivat under året.

NOT 3: FINANSIELL MARKNADSRISK
Balansräkningarna i fondernas årsboksut speglar fondernas marknadsvärde den sista börsdagen för året, uttryckt i norska kronor. Aktiefonderna är genom investeringar i norska och utländska verksamheter exponerade för aktiekurs- och valutarisker. Räntefonderna är exponerade för ränterisk, kreditrisk och valutarisk i de fall fonderna investerar i annan valuta än norska kronor, NOK.

NOT 4: SKATTEBERÄKNING

Aktiefonder:
Aktiefonder är i utgångspunkten undantagna för skattepliktiga vinster och har inte frändragsrätt för förlust vid realisation av aktier.
Vidare är utdelningar mottagna från företag innanför EES redan från början skattebefriade. 3 % av förverkligade vinster från företag skattemässigt hemmahörande innanför EES och utdelningar emottagna från motsvarande företag behandlas emellertid som skattepliktiga.
Utdelningar emottagna från företag utanför EES är skattepliktiga. Fonder kan dessutom belastas källskatt på utdelningar emottagna från alla utländska företag.
Faktisk skattekostnad för år 2011 och 2010 relateras till källskatt på utländsk utdelning.

Räntefonder:
Räntefonder är skattepliktiga med 28 % av netto förverkligade kursvinster på räntebärande värdepapper, intjänade periodiserade ränteintäkter, valutavinst/förlust, minus avdragsberättigade kostnader vilket bland annat omfattar förvaltningsarvodet. Skattepliktigt resultat delas ut i praktiken till andelsägarna så att fonden inte kommer i skattaposition.

NOT 5: DEPÅKOSTNADER
Fonderna belastas inte med depåkostnader, med undantag för transaktionsdrivna depåkostnader.

NOT 6: OMSÄTTNINGSHASTIGHET
Omsättningshastigheten är ett mått på handelsvolymens storlek, justerad för teckning och inlösen av andelar. Omsättningshastigheten beräknas som lägsta summa av respektive samlade köp och samlade försäljningar av värdepapper i portföljen, under året dividerat på genomsnittligt förvaltad kapital under året.

Fondernas omsättningshastighet för 2011 var:	
SKAGEN Vekst	23 %
SKAGEN Global	33 %
SKAGEN Kon Tiki	22 %
SKAGEN Avkastning	85 %
SKAGEN Høyrente	89 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	92 %
SKAGEN Tellus	723 %
SKAGEN Krona	418 %

NOT 7: KÖPAVGIFTER
Inga köp- eller försäljningsprovisioner.

NOT 8: SE SIDORNA 50 – 61

SKAGEN Vekst Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet och den rörliga förvaltningsavgiften uppgår till 1/10 av den avkastning som överstiger 6 % per år.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2011	697 727	-3 062	9 517 342	10 212 007
Utfärdade andelar	87 180	1 075 310		1 162 490
Inlösen av andelar	-160 511	-1 917 463		-2 077 973
Årsresultat			-1 972 527	-1 972 527
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	624 396	-845 214	7 544 815	7 323 997
		2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar		6 243 962	6 977 271	8 177 547
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		1 173,0200	1 463,6198	1 268,3147

NOT 11. RISK-BELOPP (angett i hela kronor)
Fastställt RISK-belopp per den 1 januari :

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
	-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	
	3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Global Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 1 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet och den rörliga förvaltningsavgiften uppgår till 1/10 av den avkastning som överstiger MSCI All Country World Daily Total return Net \$, uttryckt i norska kronor.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2011	3 964 232	15 928 441	12 276 219	32 168 892
Utfärdade andelar	1 265 364	8 722 936		9 988 300
Inlösen av andelar	-1 081 473	-7 155 307		-8 236 780
Årets resultat			-2 466 614	-2 466 614
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	4 148 123	17 496 070	9 809 605	31 453 798
		2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar		41 481 231	39 642 319	44 467 597
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		758,2843	811,4809	697,9145

SKAGEN Kon-Tiki Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgår till 2 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet utöver den rörliga förvaltningsavgiften: 1/10 av den avkastning utöver tillväxmarknadsindexet MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ uttryckt i norska kronor. Vid sämre värdeutveckling än jämförelseindex dras 10 % av underavkastningen från den fasta förvaltningsavgiften. Dock begränsat uppåt och nedåt så att total förvaltningsavgift inte kan överstiga 4 % per år och inte lägre än 1 % per år av genomsnittligt förvaltningskapital.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2011	8 258 941	20 824 090	18 072 132	47 155 162
Utfärdade andelar	2 654 692	11 132 463		13 787 156
Inlösen av andelar	-2 644 894	-10 922 016		-13 566 910
Årets resultat			-6 693 488	-6 693 488
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	8 268 739	21 034 537	11 378 644	40 681 919
		2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar		82 687 385	82 589 405	70 260 786
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*		492,031	570,9556	470,9718

NOT 11. RISK-BELOPP (angett i hela kronor)
Fastställt RISK-belopp per den 1 januari:

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

*Basiskurs är satt vid dagsslut 30/12 och är baserat på bästa estimat vid denna tidpunkt. I räkenskapen är slutliga siffror per 31/12 använda. Mindre periodiseringsavvikelser kan därmed förekomma.

SKAGEN Høyrente Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,25 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2011	3 389 023	31 153	-69	98 273	3 518 379
Utfärdade andelar	5 279 107	49 591	85 439		5 414 137
Inlösen av andelar	-4 649 093	-43 016	-81 068		-4 773 177
Återinvesterat för andelsägarna				-97 805	-97 805
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				133 102	133 102
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-9 553		-9 553
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	4 019 037	37 727	-5 251	133 570	4 185 083

	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar	40 190 371	33 890 228	33 549 896
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	104,1241	103,8222	104,5408

SKAGEN Høyrente Institusjon Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,15 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2011	1 476 567	-2 908	-542	45 201	1 518 318
Utfärdade andelar	951 786	-2 075	17 062		966 774
Inlösen av andelar	-761 597	1 727	-13 022		-772 892
Återinvesterat för andelsägarna				-44 963	-44 963
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				55 173	55 173
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-4 670		-4 670
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	1 666 756	-3 256	-1 172	55 411	1 717 740

	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar	16 667 559	14 765 667	18 582 318
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	103,0476	102,8252	103,8057

SKAGEN Avkastning Not 9, 10,11 och 12

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,5 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2011	1 220 421	405 729	-56 930	-483	1 568 737
Utfärdade andelar	320 872	95 865			416 736
Inlösen av andelar	-666 629	-198 177			-864 805
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			33 669		33 669
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	874 664	303 416	-23 261	-483	1 154 337

	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar	8 746 638	12 204 208	12 623 296
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	131,963	128,5463	125,0972

NOT 11. VALUTARISK

SKAGEN Avkastning använder sig inte av valutasäkringar mot norska kronor, men har pr 31.12.11 negativa banktillgodohavanden i USD, EUR, MXN, PLN och ZAR för att reducera valutaexponeringen på investeringarna.

NOTE 12. UTESTÅENDE SKATTEFÖRDEL

SKAGEN Avkastning har ett skattemässigt underskott på NOK 12 miljoner att skjuta fram per 31/12/2011. Tillhörande utestående skattefördel är inte bokförd i balansräkningen då framtida möjligheter att utnyttja denna är osäker.

SKAGEN Tellus Not 7, 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,8 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels- kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2011	688 798	49 582	-6 250	53 074	785 205
Utfärdade andelar	304 185	13 165	45		317 396
Inlösen av andelar	-484 011	-13 840	-24		-497 875
Återinvesterat för andelsägarna				-53 115	-53 115
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-17 713		-17 713
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	508 973	48 907	-23 942	-41	533 897

	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar	5 089 726	6 887 985	3 800 466
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	104,8583	113,9964	106,7901

NOTE 11. UTESTÅENDE SKATTEFÖRDEL

SKAGEN Tellus har ett skattemässigt underskott på NOK 25 milloner att skjuta fram per 31/12/2011. Tillhörande utestående skattefördel är inte bokförd i balansräkningen då framtida möjligheter att utnyttja denna är osäker.

SKAGEN Krona Not 9 och 10 (alla tal i hela tusental SEK)

NOT 9. FÖRVALTNINGSavgIFT

Förvaltningsavgiften uppgår till 0,2 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PR 1.1 2011	212 774	1 021	-137	213 658
Utfärdade andelar	438 593	2 197	5 288	446 079
Inlösen av andelar	-270 750	-1 377	-2 597	-274 724
Återinvesterat för andelsägarna	9 449	50		9 499
Årets resultat			-1 521	-1 521
EGET KAPITAL PER DEN 31 DEC. 2011	390 066	1 891	1 035	392 991

	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31
Antal andelar	3 900 661	2 127 741	3 139 264
Basiskurs pr andel (angett i hela kronor)*	100,7418	100,4158	101,1153

*Basiskurs är satt vid dagsslut 30/12 och är baserat på bästa estimat vid denna tidpunkt. I räkenskaper är slutliga siffror per 31/12 använda. Mindre periodiseringsavvikelser kan därmed förekomma.

SKAGEN Vekst

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

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

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

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

¹⁾Kontakta förvaltningsbolaget SKAGEN AS för en översikt över vilka bolag som ingår i posten. Denna sänds via e-post.

²⁾För värdet av likvida medel i portföljen per den 31.12.2011, se balansräkningen.

SKAGEN Global

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)										
Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs	
Energi										
Gazprom Oao ADR	12 102 290	889 939 794	10,66	USD	769 876 081	-120 063 713	2,45%	0,10%	London Int.	
Weatherford Intl Ltd	5 666 310	482 081 432	14,64	USD	495 036 788	12 955 356	1,57%	0,75%	New York	
Petroleo Brasileiro Pref ADR	3 396 473	606 992 347	23,49	USD	476 109 942	-130 882 405	1,51%	0,12%	New York	
Ensko Plc – ADR	1 358 901	388 984 568	46,92	USD	380 488 810	-8 495 759	1,21%	0,59%	New York	
OMV AG	2 064 000	445 062 438	23,44	EUR	375 009 133	-70 053 305	1,19%	0,63%	Wien	
Nabors Industries Ltd	3 213 981	452 383 143	17,34	USD	332 574 131	-119 809 012	1,06%	1,12%	New York	
Kazmunaigas Exploration GDR	3 468 558	446 152 275	14,95	USD	309 446 960	-136 705 315	0,98%	0,82%	London Int.	
Baker Hughes Inc	873 004	243 312 654	48,64	USD	253 399 566	10 086 912	0,81%	0,20%	New York	
BP Plc	4 565 134	232 740 096	4,60	GBP	195 065 138	-37 674 958	0,62%	0,02%	London	
BP Plc ADR	617 696	188 954 856	42,74	USD	157 545 272	-31 409 584	0,50%	0,02%	New York	
Petroleo Brasileiro SA	2 065 412	146 769 784	21,49	BRL	142 145 217	-4 624 568	0,45%	0,04%	Sao Paulo	
Noble Corp	504 593	112 316 665	30,22	USD	90 997 979	-21 318 686	0,29%	0,20%	New York	
Afren Plc	7 494 697	52 629 203	0,86	GBP	59 597 960	6 968 758	0,19%	0,70%	London	
Transocean Ltd	231 547	106 911 446	38,39	USD	53 046 085	-53 865 360	0,17%	0,07%	New York	
Summa energi		4 795 230 700			4 090 339 061	-704 891 639	13,01%			
Råvaror										
Svenska Cellulosa AB-B	7 538 731	596 719 190	102,00	SEK	668 333 025	71 613 835	2,13%	1,24%	Stockholm	
Akzo Nobel NV	1 912 478	578 591 229	37,36	EUR	553 831 764	-24 759 465	1,76%	0,81%	Amsterdam	
Cliffs Natural Resources Inc	1 300 717	339 224 802	62,35	USD	483 966 544	144 741 742	1,54%	0,91%	New York	
Ternium SA ADR	2 858 382	450 212 283	18,39	USD	313 688 115	-136 524 168	1,00%	1,43%	New York	
Heidelbergcement AG	1 170 781	367 882 774	32,79	EUR	297 571 701	-70 311 074	0,95%	0,62%	Xetra	
Norsk Hydro ASA	9 761 378	288 436 305	27,74	NOK	270 780 626	-17 655 680	0,86%	0,47%	Oslobörsen	
Mayr-Melnhof Karton AG	450 627	203 443 847	65,51	EUR	228 822 830	25 378 983	0,73%	2,25%	Wien	
UPM-Kymmene Oyj	1 509 754	99 976 410	8,51	EUR	99 588 753	-387 657	0,32%	0,29%	Helsingfors	
Fibra Celulose Sa ADR	1 254 646	109 588 622	7,77	USD	58 175 254	-51 413 367	0,19%	0,27%	New York	
Lundin Mining Corp	472 802	10 364 937	3,87	CAD	10 722 298	357 362	0,03%	0,08%	Toronto	
Lundin Mining Corp SDR	220 601	4 159 529	26,04	SEK	4 992 786	833 257	0,02%	0,04%	Stockholm	
Asia Pulp & Paper Co Ltd ADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 168	-4 560 124	0,00%	0,03%	Onoterat	
Summa råvaror		3 053 165 220			2 990 478 864	-62 686 356	9,51%			
Kapitalvaror, service och transport										
Tyco International Ltd	6 380 852	1 298 332 733	46,71	USD	1 778 625 873	480 293 140	5,66%	1,38%	New York	
LG Corp	1 973 017	508 946 785	61 400,00	KRW	623 996 734	115 049 949	1,99%	1,14%	Seoul	
Bunge Ltd	1 731 468	564 425 455	57,20	USD	591 025 971	26 600 516	1,88%	1,19%	New York	
Siemens AG	923 819	541 362 942	73,94	EUR	529 469 418	-11 893 524	1,68%	0,10%	Frankfurt	
TE Connectivity Ltd	1 845 719	288 766 647	30,81	USD	339 354 293	50 587 647	1,08%	0,43%	New York	
Randstad Holding NV	1 884 477	466 558 359	22,86	EUR	333 919 369	-132 638 990	1,06%	1,10%	Amsterdam	
Stolt-Nielsen Ltd	1 893 500	336 914 438	120,00	NOK	227 220 000	-109 694 438	0,72%	2,95%	Oslobörsen	
BayWa AG	744 577	222 362 954	27,29	EUR	157 531 446	-64 831 508	0,50%	2,18%	Frankfurt	
Finnair Oyj	4 850 820	263 458 522	2,30	EUR	86 480 370	-176 978 152	0,28%	3,79%	Helsinki	
Air France-KLM Konv 04/15 4.97%	513 152	54 597 628	1 074,00	EUR	44 469 687	-10 127 941	0,14%	-	Paris	
Krones AG	37 478	10 400 254	36,76	EUR	10 680 351	280 097	0,03%	0,12%	Xetra	
Dalian Port (PDA) Co Ltd	6 209 000	8 410 636	1,89	HKD	9 017 182	606 545	0,03%	0,58%	Hong Kong	
LG Corp Pref	20 240	2 399 103	23 100,00	KRW	2 408 272	9 169	0,01%	0,61%	Seoul	
Summa kapitalvaror, service och transport		4 566 936 457			4 734 198 968	167 262 510	15,06%			
Inkomstberoende konsumtionsvaror										
Comcast Corp	4 236 789	416 985 224	23,56	USD	595 673 375	178 688 151	1,89%	0,68%	NASDAQ	
Toyota Industries Corp	3 019 921	502 645 522	2 095,00	JPY	490 616 117	-12 029 405	1,56%	0,93%	Tokyo	
Renault SA	1 424 602	362 154 471	26,80	EUR	295 939 468	-66 215 004	0,94%	0,48%	Paris	
Hyundai Motor Pref (2pb)	562 937	157 824 391	67 100,00	KRW	194 565 320	36 740 929	0,62%	1,50%	Seoul	
Television Broadcasts Ltd	4 565 862	110 527 952	47,10	HKD	165 246 034	54 718 082	0,53%	1,04%	Hong Kong	
Time Warner Cable Inc	406 427	109 532 426	63,57	USD	154 180 990	44 648 564	0,49%	0,13%	New York	
Yamaha Motor Co Ltd	1 953 411	159 122 050	974,00	JPY	147 541 701	-11 580 349	0,47%	0,56%	Tokyo	
LG Electronics Inc Pref	1 036 948	270 944 469	24 000,00	KRW	128 189 171	-142 755 298	0,41%	0,72%	Seoul	
Dixons Retail Plc	78 684 888	109 155 888	0,10	GBP	71 696 724	-37 459 163	0,23%	2,18%	London	
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	398 459	7 060 672	13,19	USD	31 363 499	24 302 826	0,10%	0,06%	London Int.	
Hyundai Motor Pref (1p)	53 200	16 319 117	63 500,00	KRW	17 400 770	1 081 653	0,06%	0,21%	Seoul	
Mahindra & Mahindra Ltd	134 000	5 776 564	681,80	INR	10 266 399	4 489 835	0,03%	0,02%	National India	
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	3 360,00	HUF	4 347 408	-1 883 869	0,01%	0,63%	Budapest	
CTC Media Inc	40 452	2 143 111	8,77	USD	2 117 072	-26 039	0,01%	0,03%	NASDAQ	
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		2 236 423 134			2 309 144 048	72 720 913	7,35%			
Defensiva konsumtionsvaror										
Tesco Plc	22 061 647	799 265 093	4,03	GBP	825 893 687	26 628 594	2,63%	0,28%	London	
Unilever NV-Cva	2 951 396	512 108 982	26,57	EUR	607 846 028	95 737 046	1,93%	0,17%	Amsterdam	
United Intl Enterprises	172 931	25 545 061	710,00	DKK	128 060 593	102 515 532	0,41%	3,36%	København	
Yazıclılar Holding AŞ	4 021 961	97 411 860	9,96	TRY	126 602 216	29 190 356	0,40%	2,51%	İstanbul	
Royal Unibrew A/S	253 219	61 811 245	321,50	DKK	84 910 535	23 099 290	0,27%	2,26%	København	
Chiquita Brands Intl	1 601 133	118 331 315	8,34	USD	79 687 376	-38 643 939	0,25%	3,50%	New York	
Raisio Plc	2 300 000	43 316 601	2,39	EUR	42 608 896	-707 705	0,14%	1,76%	Helsingfors	
Lannen Tehtaat Oyj	220 000	24 416 957	14,70	EUR	25 067 704	650 747	0,08%	3,48%	Helsingfors	
Summa defensiva konsumtionsvaror		1 682 207 115			1 920 677 035	238 469 920	6,11%			

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Läkemedel									
Pfizer Inc	7 095 441	829 775 876	21,64	USD	916 289 513	86 513 638	2,91%	0,09%	New York
Roche Holding AG-Genusschein	461 983	402 233 894	159,20	CHF	469 186 480	66 952 586	1,49%	0,07%	Zürich
Teva Pharmaceutical-Sp ADR	1 727 502	365 182 972	40,36	USD	416 069 406	50 886 435	1,32%	0,18%	NASDAQ
Rhoen-Klinikum AG	1 257 091	138 341 645	14,72	EUR	143 432 996	5 091 351	0,46%	0,91%	Xetra
Neurosearch A/S	178 611	29 943 682	17,70	DKK	3 297 356	-26 646 327	0,01%	0,73%	København
Summa läkemedel		1 765 478 069			1 948 275 752	182 797 683	6,20%		
Bank och finans									
Citigroup Inc	6 679 820	1 577 639 101	26,31	USD	1 048 773 426	-528 865 675	3,34%	0,23%	New York
Gjensidige Forsikring ASA	8 317 774	491 857 918	69,30	NOK	576 421 738	84 563 821	1,83%	1,66%	Oslobörsen
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	7 918 277	156 984 429	20,00	BRL	507 165 642	350 181 213	1,61%	1,94%	Sao Paulo
Goldman Sachs Group Inc	883 683	640 976 917	90,43	USD	476 875 596	-164 101 322	1,52%	0,18%	New York
Hannover Rueckversicherung AG	1 563 931	330 375 099	38,32	EUR	464 594 748	134 219 650	1,48%	1,30%	Frankfurt
Cheung Kong Holdings Ltd	3 780 674	283 779 594	92,40	HKD	268 428 459	-15 351 135	0,85%	0,16%	Hong Kong
Osaka Securities Exchange Co	6 968	138 072 792	442 000,00	JPY	238 832 053	100 759 261	0,76%	2,58%	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	2 039 277	100 415 464	134,10	SEK	237 683 756	137 268 293	0,76%	0,89%	Stockholm
Aberdeen Asset Management Plc	10 859 589	96 133 005	2,12	GBP	213 621 886	117 488 882	0,68%	0,95%	London
Haci Omer Sabanci Holding AS	11 319 870	213 856 019	5,40	TRY	193 187 629	-20 668 390	0,61%	0,55%	Istanbul
Asya Katilim Bankasi AS	29 208 168	288 114 977	1,59	TRY	146 772 792	-141 342 185	0,47%	3,25%	Istanbul
Industrial Bank of Korea	1 973 755	144 101 241	12 500,00	KRW	127 082 683	-17 018 558	0,40%	0,36%	Seoul
Japan Securities Finance Co	4 207 375	244 798 038	348,00	JPY	113 540 987	-131 257 050	0,36%	4,49%	Tokyo
Irsa Sa ADR	1 815 671	151 638 394	10,37	USD	112 360 065	-39 278 330	0,36%	3,14%	New York
EFG-Hermes Holding SAE	10 956 636	206 143 442	10,00	EGP	108 443 305	-97 700 137	0,34%	2,29%	Cairo
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	19 059 400	213 095 844	1,57	TRY	94 569 913	-118 525 930	0,30%	3,54%	Istanbul
TAG Immobilien AG	1 524 538	89 045 359	6,16	EUR	72 793 652	-16 251 706	0,23%	2,04%	Frankfurt
Sparebank 1 SR-Bank ASA	600 000	21 600 000	40,70	NOK	24 420 000	2 820 000	0,08%	0,30%	Oslobörsen
Aberdeen Asset Management Plc Pref	557	6 648 625	2 255,00	GBP	11 656 275	5 007 650	0,04%	0,74%	London
Summa bank och finans		5 395 276 257			5 037 224 607	-358 051 650	16,02%		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	578 868	1 333 977 462	667 000,00	KRW	1 988 788 018	654 810 555	6,33%	2,54%	Seoul
Oracle Corp	5 739 104	924 501 768	25,65	USD	878 471 206	-46 030 562	2,79%	0,11%	NASDAQ
Kyocera Corp	1 300 268	684 514 014	6 190,00	JPY	624 145 329	-60 368 686	1,99%	0,68%	Tokyo
Microsoft Corp	2 199 798	325 540 349	25,96	USD	340 787 422	15 247 073	1,08%	0,03%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	140 891	142 338 666	287,40	USD	241 638 473	99 299 807	0,77%	0,31%	London Int.
Yahoo! Inc	2 109 702	179 617 051	16,13	USD	203 072 703	23 455 651	0,65%	0,17%	NASDAQ
Samsung Electronics Co Ltd GDR	18 225	15 514 137	460,70	USD	50 105 086	34 590 950	0,16%	0,01%	London Int.
Kyocera Corp ADR	52 153	38 412 462	79,80	USD	24 835 806	-13 576 656	0,08%	0,03%	New York
Proact IT Group AB	139 118	5 385 767	158,00	SEK	19 104 467	13 718 700	0,06%	1,49%	Stockholm
Summa informationsteknologi		3 649 801 676			4 370 948 509	721 146 833	13,90%		
Telekom									
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	10 363 204	834 901 430	9,47	USD	585 652 623	-249 248 806	1,86%	0,64%	New York
China Mobile Ltd	7 150 200	414 448 346	75,90	HKD	417 010 818	2 562 472	1,33%	0,04%	Hong Kong
China Mobile Ltd ADR	1 386 102	379 876 673	48,49	USD	401 091 484	21 214 811	1,28%	0,03%	New York
Indosat Tbk PT ADR	921 819	137 600 408	31,54	USD	173 501 571	35 901 162	0,55%	0,85%	New York
Vivendi SA	1 267 811	152 961 433	16,92	EUR	166 275 943	13 314 510	0,53%	0,10%	Paris
Orascom Telecom Holding	21 553 303	71 212 341	3,49	EGP	74 476 464	3 264 123	0,24%	0,41%	Cairo
Indosat Tbk PT	18 675 833	60 173 130	5 650,00	IDR	68 360 132	8 187 002	0,22%	0,34%	Indonesia
Orascom Telekom GDR	1 236 911	18 439 155	2,89	USD	21 332 039	2 892 884	0,07%	0,12%	London Int.
Summa telekom		2 069 612 915			1 907 701 074	-161 911 841	6,07%		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	11 295 481	698 456 050	26,85	BRL	971 265 937	272 809 886	3,09%	4,26%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	7 122 805	594 014 454	17,84	BRL	406 944 369	-187 070 085	1,29%	0,66%	Sao Paulo
Summa nyttotjänster		1 292 470 504			1 378 210 305	85 739 801	4,38%		
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ¹⁾		30 506 602 049			30 687 198 223	180 596 174	97,62%		

¹⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2011, se balansräkningen.

SKAGEN Kon-Tiki

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Energi									
Baker Hughes Inc	5 530 991	1 579 157 520	48,64	USD	1 605 434 475	26 276 955	3,95%	1,27%	New York
Gazprom Oao ADR	19 885 821	1 364 767 529	10,66	USD	1 265 018 268	-99 749 261	3,11%	0,17%	London Int.
Petroleo Brasileiro Pref ADR	5 943 178	1 026 137 598	23,49	USD	833 101 317	-193 036 281	0,21%	0,21%	New York
Seadrill Ltd	3 476 829	322 219 192	200,00	NOK	695 365 800	373 146 608	1,71%	0,74%	Oslobörsen
Tullow Oil Plc	3 054 688	235 348 345	14,02	GBP	397 384 907	162 036 562	0,98%	0,34%	London
Petroleo Brasileiro SA	3 200 000	245 876 515	21,49	BRL	220 229 520	-25 646 995	0,54%	0,06%	Sao Paulo
Archer Ltd	11 137 906	289 414 060	16,10	NOK	179 320 287	-110 093 773	0,44%	3,04%	Oslobörsen
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 765 711	7,51	NOK	91 843 027	-33 922 685	0,23%	9,64%	Oslobörsen
Siem Offshore Inc	9 037 608	77 037 517	8,30	NOK	75 012 146	-2 025 370	0,18%	2,28%	Oslobörsen
Coal of Africa Ltd	7 851 676	91 513 652	0,58	GBP	42 255 852	-49 257 800	0,10%	1,19%	London Int.
Summa energi		5 357 237 639			5 404 965 599	47 727 960	13,29%		
Råvaror									
Vale Sa Spons ADR	7 922 364	813 361 531	20,60	USD	973 908 328	160 546 797	2,39%	0,38%	New York
Exxaro Resources Ltd	4 166 092	512 849 963	168,00	ZAR	517 298 644	4 448 681	1,27%	1,18%	Johannesburg
Vale SA-Pref A	1 231 900	210 807 094	37,82	BRL	149 205 942	-61 601 152	0,37%	0,06%	Sao Paulo
Asia Cement China Holdings	50 706 000	186 391 210	3,64	HKD	141 823 465	-44 567 745	0,35%	3,26%	Hong Kong
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	5,59	USD	124 250 828	-82 199 040	0,31%	9,66%	NASDAQ
PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk	42 663 000	41 753 795	1230,00	IDR	33 996 246	-7 757 548	0,08%	0,78%	Jakarta
Summa råvaror		1 971 613 460			1 940 483 453	-31 130 007	4,77%		
Kapitalvaror, service och transport									
ABB Ltd	8 957 636	964 815 179	129,50	SEK	1 008 225 511	43 410 333	2,48%	0,39%	Stockholm
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	33,00	ZAR	512 613 228	-104 744 833	1,26%	5,23%	Johannesburg
AirAsia Bhd	58 091 500	135 762 912	3,77	MYR	412 627 236	276 864 324	1,01%	2,09%	Kuala Lumpur
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366 467	6,78	HKD	354 263 136	-260 103 331	0,87%	4,94%	Hong Kong
Golar LNG Ltd	1 325 272	215 234 775	263,80	NOK	349 606 754	134 371 979	0,86%	1,66%	Oslobörsen
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297 044	154,80	ZAR	329 380 491	-5 916 553	0,81%	0,88%	Johannesburg
Empresas ICA S.A.B	42 542 700	621 196 809	16,94	MXN	308 412 155	-312 784 654	0,76%	6,62%	Mexico
A P Møller – Mærsk B	6 500	247 248 915	37920,00	DKK	257 078 640	9 829 725	0,63%	0,30%	København
Tekfen Holding AS	8 158 907	123 013 201	5,34	TRY	137 694 741	14 681 540	0,34%	2,21%	Istanbul
Enka Insaat Ve Sanayi AS	8 416 664	105 720 490	4,10	TRY	109 060 620	3 340 130	0,27%	0,34%	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	23100,00	KRW	96 191 682	-22 074 479	0,24%	24,39%	Seoul
Norwegian Air Shuttle ASA	1 628 768	119 886 177	55,25	NOK	89 989 432	-29 896 745	0,22%	4,71%	Oslobörsen
Frontline 2012 Ltd	4 912 000	83 435 232	17,60	NOK	86 451 200	3 015 968	0,21%	4,91%	Onoterat
Barloworld Ltd	1 492 475	74 777 880	75,13	ZAR	82 875 022	8 097 142	0,20%	0,65%	Johannesburg
Golden Ocean Group Ltd	15 050 285	62 067 912	3,77	NOK	56 739 574	-5 328 337	0,14%	3,32%	Oslobörsen
Nordic American Tankers Ltd	594 497	103 377 554	11,99	USD	42 536 810	-60 840 744	0,10%	1,26%	New York
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	164,00	JPY	3 815 288	-2 194 724	0,01%	2,35%	Tokyo
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	422 695	16 806 476	0,02	USD	57 764	-16 748 712	0,00%	2,75%	Frankfurt
Summa kapitalvaror, service och transport		4 564 641 255			4 237 619 283	-327 021 972	10,42%		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
Hyundai Motor Pref (2pb)	3 559 600	565 753 386	67100,00	KRW	1 230 288 138	664 534 752	3,03%	9,46%	Seoul
Hyundai Motor Pref (1p)	3 248 610	517 371 803	63500,00	KRW	1 062 562 343	545 190 540	2,61%	12,94%	Seoul
Great Wall Motor Co Ltd	105 000 000	190 464 917	11,34	HKD	914 933 880	724 468 963	2,25%	3,83%	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	7 628 837	140 559 221	13,19	USD	600 480 900	459 921 679	1,48%	1,24%	London Int.
LG Electronics Inc Pref	3 150 000	850 969 171	24000,00	KRW	389 408 040	-461 561 131	0,96%	2,18%	Seoul
DRB-Hicom Bhd	54 368 000	205 040 927	2,04	MYR	208 969 194	3 928 266	0,51%	2,81%	Kuala Lumpur
Shangri-La Asia Ltd	12 268 213	110 166 965	13,40	HKD	126 320 391	16 153 426	0,31%	0,39%	Hong Kong
Renhe Commercial Holdings	178 566 000	168 652 944	0,89	HKD	122 117 002	-46 535 942	0,30%	0,84%	Hong Kong
LG Electronics Inc	297 269	79 295 376	74400,00	KRW	113 921 495	34 626 119	0,28%	0,18%	Seoul
Hengdeli Holdings Ltd	30 760 000	59 016 094	2,54	HKD	60 035 399	1 019 306	0,15%	0,70%	Hong Kong
Proton Holdings Bhd	5 527 000	49 734 729	4,82	MYR	50 192 688	457 958	0,12%	1,01%	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	527 946	42 572 907	681,80	INR	40 448 540	-2 124 366	0,10%	0,09%	National India
China Ting Group Hldgs Ltd	30 950 000	47 670 030	0,46	HKD	11 058 621	-36 611 409	0,03%	1,48%	Hong Kong
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		3 027 268 470			4 930 736 631	1 903 468 161	12,12%		
Defensiva konsumtionsvaror									
Shoprite Holdings Ltd	6 722 590	320 673 503	136,20	ZAR	676 732 346	356 058 843	1,66%	1,24%	Johannesburg
Cosan Ltd	8 525 000	433 663 080	10,96	USD	557 572 067	123 908 987	1,37%	3,15%	New York
Kulim Malaysia BHD	67 500 400	213 083 213	4,22	MYR	536 689 065	323 605 853	1,32%	5,35%	Kuala Lumpur
Yaziciilar Holding AS	9 654 470	239 353 575	9,96	TRY	303 900 833	64 547 258	0,75%	6,03%	Istanbul
PZ Cussons Plc	8 611 870	144 474 264	3,50	GBP	279 680 383	135 206 119	0,69%	2,01%	London
Royal Unibrew A/S	489 758	82 208 417	321,50	DKK	164 227 856	82 019 439	0,40%	4,38%	København
Heineken NV	513 375	146 165 136	35,77	EUR	142 340 406	-3 824 730	0,35%	0,09%	Amsterdam
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	231,00	HRK	96 606 567	-15 328 608	0,24%	7,50%	Zagreb
East African Breweries Ltd	5 107 746	54 303 946	175,00	KES	62 659 274	8 355 328	0,15%	0,65%	Nairobi
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	710,00	DKK	50 726 305	37 787 508	0,12%	1,33%	Köpenhamn
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	11,02	EUR	42 648 673	-96 063 109	0,10%	5,80%	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8 437 550	-	1,08	MYR	17 168 963	17 168 963	0,04%	5,30%	Kuala Lumpur
Summa defensiva konsumtionsvaror		1 897 510 887			2 930 952 738	1 033 441 851	7,21%		

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/aktieklass	Börs
Läkemedel									
Richter Gedeon Nyrt	968 258	1 070 376 060	34200,00	HUF	815 442 681	-254 933 379	2,01%	5,20%	Budapest
Stada Arzneimittel AG	2 597 658	383 691 150	19,25	EUR	387 603 108	3 911 958	0,95%	4,41%	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	760 725	315 456 018	65600,00	KRW	257 048 247	-58 407 771	0,63%	9,64%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	22 497 000	162 814 810	11,02	HKD	190 499 377	27 684 567	0,47%	2,72%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	21 418 365	146 799 597	1,80	TRY	121 843 660	-24 955 937	0,30%	3,91%	Istanbul
Supermax Corp BHD	14 786 800	114 137 193	3,83	MYR	106 703 072	-7 434 121	0,26%	4,35%	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 586 363	42 586 971	4,07	TRY	46 130 989	3 544 018	0,11%	5,12%	Istanbul
Hanmi Holdings Co Ltd	253 575	105 152 006	20900,00	KRW	27 298 315	-77 853 691	0,07%	2,55%	Seoul
Yuyu Pharma Inc	290 090	36 311 172	5260,00	KRW	7 859 621	-28 451 551	0,02%	4,97%	Seoul
Summa läkemedel		2 377 324 977			1 960 429 070	-416 895 907	4,82%		
Bank och finans									
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	18 921 729	412 051 055	20,00	BRL	1 211 936 742	799 885 687	2,98%	4,63%	Sao Paulo
Haci Omer Sabanci Holding AS	49 058 140	964 827 871	5,40	TRY	837 238 040	-127 589 831	2,06%	2,40%	Istanbul
VTB Bank Ojsc GDR	34 393 253	1 127 989 199	3,61	USD	740 928 880	-387 060 319	1,82%	0,66%	London Int.
Standard Chartered Plc	5 567 074	649 304 159	14,09	GBP	727 837 592	78 533 434	1,79%	0,23%	London
Aberdeen Asset Management Plc	22 516 749	354 387 918	2,12	GBP	442 933 005	88 545 087	1,09%	1,97%	London
State Bank of India	2 305 149	662 041 765	1619,05	INR	419 387 630	-242 654 135	1,03%	0,36%	National India
Korean Reinsurance Co	4 671 633	181 790 536	15000,00	KRW	360 946 716	179 156 180	0,89%	4,03%	Seoul
JSE Ltd	6 464 519	249 899 375	71,00	ZAR	339 232 746	89 333 370	0,83%	7,44%	Johannesburg
Kiwom Securities Co Ltd	1 065 984	194 810 491	54700,00	KRW	300 345 501	105 535 010	0,74%	4,82%	Seoul
Gjensidige Forsikring ASA	4 051 238	239 023 042	69,30	NOK	280 750 793	41 727 751	0,69%	0,81%	Oslobörsen
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	9 410 500	240 648 119	153,50	THB	272 940 495	32 292 376	0,67%	0,49%	Bangkok
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	17 579 585	215 004 206	2,69	TRY	149 453 129	-65 551 077	0,37%	0,40%	Istanbul
EFG-Hermes Holding SAE	14 949 381	353 506 510	10,01	EGP	148 109 460	-205 397 050	0,36%	3,13%	Cairo
Asya Katilim Bankasi AS	25 538 097	263 460 095	1,59	TRY	128 330 466	-135 129 630	0,32%	2,84%	Istanbul
Ghana Commercial Bank Ltd	17 397 904	83 591 006	1,85	GHS	117 138 174	33 547 168	0,29%	6,57%	Ghana
Kiatnakin Bank Pcl-Nvdr	19 238 700	142 186 343	32,00	THB	116 324 876	-25 861 467	0,29%	3,03%	Bangkok
Kiatnakin Bank Pcl	16 543 300	108 175 319	32,00	THB	100 027 409	-8 147 910	0,25%	2,61%	Bangkok
Nordnet AB	7 034 191	97 675 138	15,60	SEK	95 374 716	-2 300 422	0,23%	4,02%	Stockholm
Hellenic Exchanges SA Holdings	4 121 279	152 048 676	2,89	EUR	92 321 830	-59 726 846	0,23%	6,30%	Athen
KGI Securities Co Ltd	35 693 000	86 636 864	10,80	TWD	75 940 427	-10 696 437	0,19%	1,09%	Taipei
Value Partners Group Ltd	16 583 000	66 291 200	3,98	HKD	50 714 661	-15 576 539	0,12%	0,94%	Hong Kong
Tisco Financial – Foreign	6 329 500	24 000 653	38,00	THB	45 446 443	21 445 790	0,11%	0,87%	Bangkok
Trimegah Securities Tbk PT	350 000 000	50 389 802	87,00	IDR	19 727 032	-30 662 769	0,05%	9,58%	Jakarta
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	2255,32	GBP	19 650 345	8 441 981	0,05%	1,25%	London
Diamond Bank Plc	147 216 700	41 924 563	1,92	NGN	10 387 610	-31 536 952	0,03%	1,02%	Lagos
Efg-Hermes Holding GDR	159 053	7 946 303	3,20	USD	3 039 200	-4 907 103	0,01%	0,07%	London Int.
Summa bank och finans		6 980 818 572			7 106 463 919	125 645 347	17,47%		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	550 547	1 360 169 595	667000,00	KRW	1 891 486 966	531 317 371	4,65%	2,41%	Seoul
Hon Hai Precision Industry	65 100 000	1 405 299 962	82,90	TWD	1 063 167 630	-342 132 332	2,61%	0,61%	Taipei
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	505 370	496 401 930	287,40	USD	866 746 882	370 344 952	2,13%	1,11%	London Int.
Softbank Corp	2 000 000	443 592 542	2267,00	JPY	351 595 831	-91 996 711	0,86%	0,18%	Tokyo
Naspers Ltd	988 091	236 707 674	353,19	ZAR	257 933 971	21 226 297	0,63%	0,24%	Johannesburg
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	65,20	INR	32 969 811	-166 669 458	0,08%	0,38%	National India
Ericsson Nikola Tesla	21 240	24 426 329	1080,00	HRK	23 595 145	-831 184	0,06%	1,60%	Zagreb
Summa informationsteknologi		4 166 237 300			4 487 496 236	321 258 936	11,03%		
Telekom									
China Mobile Ltd ADR	5 096 446	1 513 807 813	48,49	USD	1 474 740 740	-39 067 074	3,63%	0,13%	New York
Sistema Jsfc GDR	11 213 965	891 954 691	16,81	USD	1 124 923 466	232 968 776	2,77%	2,32%	London Int.
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	343,50	INR	745 910 942	-139 152 785	1,83%	0,51%	National India
Indosat Tbk PT ADR	2 054 595	350 229 445	31,54	USD	386 708 735	36 479 291	0,95%	1,89%	New York
Indosat Tbk PT	105 000 000	326 495 400	5650,00	IDR	384 337 012	57 841 613	0,95%	1,93%	Indonesia
Summa telekom		3 967 551 075			4 116 620 896	149 069 821	10,12%		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	27 490 763	2 041 784 060	26,85	BRL	2 363 851 674	322 067 614	5,81%	10,36%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	2 250 451	174 690 898	17,84	BRL	128 574 117	-46 116 781	0,32%	0,21%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA ADR	765 100	58 626 508	9,71	USD	44 333 651	-14 292 857	0,11%	0,07%	New York
Summa nyttotjänster		2 275 101 467			2 536 759 442	261 657 975	6,24%		
SUMMA VÄRDEPAPPER PORTFÖLJ ¹⁾		36 585 305 103			39 652 527 268	3 067 222 164	97,50%		

¹⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2011, se balansräkningen.

SKAGEN Høyrente

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Ränte-reglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ¹⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Upplupen ränta	Marknads-värde	Marknads-värde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk- klass ³⁾
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	3,86	19.03.2012	120000000	120411000	4,07	0,21	99,78	154 400	119737320	119891720	-673 680	2,87 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	3,81	19.03.2012	90000000	90112160	4,06	0,21	99,69	114 300	89717850	89832150	-394 310	2,15 %	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,65	12.03.2012	80000000	81707350	4,05	0,19	101,32	196 333	81059200	81255533	-648 150	1,94 %	5
Kreditforeningen for Sparebanker	28.10.2013	4,15	30.01.2012	80000000	80083000	4,07	0,08	100,32	590 222	80259200	80849422	176 200	1,93 %	5
BN Bank ASA	27.03.2013	3,60	27.03.2012	80000000	79981120	3,48	0,23	100,29	32000	80228720	80260720	247 600	1,92 %	5
BN Bank ASA	16.06.2014	4,00	16.03.2012	80000000	79919000	4,41	0,20	99,07	133 333	79259200	79392533	-659 800	1,90 %	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	4,11	27.02.2012	75000000	74847000	4,57	0,15	99,16	308 250	74372025	74680275	-474 975	1,79 %	5
BN Bank ASA	19.03.2014	3,73	21.03.2012	75000000	74985000	4,19	0,21	99,33	77 708	74498775	74576483	-486 225	1,78 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,83	21.03.2012	74000000	74219600	3,75	0,21	100,32	78 728	74237688	74316416	18 088	1,78 %	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,75	27.02.2012	74000000	73430500	4,28	0,16	99,27	254 375	73458320	73712695	27 820	1,76 %	5
Helgeland Sparebank	09.05.2014	3,94	09.02.2012	70500000	70432050	4,29	0,11	99,55	401 223	70181763	70582986	-250 287	1,69 %	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	3,57	10.02.2012	60000000	59646950	3,66	0,11	100,01	303 450	60007320	60310770	360 370	1,44 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	3,94	20.02.2012	60000000	60075000	4,37	0,14	99,41	262 667	59647320	59909987	-427 680	1,43 %	5
Gjensidige Bank ASA	14.02.2012	3,79	14.02.2012	57000000	57153365	2,77	0,12	100,12	222 031	57066348	57288379	-87 017	1,37 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	26.03.2013	4,50	26.03.2012	55000000	56112100	3,47	0,23	101,39	27 500	55762795	55790295	-349 305	1,33 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,58	16.01.2012	55000000	55013400	3,29	0,04	100,29	410 208	55158290	55568498	144 890	1,33 %	5
Sparebank 1 Gruppen AS	03.02.2014	4,33	01.02.2012	52000000	52000000	4,35	0,09	99,99	375 267	51992408	52367675	-7 592	1,25 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	02.10.2013	4,95	02.01.2012	50000000	51587250	3,81	0,01	102,05	611 875	51026850	51638725	-560 400	1,23 %	5
Sparebanken Pluss	17.10.2014	4,29	17.01.2012	50000000	49970000	4,46	0,05	99,87	446 875	49934000	50380875	-36 000	1,20 %	5
Sparebank 1 Telemark	13.05.2013	3,65	13.02.2012	50000000	49838300	3,75	0,12	99,97	238 264	49982850	50221114	144 550	1,20 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	11.08.2014	3,93	13.02.2012	50000000	49971000	4,33	0,12	99,28	272 917	49640000	49912917	-331 000	1,19 %	5
Kreditforeningen for Sparebanker	02.06.2014	4,07	01.03.2012	50000000	49922500	4,60	0,17	99,08	169 583	49541200	49710783	-381 300	1,19 %	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	5,19	17.02.2012	44000000	45571800	4,06	0,13	102,48	279 107	45092080	45371187	-479 720	1,08 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,60	30.01.2012	40000000	39615000	4,16	0,08	99,14	256 000	39656840	39912840	41 840	0,95 %	5
Kreditforeningen for Sparebanker	01.10.2012	3,65	02.01.2012	37000000	37089840	3,29	0,01	100,33	333 874	37122766	37456640	32 926	0,90 %	5
Gjensidige Bank ASA	09.08.2012	3,54	09.02.2012	35000000	35056700	3,24	0,11	100,24	178 967	35084035	35263002	27 335	0,84 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	3,11	03.02.2012	35000000	34840750	3,49	0,10	99,85	175 369	34947115	35122484	106 365	0,84 %	5
Kreditforeningen for Sparebanker	10.02.2014	4,02	10.02.2012	35000000	35005950	4,29	0,11	99,70	199 325	34896120	35095445	-109 830	0,84 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	3,86	19.03.2012	35000000	34732250	4,31	0,21	99,16	45 033	34707435	34752468	-24 815	0,83 %	5
Helgeland Sparebank	15.08.2013	3,96	15.02.2012	30000000	30031500	3,85	0,12	100,36	151 800	30106920	30258720	75 420	0,72 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	04.12.2012	3,83	05.03.2012	30000000	30136200	3,43	0,17	100,45	82 983	30133590	30216573	-2 610	0,72 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	4,41	04.01.2012	30000000	29985900	4,84	0,01	99,36	323 400	29806590	30129990	-179 310	0,72 %	5
Gjensidige Bank ASA	26.03.2013	3,64	26.03.2012	30000000	30015300	3,48	0,23	100,34	12 133	30101160	30113293	85 860	0,72 %	5
Flekkefjord Sparebank	30.09.2013	3,62	30.03.2012	30000000	29891400	3,96	0,24	99,65	3 017	29893830	29896847	2 430	0,71 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	24.08.2012	4,03	24.02.2012	29000000	29140095	3,35	0,15	100,48	120 116	29139809	29259925	-286	0,70 %	5
Fana Sparebank	25.04.2013	3,63	25.01.2012	25000000	25026250	3,73	0,07	100,00	168 896	25000700	25169596	-25 550	0,60 %	5
Sparebanken Møre	25.02.2014	4,02	27.02.2012	25000000	25000000	4,32	0,16	99,60	100 500	24900250	25000750	-99 750	0,60 %	5
Fana Sparebank	19.02.2014	3,81	20.02.2012	25000000	24986250	4,37	0,14	99,22	105 833	24803875	24909708	-182 375	0,60 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	17.02.2014	3,69	17.02.2012	25000000	24885000	4,24	0,13	99,16	112 750	24789975	24902725	-95 025	0,60 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	13.05.2013	4,72	13.02.2012	24000000	24492000	3,72	0,12	101,41	147 893	24337320	24485213	-154 680	0,59 %	5
Sparebank 1 SR-Bank	03.10.2013	4,95	03.01.2012	20000000	20588000	3,81	0,01	102,05	244 750	20410280	20655030	-177 720	0,49 %	5
BN Bank ASA	25.05.2012	4,82	27.02.2012	20000000	20250140	3,20	0,16	100,67	96 400	20134700	20231100	-115 440	0,48 %	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	28.01.2014	4,25	30.01.2012	20000000	19986000	4,24	0,08	100,23	151 111	20046240	20197351	60 240	0,48 %	5
Pareto Bank ASA	04.11.2014	5,07	13.02.2012	20000000	19970000	5,18	0,10	100,16	160 550	20031120	20191670	61 120	0,48 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	4,14	17.02.2012	20000000	19988000	3,71	0,13	100,33	101 200	20066700	20167900	78 700	0,48 %	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	4,16	19.03.2012	20000000	20022000	4,04	0,21	100,26	27 733	20052160	20079893	30 160	0,48 %	5
Pareto Bank ASA	02.09.2013	4,57	02.03.2012	20000000	20000000	4,68	0,16	100,00	73 628	19999360	20072988	-640	0,48 %	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,63	24.01.2012	18000000	18324690	3,70	0,07	101,29	157 420	18232704	18390124	-91 986	0,44 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,65	07.03.2012	16000000	15892160	3,74	0,18	100,04	38 933	16006752	16045685	114 592	0,38 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	15.08.2013	3,61	15.02.2012	16000000	15970560	3,86	0,12	99,80	73 804	15967984	16041788	-2 576	0,38 %	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	3,48	16.01.2012	15000000	14937150	3,42	0,04	100,14	108 750	15021090	15129840	83 940	0,36 %	5
Sparebanken Narvik	16.09.2013	4,33	16.03.2012	11000000	11046200	4,00	0,20	100,49	19 846	11054010	11073856	7 810	0,26 %	5
Haugesund Sparebank	02.12.2013	4,18	02.03.2012	11000000	10990870	4,31	0,17	99,94	37 039	10993103	11030142	2 233	0,26 %	5
Kreditforeningen for Sparebanker	27.02.2012	3,34	27.02.2012	10000000	9986000	2,86	0,16	100,09	30 617	10008870	10039487	22 870	0,24 %	5

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong	Ränte-reglerings-tidspunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ³⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Upplupen ränta	Marknads-värde	Marknads-värde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk-klass ⁴⁾
Industriobligationer														
Schibsted FinansAS	16.12.2013	4,68	16.03.2012	50000000	50000000	4,58	0,20	100,19	97 500	50096750	50194250	96750	1,20%	6
OlavThon EiendomsselskapASA	02.07.2012	4,53	02.01.2012	21000000	21215000	3,51	0,01	100,53	475 650	21111615	21587265	-103385	0,52%	6
Finanscertifikat														
Sparebanken SognogFjordane	10.08.2012	3,29	10.02.2012	9500000	9475200	3,19	0,11	100,11	44 278	9510098	9554376	34898	0,23%	5
Energicertifikat														
Lyse EnergiAS	28.03.2012	3,16	28.03.2012	80000000	79994500	3,01	0,24	100,06	21 067	80045280	80066347	50780	1,91%	6
BKKAS	05.10.2012	3,50	06.01.2012	28000000	28002900	3,23	0,02	100,26	234 111	28071652	28305763	68752	0,68%	6
Energiobligationer														
BKKAS	04.02.2013	3,57	06.02.2012	100000000	99892500	3,66	0,10	100,02	565 250	100017700	100582950	125 200	2,40%	6
Lyse EnergiAS	20.06.2012	3,10	21.03.2012	76000000	75929400	3,09	0,21	100,06	65 444	76047424	76112868	118024	1,82%	6
AgderEnergiAS	02.11.2012	4,14	02.02.2012	70000000	70671224	3,36	0,09	100,72	474950	70501900	70976850	-169324	1,70%	6
AgderEnergiAS	12.08.2013	3,60	13.02.2012	46000000	45792800	3,84	0,12	99,74	216 200	45882424	46098624	89624	1,10%	6
HafslundASA	12.09.2013	4,60	12.03.2012	35000000	35530500	3,84	0,19	101,42	84972	35496090	35581062	-34410	0,85%	6
AgderEnergiAS	25.08.2014	4,17	27.02.2012	35000000	35159250	4,22	0,16	100,11	145950	35039165	35185115	-120085	0,84%	6
Lyse EnergiAS	11.06.2013	4,45	12.03.2012	25000000	25371000	3,75	0,19	101,14	58715	25284100	25342815	-86900	0,61%	6
BKKAS	09.05.2012	3,27	09.02.2012	10000000	9999000	3,10	0,11	100,1	47 233	10009520	10056753	10520	0,24%	6
AgderEnergiAS	11.04.2012	3,29	11.01.2012	5000000	4999000	3,11	0,03	100,07	37012	5003495	5040507	4495	0,12%	6
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Industricertifikat														
NorgesgruppenASA	14.12.2012	3,65		100000000	99975000	3,66	0,92	100,00	170 000	99999400	100169400	24 400	2,39%	6
OlavThon EiendomsselskapASA	03.02.2012	3,19		50000000	49956300	2,89	0,09	100,02	1 442 055	50012400	51454455	56 100	1,23%	6
Entra EiendomAS	10.04.2012	3,35		50000000	49968200	3,25	0,27	100,02	1 211 507	50010150	51 221 657	41 950	1,22%	6
Entra EiendomAS	10.02.2012	3,26		50000000	49956500	2,89	0,11	100,04	1 178 959	50019850	51 198 809	63 350	1,22%	6
NorgesgruppenASA	25.05.2012	3,44		50000000	49940500	3,34	0,39	100,03	1 032 000	50015500	51 047 500	75 000	1,22%	6
OlavThon EiendomsselskapASA	04.05.2012	3,37		30000000	29986890	3,40	0,33	100,00	157 882	30000360	30158242	13 470	0,72%	6
Entra EiendomAS	10.05.2012	3,41		25000000	24961650	3,32	0,35	100,03	476 466	25006775	25 483 241	45 125	0,61%	6
Entra EiendomAS	08.06.2012	3,66		25000000	25044500	3,35	0,43	100,13	358 479	25032900	25 391 379	-11 600	0,61%	6
Schibsted FinansAS	31.05.2012	3,60		20000000	19998060	3,47	0,40	100,05	240 658	20010660	20251318	12 600	0,48%	6
OlavThon EiendomsselskapASA	02.04.2012	3,40		19000000	18996903	3,30	0,25	100,04	51 326	19006745	19058071	9 842	0,46%	6
Finanscertifikat														
Pareto BankASA	19.01.2012	3,50		15000000	15012440	2,85	0,05	100,03	497 671	15004950	15502621	-7 490	0,37%	5
Energicertifikat														
BKKAS	05.01.2012	3,05		20000000	19973080	2,60	0,02	100,01	601 644	20001340	20602984	28 260	0,49%	6
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ ³⁾				3340673897				19787269		3335553168	3355340437	-5120728	80,20%	
Nyckeltal för portföljen														
Effektiv rente	3,82%													
Effektiv rente till kunder ¹⁾	3,57%													
Durasjon ²⁾	0,14													

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändras sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2011, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på den norska marknaden.

Andelskurs per den 30 december 2011 104,1241

Kr 133.102.470, ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen

SKAGEN Høyrente Institusjon

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 desember 2011 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfalldatum	Kupong	Ränte-reglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ³⁾	Duration ²⁾	Marknads-kurs	Upplupen ränta	Marknads-värde	Marknads-värde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk-klasse ⁴⁾
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
Sparebanken Sør	04.06.2012	3,90	05.03.2012	67 500 000	67 758 625	3,14	0,17	100,36	190 125	67 740 637	67 930 762	-17 987	3,95 %	5
Sparebanken Narvik	03.10.2012	4,70	03.01.2012	53 000 000	53 834 400	3,29	0,01	101,11	615 831	53 590 314	54 206 145	-244 086	3,16 %	5
Sparebanken Pluss	17.10.2014	4,29	17.01.2012	50 000 000	49 975 000	4,46	0,05	99,87	446 875	49 934 000	50 380 875	-41 000	2,93 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2012	3,34	27.02.2012	40 000 000	39 999 560	2,86	0,16	100,09	122 467	40 035 480	40 157 947	35 920	2,34 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2012	3,65	02.01.2012	35 500 000	35 598 690	3,29	0,01	100,33	320 338	35 617 789	35 938 127	19 099	2,09 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	26.03.2013	4,50	26.03.2012	35 000 000	35 933 550	3,47	0,23	101,39	17 500	35 485 415	35 502 915	-448 135	2,07 %	5
Blaker Sparebank	29.06.2012	4,35	29.03.2012	35 000 000	35 379 420	3,12	0,24	100,65	8 458	35 227 850	35 236 308	-151 570	2,05 %	5
Sparebanken Møre	07.09.2012	3,30	07.03.2012	30 000 000	29 991 000	3,24	0,18	100,11	66 000	30 031 800	30 097 800	40 800	1,75 %	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	3,73	21.03.2012	30 000 000	30 201 530	2,96	0,22	100,20	31 083	30 059 310	30 090 393	-142 220	1,75 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	3,81	19.03.2012	30 000 000	30 097 000	4,06	0,21	99,69	38 100	29 905 950	29 944 050	-191 050	1,74 %	5
Sparebank 1 Telemark	13.05.2013	3,65	13.02.2012	25 000 000	25 002 500	3,75	0,12	99,97	119 132	24 991 425	25 110 557	-11 075	1,46 %	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	4,16	19.03.2012	25 000 000	25 000 000	4,04	0,21	100,26	34 667	25 065 200	25 099 867	65 200	1,46 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	07.06.2013	3,65	07.03.2012	25 000 000	24 700 000	3,74	0,18	100,04	60 833	25 010 550	25 071 383	310 550	1,46 %	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	3,66	28.03.2012	25 000 000	24 962 500	4,20	0,23	99,18	7 625	24 794 275	24 801 900	-168 225	1,44 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	3,86	19.03.2012	21 000 000	20 839 600	4,31	0,21	99,16	27 020	20 824 461	20 851 481	-15 139	1,21 %	5
Pareto Bank ASA	17.08.2012	4,14	17.02.2012	20 000 000	19 988 000	3,71	0,13	100,33	101 200	20 066 700	20 167 900	78 700	1,17 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	01.03.2012	4,60	27.02.2012	20 000 000	20 213 775	2,84	0,16	100,33	84 333	20 065 540	20 149 873	-148 235	1,17 %	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	4,41	04.01.2012	20 000 000	19 990 600	4,84	0,01	99,36	215 600	19 871 060	20 086 660	-119 540	1,17 %	5
Sparebanken Narvik	23.03.2012	4,37	23.03.2012	20 000 000	20 257 900	3,03	0,22	100,32	19 422	20 064 160	20 083 582	-193 740	1,17 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	04.02.2013	3,11	03.02.2012	20 000 000	19 718 000	3,49	0,10	99,85	100 211	19 969 780	20 069 991	251 780	1,17 %	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	3,94	20.02.2012	20 000 000	20 027 900	4,37	0,14	99,41	87 556	19 882 440	19 969 996	-145 460	1,16 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	11.08.2014	3,93	13.02.2012	20 000 000	19 952 000	4,33	0,12	99,28	109 167	19 856 000	19 965 167	-96 000	1,16 %	5
Totens Sparebank	15.08.2014	3,94	15.02.2012	20 000 000	19 752 000	4,57	0,12	98,86	100 689	19 772 880	19 873 569	20 880	1,16 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	26.03.2012	4,27	26.03.2012	18 000 000	18 216 540	3,02	0,23	100,32	8 540	18 058 302	18 066 842	-158 238	1,05 %	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,62	02.02.2012	18 000 000	17 882 100	4,02	0,10	99,65	106 790	17 936 622	18 043 412	54 522	1,05 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2012	4,17	30.03.2012	17 000 000	17 170 920	3,10	0,24	100,59	1 969	17 099 858	17 101 827	-71 062	1,00 %	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	3,83	21.03.2012	17 000 000	17 028 050	3,75	0,21	100,32	18 086	17 054 604	17 072 690	26 554	0,99 %	5
Sparebanken Hedmark	14.02.2012	3,25	14.02.2012	16 000 000	16 002 240	2,73	0,12	100,07	67 889	16 011 312	16 079 201	9 072	0,94 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,58	16.01.2012	15 000 000	14 968 500	3,29	0,04	100,29	111 875	15 043 170	15 155 045	74 670	0,88 %	5
Sparebank 1 Sør Sunnmøre	28.01.2014	4,25	30.01.2012	15 000 000	14 989 500	4,24	0,08	100,23	113 333	15 034 680	15 148 013	45 180	0,88 %	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	4,63	24.01.2012	11 000 000	11 161 700	3,70	0,07	101,29	96 201	11 142 208	11 238 409	-19 492	0,65 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	12.03.2012	3,27	12.03.2012	10 500 000	10 501 512	2,90	0,19	100,09	18 121	10 509 345	10 527 466	7 833	0,61 %	5
Totens Sparebank	30.01.2014	3,31	30.01.2012	10 500 000	10 306 320	4,33	0,08	98,27	58 890	10 317 961	10 376 852	11 641	0,60 %	5
Totens Sparebank	24.08.2012	3,98	24.02.2012	10 000 000	10 047 300	3,42	0,15	100,41	40 906	10 040 930	10 081 836	-6 370	0,59 %	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	16.01.2012	3,63	16.01.2012	10 000 000	10 035 350	2,61	0,05	100,05	75 625	10 005 060	10 080 685	-30 290	0,59 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,94	09.03.2012	10 000 000	10 008 000	3,62	0,18	100,50	24 078	10 049 820	10 073 898	41 820	0,59 %	5
Sparebank 1 Telemark	07.02.2012	3,24	07.02.2012	10 000 000	10 004 390	2,72	0,10	100,06	48 600	10 006 280	10 054 880	1 890	0,59 %	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	4,11	27.02.2012	7 000 000	6 968 140	4,57	0,15	99,16	28 770	6 941 389	6 970 159	-26 751	0,41 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	14.06.2012	3,62	14.03.2012	5 000 000	5 011 500	3,13	0,20	100,25	8 547	5 012 595	5 021 142	1 095	0,29 %	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	26.06.2012	4,40	26.03.2012	3 000 000	3 039 300	3,08	0,23	100,70	1 467	3 020 931	3 022 398	-18 369	0,18 %	5
Finanscertifikat														
Bank 1 Oslo Akershus AS	28.09.2012	3,16	28.03.2012	70 000 000	69 997 000	3,12	0,23	100,09	18 433	70 065 240	70 083 673	68 240	4,08 %	5
Pareto Bank ASA	20.04.2012	3,67	20.01.2012	10 000 000	9 998 000	3,51	0,06	100,08	73 400	10 007 560	10 080 960	9 560	0,59 %	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Finansobligationer														
Sparebank 1 SMN	01.03.2012	3,80		4 000 000	4 012 700	2,81	0,16	100,16	127 014	4 006 336	4 133 350	-6 364	0,24 %	5
Finanscertifikat														
BN Bank ASA	24.08.2012	3,50		105 000 000	105 002 065	3,26	0,63	100,14	1 298 836	105 151 620	106 450 456	149 555	6,20 %	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	13.04.2012	3,30		60 000 000	59 997 620	3,01	0,28	100,07	141 041	60 044 460	61 454 871	46 840	3,58 %	5
Sparebank 1 Boligkreditt AS	30.05.2012	3,39		60 000 000	60 003 000	3,11	0,40	100,13	172 751	60 076 440	60 249 191	73 440	3,51 %	5
BN Bank ASA	05.12.2012	3,50		50 000 000	50 000 000	3,42	0,90	100,07	124 658	50 036 450	50 161 108	36 450	2,92 %	5
Sparebank 1 Boligkreditt AS	29.06.2012	3,43		20 000 000	20 000 000	3,14	0,48	100,15	172 910	20 029 100	20 202 010	29 100	1,18 %	5
Sparebanken Møre	15.03.2012	4,00		15 000 000	15 104 160	2,89	0,20	100,22	478 356	15 032 880	15 511 236	-71 280	0,90 %	5
SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ ³⁾				1286629457				7 630 687		1285598170	1293228857	-1031 287	75,29 %	

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

Alla räntepapper omsätts på den norska marknaden.

Andelskurs per den 30 december 2011 103,0476

Kr 55 172 953 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

SKAGEN Avkastning

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (anggett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallo- datum	Kupong	Valuta	Ränte- reglerings- tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta ³⁾	Duration ²⁾	Marknads- kurs	Upplupen ränta	Marknads- värde	Marknads- värde inkl. upplupen ränta	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Risk- klass ⁴⁾
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA															
Finansobligationer															
Sparebank 1 Nord-Norge	06.10.2014	4,06	NOK	06.01.2012	75 000 000	75 395 000	4,32	0,02	99,60	727 417	74 701 425	75 428 842	-693 575	6,53%	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	4,65	NOK	12.03.2012	60 000 000	62 028 000	4,05	0,19	101,32	147 250	60 794 400	60 941 650	-1 233 600	5,28%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	08.03.2013	3,94	NOK	09.03.2012	50 000 000	50 050 800	3,62	0,18	100,50	120 389	50 249 100	50 369 489	198 300	4,36%	5
Kreditforeningen for Sparebanker	30.06.2012	4,17	NOK	30.03.2012	50 000 000	50 441 000	3,10	0,24	100,59	5 792	50 293 700	50 299 492	-147 300	4,36%	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	3,57	NOK	10.02.2012	40 000 000	39 740 000	3,66	0,11	100,01	202 300	40 004 880	40 207 180	264 880	3,48%	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	4,09	NOK	06.02.2012	40 000 000	40 150 000	4,43	0,10	99,49	245 400	39 797 200	40 042 600	-352 800	3,47%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	16.10.2012	3,58	NOK	16.01.2012	38 000 000	38 016 600	3,29	0,04	100,29	283 417	38 109 364	38 392 781	92 764	3,33%	5
Aurskog Sparebank	15.01.2013	3,58	NOK	16.01.2012	30 000 000	29 760 000	3,52	0,04	100,15	223 750	30 043 980	30 267 730	283 980	2,62%	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	3,73	NOK	03.02.2012	30 000 000	29 719 500	3,68	0,09	100,24	180 283	30 072 930	30 253 213	353 430	2,62%	5
Pareto BankASA	04.04.2014	4,41	NOK	04.01.2012	30 000 000	29 985 900	4,84	0,01	99,36	323 400	29 806 590	30 129 990	-179 310	2,61%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	3,81	NOK	19.03.2012	30 000 000	30 008 250	4,06	0,21	99,69	38 100	29 905 950	29 944 050	-102 300	2,59%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	3,60	NOK	30.01.2012	30 000 000	29 643 000	4,16	0,08	99,14	192 000	29 742 630	29 934 630	99 630	2,59%	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	4,11	NOK	27.02.2012	30 000 000	30 018 000	4,57	0,15	99,16	123 300	29 748 810	29 872 110	-269 190	2,59%	5
BN BankASA	19.03.2014	3,73	NOK	21.03.2012	30 000 000	30 002 100	4,19	0,21	99,33	31 083	29 799 510	29 830 593	-202 590	2,58%	5
Totens Sparebank	27.11.2013	3,75	NOK	27.02.2012	25 000 000	24 729 000	4,28	0,16	99,27	85 937	24 817 000	24 902 937	88 000	2,16%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	17.02.2014	3,69	NOK	17.02.2012	25 000 000	24 890 000	4,24	0,13	99,16	112 750	24 789 975	24 902 725	-100 025	2,16%	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	3,66	NOK	28.03.2012	25 000 000	24 987 500	4,20	0,23	99,18	7 625	24 794 275	24 801 900	-193 225	2,15%	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	5,19	NOK	17.02.2012	20 000 000	20 775 500	4,06	0,13	102,48	126 867	20 496 400	20 623 267	-279 100	1,79%	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	3,48	NOK	16.01.2012	20 000 000	19 932 000	3,42	0,04	100,14	145 000	20 028 120	20 173 120	96 120	1,75%	5
Pareto BankASA	17.08.2012	4,14	NOK	17.02.2012	20 000 000	19 988 000	3,71	0,13	100,33	101 200	20 066 700	20 167 900	78 700	1,75%	5
Flekkefjord Sparebank	21.09.2012	3,51	NOK	21.03.2012	20 000 000	19 990 000	3,22	0,22	100,29	19 500	20 057 540	20 077 040	67 540	1,74%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	3,62	NOK	02.02.2012	20 000 000	19 985 000	4,02	0,10	99,65	118 656	19 929 580	20 048 236	-55 420	1,74%	5
Finanscertifikat															
Sparebank 1 Nordvest	02.09.2013	4,35	NOK	02.03.2012	40 000 000	40 204 000	4,10	0,17	100,53	140 167	40 213 240	40 353 407	9 240	3,50%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	10.08.2012	3,29	NOK	10.02.2012	30 000 000	29 799 000	3,19	0,11	100,11	139 825	30 031 890	30 171 715	232 890	2,61%	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA															
Utländska statsobligationer															
South African Government	31.03.2036	6,25	ZAR		100 000 000	54 546 051	9,06	9,90	54,81	1 164 336	54 807 221	55 971 557	261 170	4,85%	3
Slovak Government	27.04.2020	4,00	EUR		7 500 000	56 250 738	5,38	6,62	708,45	1 575 674	53 133 708	54 709 382	-3 117 030	4,74%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000 000	56 845 585	8,08	9,89	53,11	1 069 987	53 113 088	53 220 076	-3 732 496	4,61%	3
Polish Government	25.10.2021	5,46	PLN		29 500 000	52 229 176	5,60	7,36	172,09	512 574	50 765 830	51 278 405	-1 463 346	4,44%	2
Lithuanian Government	11.02.2020	7,37	USD		6 000 000	37 115 746	6,04	5,83	650,46	1 019 581	39 027 777	40 047 358	1 912 031	3,47%	2
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ ³⁾					1067225446				8220559		1059142814	1067363373	-8082632	92,46%	

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ Förvärdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2011, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 30 december 2011 131,963

Kr 0 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna 31 december 2011.

SKAGEN Tellus

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela NOK)

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

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepappret fluktuerar om räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2011, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 30 december 2011 104,8583

Kr 0 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna 31 december 2011.

SKAGEN Krona

Not 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2011 (angett i hela SEK)

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

RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA

Industriobligationer												
Sandvik AB	09.05.2012	4,55		13 000 000	13 093 900	3,06	0,35	100,51	13 066 118	351 764	3,33 %	6
												6

SUMMA VÄRDEPAPERSPORTFÖLJ⁴⁾				396 564 527				397 579 097		1 661 136	96,70 %	
---	--	--	--	------------------------------	--	--	--	------------------------------	--	----------------------------	--------------------------	--

Nyckeltal för portföljen

Effektiv ränta	3,23 %
Effektiv ränta till kunder ¹⁾	3,03 %
Duration ²⁾	0,21

¹⁾ Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

²⁾ Duration är ett förenklat uttryck för hur mycket kursen på räntepapperet fluktuerar som räntan ändrar sig med en procentenhet.

³⁾ Effektiv ränta är den genomsnittliga årliga avkastningen på ett räntepapper fram till det förfaller.

⁴⁾ Värdepapper är indelade i sex riskklasser efter kreditrisk. Klass 1 har lägst risk och klass 6 har högst kreditrisk.

Riskklass 1: Överstatliga organisationer
Riskklass 2: Stater och statsgaranterade inom EES
Riskklass 3: Stater och statsgaranterade utanför EES
Riskklass 4: Län och kommuner
Riskklass 5: Banker och finansinstitutioner
Riskklass 6: Industri

⁵⁾ För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2011, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på den svenska marknaden.

Andelskurs per den 30 december 2011 100,7418

Kr 9.498.901 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utdelningen.

Revisionsberättelse



Til styrelsen i SKAGEN AS

Revisionsberättelse

Rapport om årsredovisningen

Vi har revidert de bifogede finansielle rapportene for verdipappersfondene, vilka består av balansregninger per den 31 desember 2011 og resultatregninger, en sammanfattning av betydelsefulle redovisningsprinsipper samt andre opplysninger. Resultatregningene viser følgende resultat for redovisningsåret som avslutades den 31 desember 2011:

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

Styrelsens ansvar for årsredovisningen

Det er styrelsen som har ansvaret for å opprette en årsredovisning som gir en rettvisende bilde enlig årsredovisningslagen og god redovisningssed i Norge for den interna kontroll som styrelsen bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

Revisorns ansvar

Vårt ansvar är att uttala oss om årsredovisningen på grundval av vår revision. Vi har utfört revisionen enligt lag, föreskrifter och god revisionssed i Norge inklusive International Standards on Auditing. Dessa standarder kräver att vi följer yrkesetiska krav samt planerar och utför revisionen för att uppnå rimlig säkerhet att årsredovisningen inte innehåller väsentliga felaktigheter.

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur företaget upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra ett uttalande om effektiviteten i företagets interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

Vi anser att de revisionsbevis vi har inhämtat är tillräckliga och ändamålsenliga som grund för våra uttalanden.

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



Uttalanden

Enligt vår uppfattning ger årsredovisningen en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av värdepapperfondernas finansiella ställning den 31 december 2011 och av dess finansiella resultat för året enligt årsredovisningslagen och god redovisningssed i Norge.

Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar

Uttalanden om styrelsens rapport

Baserat på vår revision av årsredovisningen som är beskriven ovan, är det vår uppfattning att upplysningarna i styrelsens rapport om årsredovisningen, förutsättningarna för fortsatt drift och förslag till disposition av resultat i de enskilda fonderna är konsistent med årsboks slutet och i enlighet med lag och föreskrifter.

Uttalanden om registrering og dokumentation

Baserat på vår revision av årsredovisningen som är beskriven ovan, och kontrollhandlingar vi funnit nödvändiga enligt International Standard on Assurance Engagements ISAE 3000, "Assurance Engagements Other than Audits or Reviews of Historical Financial Information", är det vår uppfattning att ledningen har uppfyllt förpliktelseerna att säkerställa behörig och översiktlig registrering och dokumentation av fondernas redovisningsupplysningar i överensstämmelse med lag och god bokföringssed i Norge.

Stavanger, 26. januari 2012
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsautoriseret revisor

Notera: Denna översättning från norska har blivit preparerat endast för information

Så skapar vi resultat

SKAGEN har som målsättning att ge kunderna bäst möjlig avkastning i förhållande till den risk de tar. För att lyckas med vår aktiva förvaltning används en värdebaserad investeringsfilosofi med breda mandat – en filosofi som bygger på sunt förnuft.

Investerings- direktör



Harald Espedal

SKAGEN Global



Kristian Falnes



Torkell Eide



Søren Milo Christensen



Chris-Tommy Simonsen

SKAGEN Vekst



Beate Bredeesen



Ole Sjøberg



Geir Kjetland
Ny 2012

SKAGEN Kon-Tiki



Kristoffer Stensrud



Knut Harald Nilsson



Ross Porter



Cathrine Gether
Tjänstledig



Ola Sjöstrand



Elisabeth Gausel
Tjänstledig



Tomas N. Middelthon
Ny 2012



Torgeir Høien

SKAGEN Krona

SKAGEN Tellus

SKAGENS filosofi går i korthet ut på att investera i företag som är *undervärderade, underanalyserade och impopulära* – företag där vi identifierat möjliga händelser som skulle kunna synliggöra dolda värden och därmed skapa meravkastning för våra fondandelsägare.

Engagerade portföljförvaltare

Portföljförvaltarna har en gemensam övertygelse om att användningen av SKAGENS investeringsfilosofi kräver tålamod, engagemang och grundliga analyser

Portföljförvaltarna arbetar tätt med varandra i huvudkontoret i Stavanger. Teamet har stärkts kontinuerligt för att sörja för god kunskapsöverföring mellan förvaltarna, som har olika bakgrund och erfarenheter. Nära kontakt öppnar för kommunikation tvärs över bordet, och

förenklar möjligheterna att dela med sig av idéer och analyser i investeringsprocessen.

Portföljförvaltarna har en prestationsbaserad lön/bonusordning och har placerat en betydande andel av sina egna medel i SKAGENS fonder. Nyckelpersonal är också delägare i bolaget, ett sätt för SKAGEN att attrahera och behålla motiverade och kompetenta medarbetare. Något som i sin tur ökar möjligheterna för SKAGEN att tillhandha långsiktigt goda resultat för våra kunder.

Huvudkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, 4001 Stavanger, Norge
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon + 47 04 001
Telefax + 47 51 86 37 00
Organisationsnummer: 867 462 732
www.skagenfondene.no

Kontakta kundservice

Kundservice är bemannat måndag till fredag klockan 9–17. Kom in på något av våra ni kontor, ring eller skicka e-post, så ska vi göra allt vi kan för att hjälpa dig.
kundservice@skagenfonder.se www.skagenfonder.se
Telefon: 0200-11 22 60 eller 800 SKAGEN
Telefax: 08-555 979 48
Om du ringer från utlandet: +46 8 555 979 00

Upplaga: 10 000 ex
Design och produktion: Chiffer
Tryck: Elanders