

5

**15 år**

SKAGEN Vekst jubilerer.

6

**Hold balansen**

Slik får du best mulig avkastning til den risikoen du vil ta.

7

**Fornuft eller følelser?**

Psykologien er bedre til å forklare svingningene i aksjemarkedet enn økonomisk teori.

8

**Spør SKAGEN**

Meld deg på og få svar på vinterens informasjonsmøter



FILIP WEINTRAUB

**36**

**Verdiene forsvinner ikke med aksjekursene**

*Vinternat ved Fuldmane, Østby, Skagen, 1901. Utsnitt. Carl Locher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.*

LES PORTEFØLJEFORVALTERNES BERETNING PÅ SIDE 12

## Vintermørk verden

Med en verdensøkonomi i syklisk og strukturell krise, går vi en kald vinter i møte. Heldigvis kommer det statlige redningspakker både før og etter jul.



## SKAGEN FONDENES MARKEDSRAPPORT NR 7 2008

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

### Postadresse:

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

### Telefonnr.:

04001

### Redaksjon:

Tore Bang, fagredaktør  
Ole-Christian Tronstad, redaktør,  
Trygve Meyer, journalist

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

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

*SKAGEN anbefaler alle som ønsker å investere i våre fond å ta kontakt med en kvalifisert kundesrådgiver på telefon 04001 eller alfa-nummer 800 SKAGEN. Du kan også sende epost til kundeservice@skagenfondene.no*



12 Nedgangsperioden vi nå er inne i tegner til å bli verre enn alle andre nedturer for verdensøkonomien siden oljekrisen i 1974-75.



12 Psykologien er bedre egnet til å forklare det som skjer i aksjemarket - det enn økonomisk teori, mener første amanuensis Øyvind Eikrem.

12 Statlige redningspakker til tross – forbruket er på vei ned, det samme er inflasjonen.

Foto: Bloomberg News



På forsiden: Vinternat ved Fuldmåne. Østerby. Skagen. 1901. Utsnitt. Malt av Carl Locher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skagens Museum.

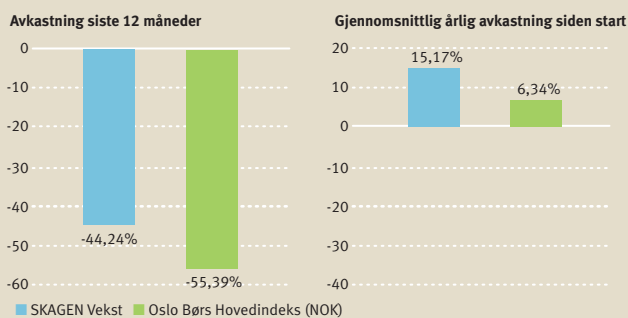
- |    |   |    |                                    |
|----|---|----|------------------------------------|
| 3  | SKAGEN Fondenes utvikling               | 10 | Forslag til nye medlemmer i styret |
| 4  | Leder og kommentar                      | 11 | Kvartalsregnskap                   |
| 5  | SKAGEN Vekst 15 år                      | 12 | Porteføljeforvalterens beretning   |
| 6  | Hold balansen                           | 18 | Rentemarkedet                      |
| 7  | Mer fornuft enn følelser                | 22 | Fondsdoktor                        |
| 8  | Spør SKAGEN                             | 23 | Avkastnings- og risikomålinger     |
| 10 | SKAGEN Fondenes nyttårs-konferanse 2009 | 24 | Porteføljer                        |
| 10 | Pensjon, sparing og skattefradrag       |    |                                    |

# SKAGEN Fondenes utvikling

I tabellene kan du se hvilken avkastning de respektive SKAGEN fond har skapt i forhold til fondenes referanseindekser. Tallene er oppdatert pr. 28. november 2008.

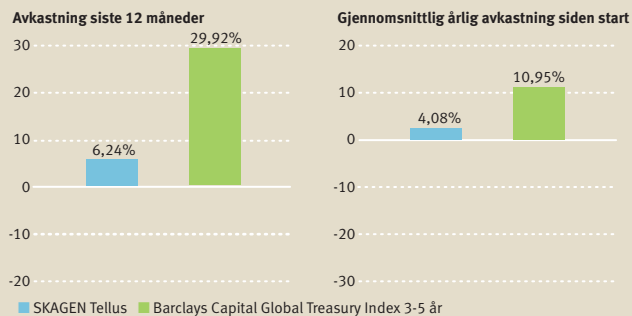
## Aksjefondet SKAGEN VEKST

Forvalter: Kristian Falnes Start: 1 desember 1993



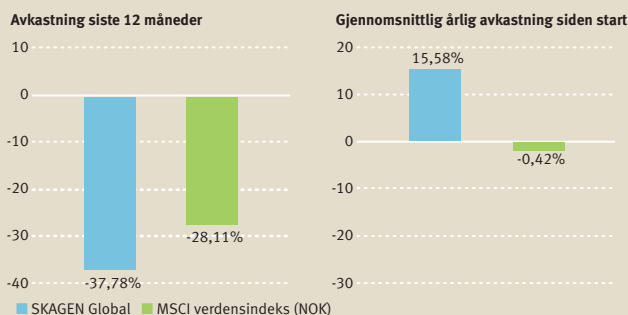
## Rentefondet SKAGEN TELLUS

Forvalter: Torgeir Høien Start: 29 september 2006



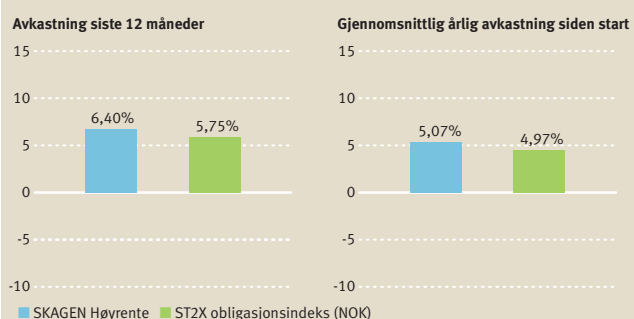
## Aksjefondet SKAGEN GLOBAL

Forvalter: Filip Weintraub Start: 7 augusti 1997



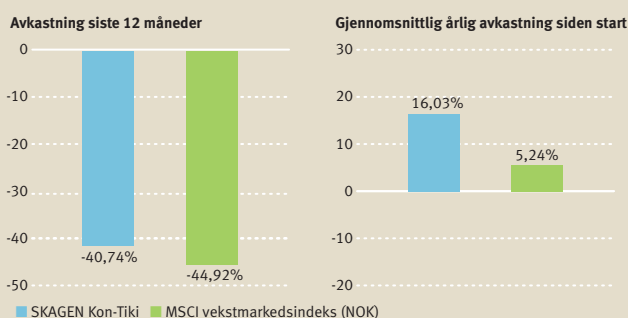
## Rentefondet SKAGEN HØYRENTE

Forvalter: Ola Sjøstrand Start: 18 september 1998



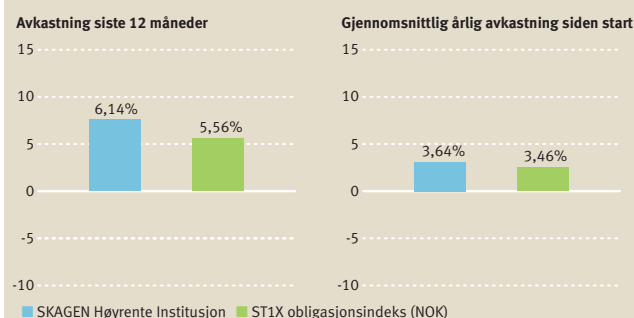
## Aksjefondet SKAGEN KON-TIKI

Forvalter: Kristoffer Stensrud Start: 5 april 2002



## Rentefondet HØYRENTE INSTITUSJON

Forvalter: Ola Sjøstrand Start: 14 mars 2003



# Investeringsmuligheter i urolige tider

De økonomiske indikatorene peker i retning av at USA og Europa skal gjennom den verste økonomiske nedgangsperioden siden 1981/82. Alle aktivklasser er hardt rammet bortsett fra vestlige statsobligasjoner. Vi må helt tilbake til 30-tallet for å se et konjunkturomslag så drevet av frykt som det vi opplever nå. Det som er annerledes denne gangen er at krisen har rammet fort og veldig bredt. Når alle trækker til bremsene samtidig, blir bremsen til gassen som setter fart på depresjonen. Tidligere kriser har ofte begrenset seg til en region eller noen bransjer, som Asia, Mexico og Latin-Amerika og dot.com boblen. Denne gangen diskrimineres det ikke mellom gode og dårlige investeringer, regioner og bransjer.

Aksjemarkedet globalt prises nå atskillig lavere enn ved resesjonene i begynnelsen av dette tiåret og ved begynnelsen av 90-tallet, mens prisingen er noe høyere enn under den dypere og mer langvarige økonomiske nedturen på begynnelsen av 80-tallet hvor rentene og inflasjonen i tillegg var tosifret.

Aksjemarkedene har falt kraftig globalt og våre aksjefond er rammet også. 2008 tegner til å bli et meget svakt år for absolutt avkastningen i våre fond. SKAGEN Global har ved utgangen av

november falt med 36 prosent hittil i år mot 26 prosent for verdensindeksen. Mindreavkastningen på 10 prosentpoeng i forhold til det globale aksjemarkedet har kommet siden sommeren og skyldes flere forhold. En veldig kraftig styrking av den amerikanske dollaren har løftet verdien av alle amerikanske aksjer. På tross av mange åpenbare makroøkonomiske problemer i USA har også amerikanske aksjer vært blant dem som har klart seg best – blant annet som følge av en konsentrasjon om veldig store selskaper i aksjemarkedet. Videre har våre koreanske innehav i Samsung Electronics og LG Electronics hatt svak verdiutvikling både som følge av sterk aksjekursnedgang og svekkelse av den koreanske valutaen. Sistnevnte forhold styrker på sikt eksportinntektene til disse elektronikkjigantene. SKAGEN Kon-Tiki har falt med 40 prosent som er 4 prosentpoeng bedre enn vekstmarkedsindeksens minus 44 prosent. SKAGEN Vekst har falt mindre enn Oslo Børs med et verdifall på 45 prosent mot 55 prosent for den norske børsen.

SKAGEN Avkastning har merket at den globale finanskrisen har gitt ekstreme utslag i kredittmarkedene og en veldig flukt til vestlige statsobligasjoner. Dette har først og fremst gitt kursfall på fondets investeringer i utenlandske statsobli-

## LEDEREN

Harald Espedal,  
Administrerende direktør,  
SKAGEN Fondene



gasjoner. Fondets avkastning ved utgangen av november var på minus 5 prosent hittil i 2008.

SKAGEN Høyrente har hatt stor nytte av en kort forfallstruktur, ingen ansvarlige lån og en veldiversifisert låneportefølje. Dette har bidratt til at fondets avkastning er best av norske pengemarkedsfond, både når vi ser på tre og fem års sikt.

Mediene i den globale verden vi lever i har bidratt til å hausse kriseforståelsen, mener Øyvind Eikrem, 1. amanuensis ved psykologisk institutt ved NTNU i Trondheim. Les mer om hvorfor han mener markedet styres mer av følelser enn fornuft.

En periode med nedgang blir vanligvis fulgt av en periode med sterk oppgang og gode selskapsresultater. Vi mener det er overveiende sannsynlig at historien vil gjenta seg. For investorer med minimum fem års tidshorisont, vil det nå være gode investeringsmuligheter. Men vi kan ikke vente en jevn og stigende kurs. Det kommer til å være humper i veien.

God Jul!

## KOMMENTAR



Tore Bang  
Fagredaktør  
SKAGEN Fondene

For kun noen få måneder siden var det store demonstrasjoner i flere u-land, eller vektmarkedsland som vi kaller dem, mot de høye matvareprisene. Da hadde prisene på både matråvarer og andre råvarer, inkludert oljen, gått til himmels. Med en oljepris på nesten 150 dollar fatet mente mange såkalte eksperter at oljeprisen kunne gå i både 200 og 300 dollar fatet.

Råvare- og energitunge Oslo Børs var i slutten av mai oppe og snuste på all time high-noteringen fra sommeren 2007. Glemte var børskrakket i januar, da vår hjemlige børs stupte 25 prosent. Amerikanske subprimelån og kredittkrise var heller ikke så skummelt lenger. Alt tydet jo på at verdensøkonomien gikk strålende. Det største problemet for verdensøkonomien den gang var den høye inflasjonen.

## Hvem slo av lyset?

Så skjedde det ett eller annet i løpet av sommeren. Råvarer og skipsrater gikk sakte men sikkert ut i fritt fall. Det store mageplasket kom etter at Lehman Brothers i september ble sendt til de evige jaktmarkeder, og kredittkrisen slo inn med full styrke. Investorene måtte realisere de aktiva som selges kunne for å få sårt tiltrengt cash. Aksjemarkedet ble i stadig større grad benyttet som bank. Investorene brydde seg ikke lenger så mye om pris, bare de kunne få dyrebare penger inn på konto.

Hva skjedde egentlig? En god del av "æren" skal nok hedgefondsbransjen ha. Aktivaklassen var før inngangen til dette året klassifisert med en lavere risiko enn aksjer, og lavere forventet avkastning (selv om noen hevder at risikoen er lav og avkastningen høy).

Nå har det imidlertid vist seg at stadig flere forvaltere av hedgefond, og andre spekulanter, kastet seg på trender i økonomien – som oppturen for råvarer. Og de har på vei opp stadig økt belåningen av egenkapitalen. Når så slike hypertrender snur nedover, faller korthuset fort sammen.

Sett i ettertid var det ikke mye realøkonomisk hold i de fantasiratene vi så i våres i shippingmarkedet, ei heller de rekordhøye råvareprisene. Både skipsrater og råvarepriser var i "gode gamle dager" en god indikator for temperaturen i økonomien. Dette termometeret er ikke lenger så mye verdt.

I dag er det resesjon i den vestlige verden. Det nye fyordet er ikke lenger inflasjon, men deflasjon. Det er kollektivt innkjøpsstopp, og lagrene av både råvarer og ferdigvarer tømmes. Kontraheringer av nye skip kanselleres. Riktignok forventes det fremdeles positiv vekst i vekstmarkedene neste år, men takten blir langt lavere enn de siste årene.

Bare svarte natta med andre ord? I skrivende stund ja. Men da denne nedturen for både realøkonomien og aksjemarkedene har kommet særdeles brått og dramatisk, kan oppturen også komme før du aner. Selv etter en rekke nedjusteringer av inntjeningsestimaterne til selskapene i våre aksjeporteføljer prises disse nå til nivåer under det vi så vinteren 2003. Og så lenge verden ikke går under, er det håp.

tb@skagenfondene.no

# SKAGEN Vekst 15 år

Sagaen om SKAGEN Vekst henger i stor grad sammen med historien til SKAGEN Fondene. 1. desember fylte vårt norsk-globale aksjefond 15 år.

Fond med 15 års historikk hører til sjeldenhetene, det samme gjør fond som har hatt samme forvalter i ti år. Enda sjeldnere er det å finne fond som har eksistert så lenge og som i tillegg har levert gjennomgående god historisk avkastning. SKAGEN Vekst er ett av unntakene. Se avkastningstabellene på side 3 for gjennomsnittlig avkastning siden starten.

SKAGEN Vekst har opp gjennom årene fått en rekke priser og utmerkelse for sine resultater. Så sent som i oktober i år rangerte ratingbyrået Standard&Poor's fondet som nummer to av 1740 globale fond for sine prestasjoner de siste fem årene.

## Et annerledes selskap

I 1993 bestemte SKAGEN-gründerne Tor Dagfinn Veen, Kristoffer Stensrud, Åge K. Westbø og Geir Tjetland seg for at de skulle starte et aksjefond som var annerledes og bedre enn de som fantes på markedet på den tiden.

1. desember 1993 så SKAGEN Vekst dagens lys, et aktivt forvaltet fond med en verdibasert investeringsfilosofi. Fra starten var porteføljen på 10,3 millioner kroner og besto av de første 25 kundenes aksjeforføljer. De største postene besto blant annet av Norske Skog, det svenske shippingsselskapet Concordia Maritim og Ericsson Spa. - Etter et halvt år hadde kunder, venner og familie gitt oss ytterligere 100 millioner kroner, slik at forvaltningskapitalen var nærmere 120 millioner. En fantastisk anerkjennelse og tillit som vi var, og fortsatt er, utrolig glade for, sier viseadministrerende direktør Åge Westbø.

Det var aldri noen selvfølge at SKAGEN Vekst skulle forsørge de ansatte i starten, og i enkelte perioder ble det ikke tatt ut lønn i selskapet. Det var først da fondet ble klassifisert som AMS-fond at det snudde.

- At vi ble klassifisert som AMS-fond gjorde at vi fikk publisitet fra første stund. Det var kanskje

den fremste årsaken til den tidlige fremgangen, siden vi ble nevnt i sammenheng med AMS-fond, sier Kristoffer Stensrud.

## Logisk norsk-globalt investeringsmandat

De norske hovednæringene som energi, transport og råvarer er sykliske. Oslo Børs har derfor en lang historie av brå bevegelser og svingninger i takt med at økonomien har pendlet mellom høy- og lavkonjunktur. Tanken bak et norsk-globalt fond var å jevne ut de særnorske svingningene med den internasjonale delen av mandatet, gjennom å investere i bransjer som ikke var representert på den norske børsen.

Alle gründerne hadde bakgrunn i globale analyser, men det var Kristoffer Stensrud som var den drivende kraften bak forvaltningen, fremholder Åge Westbø.

- Kristoffer var fondets porteføljevalter og tok investeringsbeslutningene. Jeg jobbet med analyse og det operative i forvaltningen, mens Tor Dagfinn kom med innspill. Felles analysemiljø, individuelle beslutninger, på samme måte som porteføljevalterteamet arbeider i dag, sier Westbø.

- Det er ingen tvil om at det var Kristoffer som tilførte originalitet med sin investeringsfilosofi, en filosofi som har vært uforandret siden starten. Den originale tanken å kjøpe billige aksjer og ikke nødvendigvis følge markedet. Det er få som gjør det i dag, sier Tor Dagfinn Veen. Han er i dag medeier og styremedlem i forvaltningsselskapet SKAGEN AS.

## Nytt fond – ny forvalter

Da ideen om å opprette SKAGEN Global ble realisert i 1997, økte behovet for forsterkninger av forvalterteamet, som inntil da hadde bestått av Kristoffer Stensrud. Kristian Falnes hadde tidligere jobbet sammen med Åge Westbø i SR-Fond fra 1990-94, en jobb han overtok etter Kristoffer.

- Da jeg begynte der tok jeg over Kristoffers skrivebord og papirhauger også. Da jeg fikk tilbud om å begynne i SKAGEN i 1997 kjente jeg derfor

til personene, miljøet og investeringsfilosofien til SKAGEN. Investeringsfilosofien var naturligvis særlig viktig – det vil si at det fantes en felles forståelse for hvordan man skal investere i aksjer for å oppnå langsiktig, god risikostyrt avkastning, sier Kristian Falnes.

Da Falnes fikk forvalteransvar for SKAGEN Vekst var det opprinnelig for den norske delen av porteføljen. Men siden hele fondets sammensetning ble sett i en sammenheng, var det et tidsspørsmål før han fikk totalansvar for hele fondet.

- Vi har aldri tilbedt spesialistrollen i SKAGEN, verken bransjemessig eller geografisk. Snarere tvert imot tror vi at det er viktig å ha generalistbrillene på i investeringsprosessen. I det perspektivet var det naturlig at jeg tok fullt ansvar for SKAGEN Vekst i år 2000, etter at "læretiden" var over, sier Falnes.

## Allround-fond

Falnes mener at fondet opprinnelig var tenkt som et bra allround-fond for norske sparere, men at fondet passer bredere kundegrupper også.

- Fondet passer også bra for utenlandske investorer som ønsker et fond rettet mot norsk næringsliv. Fondets globale mandat, opp til 50 prosent av fondet, gjør at det ofte har mindre svingninger enn Oslo Børs. I forhold til SKAGEN Global bør det forventes at SKAGEN Vekst, i og med sin spissing mot det sykliske norske næringslivet, skal gi høyere svingninger og dermed høyere risiko. Historisk har imidlertid ikke risikoen vært nevneverdig høyere i SKAGEN Vekst enn i SKAGEN Global, sier han.

## Hviler ikke på laurbærene

Tross over ti år som forvalter er det fortsatt utfordringer som driver Kristian Falnes videre. Han er mer overbevist enn noensinne at markedene ikke er effektive og at det derfor fortsatt er mulig å finne undervurderte selskaper.

- Den intellektuelle utfordringen er å finne gull der andre tror at det bare fins gråstein. Et lavt vurdert selskap som ingen liker er spennende og representerer ofte interessante investeringsmuligheter, med begrenset risiko og stor oppside dersom de rette kurstriggerne inntreffer, sier Falnes.

Det er fondets fremtid som er mest interessant, tross historiske resultater. Som porteføljevalter mener Kristian Falnes det er viktig å se over fondets poster og være mentalt forberedt på å "kjøpe" hele porteføljen hver dag. På oppfordring om å sammenligne fondets investeringer i dag opp mot porteføljen i 1997 svarer han:

- I dag er vurderingen av porteføljen på det laveste nivået jeg har sett i hele min tid som forvalter, basert på tradisjonelle nøkkeltall som P/E, Pris/Bok og andre.



## Støtter Kirkens Bymisjon

SKAGEN Fondene vil i år gi en pengegave til organisasjonen "Kirkens Bymisjon" i stedet for å sende ut julekort til sine kontakter.

Blant Kirkens Bymisjons viktigste oppgaver er å arbeide for, med og blant byens mennesker, særlig de svakest stilte, samt å avdekke og bekjempe krenkelser av enkeltmennesker og grupper. Organisasjonen har i dag 1750 ansatte og

rundt 1850 frivillige. De er representert med egne stiftelser i de fleste store byene i Norge.

Med dette ønsker vi alle våre kunder og forbindelser en riktig god jul og et godt nyttår!

# Hold balansen

**Et godt utgangspunkt for en riktig balanse mellom aksje- og renteinvesteringer er at du eier nok aksjer til at du gleder deg over oppgang, og nok penger til at du gleder deg over nedgang slik at du kan kjøpe mer, skriver analytiker Harald Haukås**

I utgangspunktet er det forventet at det lønner seg å ha alle sparepengene i aksjemarkedet hvis tidshorisonten er lang. SKAGEN fondene anbefaler derfor generelt sparing i aksjefond hvis sparehorisonten er fem år eller lengre og rentesparing ved kortere tidshorisont. Dette forutsetter imidlertid at du ikke endrer denne strategien i slike perioder som vi nå er inne i.

## Erfaring med svingninger

Det er mange gode grunner for at du ikke bør ha alle sparepengene i aksjer, også i en langsiktig portefølje. En av de viktigste er at mange ikke har erfaring med kurssvingninger, og verken tåler eller ønsker å utsette seg for lengre nedture i aksjemarkedene. Hvis du blir stresset og sover dårlig i slike turbulente tider bør du redusere aksjeandelen. En annen god grunn til ikke å ha alt i aksjer er at det er kjekt å ha en del av pengene tilgjengelige i rentepapirer når aksjer blir billige.

## Fordeling mellom aksjer og renter

En god test på om du har for mye eller lite aksjer, er hvilken vei du håper aksjemarkedet skal gå. Hvis du håper på nedgang eier du sannsynligvis for lite aksjer og omvendt.

Hvis du ønsker å redusere risikoen i porteføljen, bør du ta en beslutning om hvor stor andel aksjer du ønsker å ha. Dette kan innebære helt enkle strategier som å ha like mye i aksjer og renter, til strategier som innebærer en variabel andel i aksjemarkedet. Vårt generelle råd til de som ønsker variable strategier er å øke aksjeandelen når aksjemarkedet synker. Dette innebærer også at du reduserer aksjeandelen når markedet tar seg opp igjen.

## Vi anbefaler ikke timing

Flere hevder at SKAGEN aldri anbefaler salg av aksjer. Dette er delvis riktig. Den største faren for en langsiktig aksjeeier er at han går glipp av sterke oppgangsperioder og ikke kortsiktige tap. Det betyr at vi aldri anbefaler å selge seg helt ut av aksjemarkedet med den hensikt å være smart fordi en skal prøve å kjøpe aksjene tilbake billigere på et senere tidspunkt.

Dette betyr likevel ikke at vi ikke anbefaler tilpasninger til porteføljen som kan innebære både kortsiktige kjøp og salg av aksjefond. Dette er imidlertid tilpasninger som gjøres med basis i den faktiske markedsutvikling og ikke basert på hva en tror blir den fremtidige utviklingen i aksjemarkedet.

## Rebalansering basert på faktisk kursutvikling

Forskjellene på disse tilnærmingene kan illustreres med et eksempel. Anta at du kjøper aksjefond til kurs 100. Kursen synker deretter til 90. Du tror at kursen skal videre ned. Hvis du ønsker å gjøre kortsiktige tilpasninger i forhold til hva du tror om den fremtidige utviklingen betyr dette at du skal selge, og i hvert fall ikke kjøpe mer.

Hvis du derimot gjør kortsiktige tilpasninger i forhold til den aktuelle markedsutviklingen kjøper du flere fondsandeler etter kursfallet på ti prosent, for med det å opprettholde balansen mellom aksjer og renter. Kortsiktige tilpasninger innebærer også kortsiktige salg. Hvis aksjefondet stiger fra 90 til 100 kan du selge det du kjøpte på kurs 90 til kurs 100, for igjen å opprettholde balansen i porteføljen. Du oppnår da en kortsiktig gevinst på de andelene du kjøpte



Analytiker, Harald Haukås

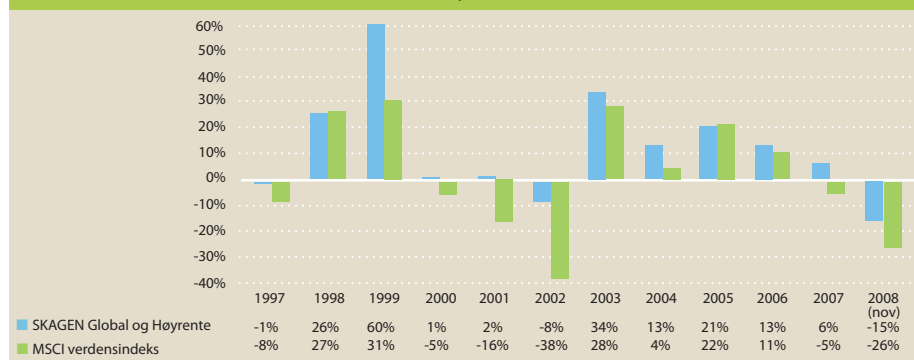
på kurs 90. Dette er imidlertid ikke en gevinst som følge av at du prøvde å være smart, men fordi du forholdt deg til hva som faktisk skjedde og tilpasser deg den opprinnelige balansen mellom aksjer og renter.

## Rebalansering er ikke timing

Fordelen med å balansere porteføljen basert på den faktiske markedsutviklingen er at du "aldri gjør feil". Du baserer deg på fakta (faktisk nedgang eller oppgang) og ikke på timing, om hva du tror blir den fremtidige utviklingen. Fordelen med dette er at du ikke har en strategi som lar seg påvirke av den generelle markedspsykologien.

Vårt syn på timing av kortsiktige kursbevegelser er at dette i praksis er meget vanskelig, om ikke umulig. En slik strategi er også stressende i forhold til hvor ofte en klarer å gjette riktig. De fleste som prøver å time markedet ender opp med en stor andel av pengene i rentefond, fordi en gikk ut av aksjemarkedet på et ugunstig tidspunkt. Dette blir dessuten veldig tidkrevende fordi en hele tiden må jakte informasjon og gjøre opp en mening om fremtidig kursutvikling.

## SKAGEN GLOBAL OG SKAGEN HØYRENTE MOT VERDENSDINDEKSEN



Det eneste fornuftige for passive investorer er å lage en strategi som ikke baserer seg på analyser om den fremtidige kortsiktige utviklingen i aksjemarkedet, men som forholder seg til den faktiske utviklingen.

### Praktiske strategier for rebalansering

Det finnes mange strategier for å redusere risikoen knyttet til en portefølje. En helt enkel strategi er å plassere like mye i aksjemarkedet som i rentemarkedet. Denne fordelingen kan så rebalanseres en gang i året. Dette er en enkel strategi som har gitt god avkastning og som begrenser risikoen betydelig. I grafen på forrige side har vi illustrert hvordan 50 prosent av pengene plassert i SKAGEN Global og SKAGEN Høyrente har utviklet seg i forhold til 100 prosent investert i Morgan Stanley sin verdensindeks for aksjer.

Grafen viser at du i alle år ville hatt en avkastning på linje eller bedre enn verdensindeksen til betydelig lavere risiko. Hvis du ser bort fra oppstartsåret er det kun to negative år, i 2008 og år 2002. Hittil i år har denne kombinasjonen gitt en negativ avkastning på 15 %.

Selv om denne strategien er enkel, er den svært effektiv og lite tidkrevende.

Det finnes også andre og mer kompliserte strategier. En variant av strategien ovenfor er å rebalansere hver gang andelen i aksjer er enten lavere enn 45 % (selg rente- og kjøp aksjefond) eller over 55 % (selg aksje- og kjøp rentefond). Denne strategien krever imidlertid at du overvåker aksjeandelen kontinuerlig og er således mer tidkrevende enn den passive strategien med årlig rebalansering beskrevet ovenfor.

### Rebalansering utløser skatt

En ulempe med rebalansering er at det utløser skatt hvis du har gevinst på aksjefondet. Hvis du investerer via et aksjeselskap slipper du skatt, men dette krever mer administrativ innsats. Den eneste tilpasningen du kan gjøre er å passe på å rebalansere etter nyttår hvis avkastningen i aksjefondet er positiv, og før nyttår hvis den er negativ. Dermed får du utsatt betalingen av skatten på gevinsten, men får tatt tapet på ligningen "med en gang".

Uavhengig av dette vil det alltid bli mer skatt i rentefond enn i aksjefond. Det betyr at å redu-

sere risikoen medfører økt skatt, men hvis dette er nødvendig for å leve et bekymringsløst aksjeliv er dette kostnaden du må betale.

### Finn et behagelig risikonivå

Oppsummert anbefaler SKAGEN fondene å tilpasse aksjeandelen til det risikonivået du synes er behagelig. Samtidig anbefaler vi deg ikke å tilpasse risikoen basert på opplevelsen av risikoen etter det kraftig fallet i aksjemarkedene som vi har opplevd i år. Det kan være at mange nå oppfatter risikoen i aksjemarkedet som høy, mens den faktiske langsiktige risikoen kan være lav. Beslutninger og strategier for riktig aksjeandel bør være klarlagt når du foretar investeringer. Hvis du ønsker å endre strategien (aksjeandelen) i etterkant bør dette gjøres over litt tid, slik at beslutningen ikke får store negative konsekvenser for den porteføljen du allerede har.

Våre rådgivere kan hjelpe deg til å finne en riktig strategi for deg og kan kontaktes på telefon 04001.

✉ [hh@skagenfondene.no](mailto:hh@skagenfondene.no)

# Mer følelser enn fornuft

**Psykologien er bedre til å forklare de enorme svingningene i aksjemarkedet enn økonomisk teori, hevder Øyvind Eikrem. Han tror folk flest ville hatt godt av å hoppe over krisemaksimerende artikler i avisene.**



Øyvind Eikrem

Store deler av verden er nærmest lamslåtte vinner til begivenhetene på verdens aksjemarkeder. Historiske topp- og bunnoteringer dukker opp i et tempo man tidligere bare hadde mareritt om. Bildet som males med bred pensel er skremmende, og alle leser med samme briller.

- Mye av det som står på trykk i dagspressen holder et intellektuelt lavt nivå. Aksjemarkedet overlevde andre verdenskrig, men nå hevder enkelte eksperter at kapitalismen er truet på grunn av at enkelte banker har for stor gjeld. Det er helt bisarre utsagn, sier Øyvind Eikrem, førsteamanuensis ved psykologisk institutt ved NTNU i Trondheim. Han har skrevet doktorgrad om temaet "Det moderne økonomiske livs mytiske og magiske dimensjoner".

### - Ikke rasjonelle

Eikrem mener at mye av det som skrives om utviklingen baseres på en oppfatning om at aksjemarkedet og aktørene opptrer rasjonelt.

- Skal du forstå det som skjer i aksjemarkedene kan du bare glemme økonomisk nyklassisk teori. Mennesker er mer sammensatt enn kalkulerende. Vi er ikke rasjonelle, vi er mer emosjonsstyrte, sier Eikrem som mener han

ser klare tegn til at krisen påvirker sinnene til folk i aksjemarkedet.

- Mennesker under press fatter dårlige beslutninger. Dessuten har aksjemarkedet en selvbebreftende dimensjon. Når vi tror det skal gå bra så går det bra, når vi tror det skal gå dårlig går det dårlig.

Eikrem er psykolog og sosialantropolog og er kritisk til at det kun brukes økonomisk teori for å forklare hendelser i økonomien.

- Mange gjennomlever en eksistensiell krise i perioder som dette, hvor store verdier er i spill. Skal vi forstå komplekse økonomiske fenomener som aksjemarkeder, må vi starte i en annen ende for å forstå hvordan de ulike aktørene handler.

Tidligere kriser har ofte begrenset seg til geografiske områder som Asia, eller til bransjer som IT. Denne gangen rammer nedgangen bredt både geografisk og bransjemessig. Eikrem mener at et globalisert mediebilde er en av forklaringene på at krisen har rammet så fort og så bredt. Økonomieksperter som uttaler seg negativt om fremtidsutsiktene har større effekt enn realøko-

nomiske forhold skulle tilsi. I urolige tider søker folk autoritetsfigurer, som kan fortelle dem at ting skal bli bedre. Ekspertene tillegges nærmest magiske evner til å spå om fremtiden, selv om de som oftest bommer, hevder Eikrem.

I 2002 fikk amerikanerne Vernon Smith og Daniel Kahneman nobelprisen i økonomi for å ha tilført forskningsresultater fra psykologien til økonomiske analyser. De viser at mennesket systematisk avviker fra det tradisjonelle økonomiske teorier predikerer.

- Få ting er mer reelt for folk enn penger, men forståelsen for systemet er mangelfullt. Det psykologiske aspektet ved økonomien stikker dypere enn folk tror, særlig i et globalisert mediebilde. Hvis du utsetter folk for sterk propaganda er det vanskelig å stå i mot. Jeg syns folk skal skjerme seg mot denne informasjonen. Det er slitsomt å hele tiden være under et psykologisk press. Strutsetaktikken fungerer utmerket, sier Eikrem. I løpet av 2009 kommer han med en bok for folk flest om de psykologiske aspektene ved økonomien.



Juledag, 1900. 1903.  
Michael Ancher, en av Skagemalerne.  
Bildet tilhører Skagen Museum.

# Spør SKAGEN – bli

I vinter arrangerer SKAGEN informasjonsmøter over hele landet. Nå kan du stille spørsmål til oss i forkant og få svar på møtet. Kunder og andre interesserte er hjertelig velkomne – ta med venner og bekjente.

Finanskrisen har innhentet de fleste av oss. 2008 har vært et turbulent år, men hvordan blir det fremover? I løpet av vinteren holder SKAGEN en rekke informasjonsmøter landet rundt hvor vi forteller hva vi tror kan bli utviklingen fremover. Vi vil også gå gjennom noen av de største selskapene i våre porteføljer i lys av investeringsfilosofien vår. Vi gir deg tips om hvordan du kan lage en sparemiks, for å oppnå best mulig avkastning til den risikoen du er villig til å ta. Dessuten får du oppdatert status på alle fondene våre.

## Spør oss

Ikke alle er komfortable med å stille spørsmål i store forsamlinger. På informasjonsmøtene våre kan du nå sende inn spørsmål i forkant, så svarer vi under møtet.

## Slik gjør du

- ▶ Meld deg på et møte, enten på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no) eller på e-post- invitasjonen du vil motta hvis SKAGEN har din e-postadresse.
- ▶ Skriv inn ditt spørsmål i spørsmålsfeltet.

Vi strekker oss langt for å besvare alle spørsmål, strekker ikke tiden vil vi publisere svarene på våre nettsider etter møtet. Det vil naturligvis også bli anledning til å stille spørsmål fra salen under selve møtet.

## Påmelding

På grunn av servering ønskes bindende påmelding innen dagen før møtet på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no), på e-post til [deltaker@skagenfondene.no](mailto:deltaker@skagenfondene.no) eller telefon 04001. Møtene er åpne for alle.

## Arrangeres av SKAGEN Fondene i Stavanger

Dato	Sted	Lokaler	Tid
4-feb	Sola	Quality Airport Hotel Stavanger	18.00-20.00
5-feb	Strand	Oldeidegården <i>Arrangeres i samarbeid med Hjelmeland Sparebank</i>	18.00-20.00
10-feb	Bryne	Jæren Hotel	18.00-20.00
11-feb	Egersund	Grand Hotel	18.00-20.00
11-feb	Sandnes	Hotel Residence	18.00-20.00
12-feb	Ålgård	Gjesdal Gjestgiveri	18.00-20.00
12-feb	Hjelmeland	Spa Hotell Velvære <i>Arrangeres i samarbeid med Hjelmeland Sparebank</i>	18.00-20.00
16-feb	Haugesund	Haugesund Sparebank <i>Arrangeres i samarbeid med Haugesund Sparebank</i>	18.00-20.00
17-feb	Åkrehamn	Blå Kors <i>Arrangeres i samarbeid med Skudenes &amp; Aakra Sparebank</i>	18.00-20.00
17-feb	Flekkefjord	Hotel Maritim <i>Arrangeres i samarbeid med Flekkefjord Sparebank</i>	18.00-20.00
18-feb	Stavanger	Valgmøte Stavanger Konserthus	18.00-21.00
18-feb	Etne	Etne Røde Korshus <i>Arrangeres i samarbeid med Etne Sparebank</i>	18.00-20.00
18-feb	Kristiansand	Radisson SAS Caledonien Hotel <i>Arrangeres i samarbeid med Spareskillingsbanken/ Sparebanken Sør</i>	18.00-20.00

## Arrangeres av SKAGEN Fondene i Ålesund

Dato	Sted	Lokaler	Tid
10-mar	Kristiansund	Rica Hotel Kristiansund	18.00-20.00
12-mar	Molde	Quality Hotel Alexandra	18.00-20.00
18-mar	Volda	Sparebank 1 Volda Ørsta, Banksalen 3 etg <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebank1 Volda Ørsta</i>	18.00-20.00
24-mar	Sogndal	Quality Hotel Sogndal <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebanken Sogn og Fjordane</i>	18.00-20.00
25-mar	Førde	Rica Sunnfjord Hotel <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebanken Sogn og Fjordane</i>	18.00-20.00
2-apr	Ålesund	Color Line Stadion, 3 etg.	18.00-20.00

## Arrangeres av SKAGEN Fondene i Bergen

Dato	Sted	Lokaler	Tid
12-mar	Bergen	SAS Radisson Hotel Norge	18.00-20.30
17-mar	Norheimsund	Hotell Sandven <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebank1 Hardanger</i>	18.00-20.00
19-mar	Voss	Park Hotel Vossevangen <i>Arrangeres i samarbeid med Voss Veksel og Landmannsbank og Sparebank 1 Hardanger</i>	18.00-20.00
24-mar	Husnes	Sparebank1 Kvinnherads lokaler <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebank 1 Kvinnherad</i>	18.00-20.00
25-mar	Bømlo	Langevåg Bygdatun <i>Arrangeres i samarbeid med Haugesund Sparebank</i>	18.00-20.00



# med på informasjonsmøte

## Arrangeres av SKAGEN Fondene i Oslo

Dato	Sted	Lokaler	Tid
27-jan	Fredrikstad	Radisson SAS Hotel	18.00-20.00
28-jan	Sarpsborg	Quality Hotel & Badeland Sarpsborg	18.00-20.00
2-feb	Moss	Refsnes Gods	18.00-20.00
2-feb	Hamar	Scandic Hamar <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebanken Hedmark</i>	17.00-20.00
3-feb	Oslo	Radisson SAS Scandinavia Hotel Holbergsgate 30	18.00-20.00
4-Feb	Bærum	Thon Hotel Oslofjord	18.00-20.00
5-feb	Lillehammer	Rica Victoria Hotel	18.00-21.00
9-feb	Lillestrøm	Quality Hotel Olavsgaard	18.00-20.00
10-feb	Drammen	First Hotel Ambassadeur <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebanken Øst</i>	18.00-21.00
11-feb	Ski	Thon Hotel Ski	18.00-20.00
26-feb	Arendal	Tyholmen Hotell <i>Arrangeres i samarbeid med Sparebanken Sør</i>	18.00-20.00

## Arrangeres av SKAGEN Fondene i Trondheim

Dato	Sted	Lokaler	Tid
4-feb	Steinkjer	Dampsaga	18.00-20.00
5-feb	Oppdal	Quality Hotel Oppdal	18.00-20.00
10-feb	Mosjøen	Helgeland Sparebank <i>Arrangeres i samarbeid med Helgeland Sparebank, Mosjøen</i>	18.00-20.00
11-feb	Trondheim	Britannia Hotel	18.00-21.00
17-feb	Tromsø	Radisson SAS hotel	18.00-20.00
18-feb	Bodø	Radisson SAS Hotel	18.00-20.00

## Arrangeres av SKAGEN Fondene i Tønsberg

Dato	Sted	Lokaler	Tid
25-feb	Tønsberg	Gamle Tollboden, Nedre Langgate 36	18.00-20.00
26-feb	Sandefjord	Quality Hotell Atlantic	18.00-20.00
2-mar	Notodden	Norlandia Telemark Hotell	18.00-20.00
3-mar	Porsgrunn	Vic Hotell	18.00-20.00

## Pensjonsmøter

Bør du spare i den nye individuelle pensjonssparingen IPS, eller vil du vite mer om SKAGENS pensjonsordning? Svarene får du på SKAGENS pensjonsmøter.

Fra i år tilbyr vi individuell pensjonssparing med skattefradrag (IPS). Hvem passer denne ordningen for, og hvor mye kan du spare? Dette får du vite mer om på møtene.

Å spare i en frivillig pensjonsordning er en av de beste spareformene for selvstendig næringsdrivende. Da får du best mulig avkastning til den risikoen du vil ta, i tillegg kan du trekke fra utgiftene til pensjonssparingen på skattbar inntekt. Dette er ett av temaene i informasjonsmøtene i høst.

Pensjonsorienteringen starter en time før det ordinære informasjonsmøtet. Du finner en fullstendig oversikt over når pensjonsmøtene finner sted, samt påmelding på [www.skagenfondene.no/pensjon](http://www.skagenfondene.no/pensjon).

### Påmelding

Har du lyst til å vite mer kan du melde deg på møtene ved å gå til [www.skagenfondene.no/pensjon](http://www.skagenfondene.no/pensjon), sende en e-post til [pensjon@skagenfondene.no](mailto:pensjon@skagenfondene.no) eller ringe oss på 800 Pensjon.

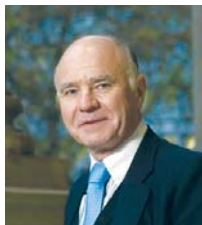
## Pensjonsmøter

Dato	Sted	Lokaler	Tid
3-feb	Oslo	Radisson SAS Scandinavia Hotel Holbergsgate 30	17.00-18.00
4-feb	Bærum	Thon Hotel Oslofjord	17.00-18.00
11-feb	Ski	Thon Hotel Ski	17.00-18.00
12-mar	Bergen	SAS Radisson Hotel Norge	17.00-18.00

# SKAGEN Fondenes Nyttårskonferanse 2009

Onsdag 14. januar 2009 arrangerer SKAGEN Fondene sin årlige Nyttårskonferanse. På foredragslisten står blant annet en investorguru, en velrenommert økonom fra City og Norges beste investor.

Som sedvanlig vil også SKAGEN Fondenes Nyttårskonferanse 2009 rette søkelyset på hva vi kan forvente oss i de globale kapitalmarkedene i det året vi nettopp har gått inn i. Det være seg aksjer, renter, inflasjon, eiendom og olje.



## Hvor ille blir 2009?

Det forsøker den Hong Kong-baserte fondsforvalteren, rådgiveren og skribenten Marc Faber på gi et svar på. Faber er mannen bak det månedlige investeringsbrevet Boom & Doom Report,

og er kjent som en dyktig investor som går mot strømmen.



Roger Bootle, grunnlegger og sjef for analyseinstituttet Capital Economics, skal ta for seg inflasjonen og eiendomsmarkedet globalt. Hans bok "Death of inflation" har vært en bestselger.

## Ukjent "banksjef"

Risør-mannen Simen Munter er i dag toppsjef for storbanken HSBC i Kasakhstan.

Munter har vært en av bankens 300 "International Managers", og har jobbet i England, Tjekkia, Tyrkia, India før han i våres overtok jobben som HSBCs toppsjef i Kasakhstan. Munter skal i sitt innlegg ta for seg finanskrisen sett fra vekstmarkedene i Øst.



## Norges beste investor kommer

Øystein Stray Spetalen, av mange ansett som Norges beste investor, skal holde et innlegg om hvordan man kan overleve i finansmarkedet. Spetalen er utdannet sivilingeniør, men har viet hele sitt arbeidsliv til aksjeanalyse og investeringer.

## Etikkdebatt

Spetalen skal også delta i paneldebatten som i år skal dreie seg om de etiske hensynene ved kjøp av aksjer i selskaper verden over. Ikke minst blir Pensjonsfondets (tidligere Oljefondet) plasseringer sett på med kritiske etiske øyne. Til

å lede debatten har vi fått tidligere "etikksjef" i Pensjonsfondet, Henrik Syse. Panelet er bredt sammensatt, med følgende deltakere: Øystein Stray Spetalen, Ferncliff. Kristian Falnes, investeringsdirektør SKAGEN Fondene. Roger Schjeruva, statssekretær Finansdepartementet. Halvor Namtvedt, rådgiver Grieg Investor. Christine T. Meisingseth, leder for samfunnsansvarlige investeringer i Storebrand. Arild Hermstad, leder Fremtiden i våre hender.

## Tusen kroner i rabatt

Vi har opprettholdt fjorårets priser for deltakelse på Nyttårskonferansen. Prisen for de som ikke er andelseiere i SKAGEN Fondene er 3.000 kroner, mens andelseiere får en rabatt på 1000 kroner, og betaler med andre ord 2.000 kroner. Prisen inkluderer lunsj, kaffe og forfriskninger samt en "SKAGEN-mappe".

Påmelding til Nyttårskonferansen kan gjøres på mail [nyttaar@skagenfondene.no](mailto:nyttaar@skagenfondene.no) eller på telefon 04001.

## Pensjon, sparing og skattefradrag

**Desember er en bra tid å tenke på skatten. IPS er skattemessig gunstig for mange, men ikke alle. For selvstendig næringsdrivende er det svært lønnsomt å opprette innskuddspensjonsordning.**

Aviser og tv-kanalene flommer over av reklame for individuell pensjonssparing (IPS). I annonse- ne fremheves skattefordelen (du kan trekke inntil 4 200 kroner av skatten og pensjonskapitalen er unntatt formuesskatt), men de negative sidene ved produktet er beskrevet med liten skrift, om de overhodet nevnes. Det kan derfor være verd å minne på hva vi har sagt om IPS i tidligere Markedsrapporter: Basert på skattereglene for 2009 er IPS gunstig dersom du forventer å ha inntekt som pensjonist mellom 250 000 og 440 000 kro-

ner. Forventer du lavere pensjonsinntekt enn 250 000 kroner er IPS en skattefelle og du bør velge andre spareformer for eksempel vanlig fondssparing. Forventer du pensjonsinntekt over 440 000 er IPS gunstig dersom du betaler formuesskatt og har mange år igjen til pensjonsalder.

Råd om pensjonssparing for selvstendig næringsdrivende er enklere. Har du personinntekt fra næring er det skattemessig gunstig å etablere innskuddspensjonsordning. Innskuddet til

pensjon reduserer personinntekten med opptil 51 prosent. Ved utbetaling er maksimal skattesats 43 prosent.

SKAGEN tilbyr både IPS og innskuddspensjon for selvstendig næringsdrivende. Rådene vi gir tar utgangspunkt i hva som er gunstigst for kunden. Les mer på [www.skagenfondene.no/pensjon](http://www.skagenfondene.no/pensjon). Ring oss på 800 PENSJON eller send e-post til [pensjon@skagenfondene.no](mailto:pensjon@skagenfondene.no) så hjelper vi deg.

## Forslag til nye medlemmer i styret

**På valgmøtet 18. februar 2009 skal andelseierne i SKAGEN velge ett styremedlem og ett varamedlem. Nåværende styremedlem Jan Henrik Hatlem og varamedlem Siv Oftedal er på valg. Andelseierne anmodes om å komme med forslag til kandidater.**

For at valgkomiteen skal få anledning til å vurdere forslagene, må disse være oss i hende innen 31. desember 2008. Deretter vurderer valgkomiteen forslagene og innstiller kandidater til valgmøtet.

Forslagene fremmes til lederen for valgkomiteen, Harald Sig Pedersen, ved å sende e-post til [pedersen@stavanger-chamber.no](mailto:pedersen@stavanger-chamber.no) eller post til Grytingskroken 4, 4041 Hafslund. Du kan også sende e-post til [legal@skagenfondene.no](mailto:legal@skagenfondene.no).

# Regnskap

PER 30.09.2008

Resultatregnskap (alle tall i hele 1000)	SKAGEN Vekst 30-09-2008	SKAGEN Global 30-09-2008	SKAGEN Kon-Tiki 30-09-2008	SKAGEN Avkastning 30-09-2008	SKAGEN Høyrente 30-09-2008	SKAGEN Høyrente Institusjon 30-09-2008	SKAGEN Tellus 30-09-2008	SKAGEN Krona** 30-09-2008
<b>PORTEFØLJEINNTEKTER OG -KOSTNADER</b>								
Renteinntekter/-kostnader	-9 278	31 905	35 129	133 032	290 465	124 155	27 480	7 774
Aksjeutbytte	232 406	499 297	397 530	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon	484 136	928 342	584 865	-216 339	931	590	-56 407	7 620
Endring urealiserte kursgevinster/tap	-4 097 314	-7 813 688	-5 099 520	68 656	-10 663	-10 832	40 383	1 017
Garanti provisjon	1 956	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje	-2 829	-17 183	-17 822	-	-	-	-	-
Agio/disagio	27 224	63 896	-99 029	-29 853	-	-	5 445	-
<b>Porteføljeresultat</b>	<b>-3 363 699</b>	<b>-6 307 431</b>	<b>-4 198 847</b>	<b>-44 504</b>	<b>280 732</b>	<b>113 913</b>	<b>16 902</b>	<b>16 411</b>
<b>FORVALTNINGSINNTEKTER OG -KOSTNADER</b>								
Provisjonsinntekter fra salg og innløsning av andeler	65	1	2	-	-	-	-	-
Forvaltningshonorar fast	-71 942	-191 510	-339 770	-10 228	-11 498	-2 630	-4 263	-441
Beregnet variabelt forvaltningshonorar *	-	-	-178 853	-	-	-	-	-
<b>Forvaltningsresultat</b>	<b>-71 877</b>	<b>-191 509</b>	<b>-518 622</b>	<b>-10 228</b>	<b>-11 498</b>	<b>-2 630</b>	<b>-4 263</b>	<b>-441</b>
<b>Resultat før skattekostnad</b>	<b>-3 435 576</b>	<b>-6 498 940</b>	<b>-4 717 469</b>	<b>-54 732</b>	<b>269 234</b>	<b>111 283</b>	<b>12 640</b>	<b>15 970</b>
Skattekostnad	-9 836	-52 617	-36 272	-	-	-	-	-
<b>Periode resultat</b>	<b>-3 445 412</b>	<b>-6 551 557</b>	<b>-4 753 741</b>	<b>-54 732</b>	<b>269 234</b>	<b>111 283</b>	<b>12 640</b>	<b>15 970</b>

Balanse (alle tall i hele 1000)	SKAGEN Vekst 30-09-2008	SKAGEN Global 30-09-2008	SKAGEN Kon-Tiki 30-09-2008	SKAGEN Avkastning 30-09-2008	SKAGEN Høyrente 30-09-2008	SKAGEN Høyrente Institusjon 30-09-2008	SKAGEN Tellus 30-09-2008	SKAGEN Krona** 30-09-2008
<b>EIENDELER</b>								
Norske verdipapirer til kostpris	3 827 146	18 247	634 416	1 377 852	5 392 022	2 612 426	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3 484 638	22 448 779	14 826 691	468 438	-	-	568 858	447 160
Urealiserte kursgevinster	-89 241	-937 867	-102 610	-33 358	-12 511	-11 693	7 304	1 833
Opptjente renter	102	-	-	27 602	82 282	46 110	14 147	39
<b>Sum verdipapirportefølje</b>	<b>7 222 646</b>	<b>21 529 158</b>	<b>15 358 497</b>	<b>1 840 534</b>	<b>5 461 793</b>	<b>2 646 843</b>	<b>590 309</b>	<b>449 032</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte	1 297	24 847	30 123	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte	2 033	17 888	178	-	-	-	-	-
<b>Sum opptjente, ikke mottatte inntekter</b>	<b>3 331</b>	<b>42 735</b>	<b>30 302</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Til gode fra meglere	29 325	1 986	343 358	88 089	-	48 800	22 064	-
Til gode fra forvaltningsselskapet	-	-	-	-	-	1	-	-
Andre fordringer	-	-	-	-	-	-	-	764
<b>Sum andre fordringer</b>	<b>29 325</b>	<b>1 986</b>	<b>343 358</b>	<b>88 089</b>	<b>-</b>	<b>48 801</b>	<b>22 064</b>	<b>764</b>
Bankinnskudd	-	1 188 442	-	-	953 657	352 912	-	100 219
<b>Sum eiendeler</b>	<b>7 255 301</b>	<b>22 762 321</b>	<b>15 732 156</b>	<b>1 928 623</b>	<b>6 415 450</b>	<b>3 048 556</b>	<b>612 373</b>	<b>550 015</b>
<b>EGENKAPITAL</b>								
Andelskapital til pålydende	677 193	3 609 514	4 389 212	1 522 361	5 987 719	2 674 542	587 737	499 448
Overkurs	203 618	14 606 050	6 987 442	418 706	53 944	-3 474	16 532	4 049
<b>Innskutt egenkapital</b>	<b>880 812</b>	<b>18 215 564</b>	<b>11 376 654</b>	<b>1 941 068</b>	<b>6 041 662</b>	<b>2 671 068</b>	<b>604 269</b>	<b>503 497</b>
Opptjent egenkapital	6 144 664	4 416 252	3 817 582	-150 967	269 692	110 546	-17 282	16 852
<b>Sum egenkapital</b>	<b>7 025 475</b>	<b>22 631 817</b>	<b>15 194 236</b>	<b>1 790 101</b>	<b>6 311 354</b>	<b>2 781 614</b>	<b>586 987</b>	<b>520 349</b>
<b>GJELD</b>								
Banktrekk	188 800	-	50 916	85 148	-	-	16 931	-
Skyldig til meglere	1 135	49 042	161 557	-	75 000	24 960	-	29 477
Skyldig til forvaltningsselskapet	22 426	62 370	289 270	2 680	4 087	1 117	1 249	189
Annen gjeld	17 465	19 092	36 178	50 695	25 009	240 865	7 206	-
<b>Sum annen gjeld</b>	<b>229 826</b>	<b>130 504</b>	<b>537 921</b>	<b>138 522</b>	<b>104 096</b>	<b>266 942</b>	<b>25 386</b>	<b>29 666</b>
<b>Sum gjeld og egenkapital</b>	<b>7 255 301</b>	<b>22 762 321</b>	<b>15 732 156</b>	<b>1 928 623</b>	<b>6 415 450</b>	<b>3 048 556</b>	<b>612 373</b>	<b>550 015</b>
Antall utstedte andeler	6 785 881,23	36 086 986,33	43 940 047,14	15 655 000,70	59 928 905,35	29 059 739,05	5 942 917,61	4 994 748,41
Basiskurs per andel	1 037,2874	627,0198	346,3976	117,4607	105,3915	104,0779	99,8273	104,1697

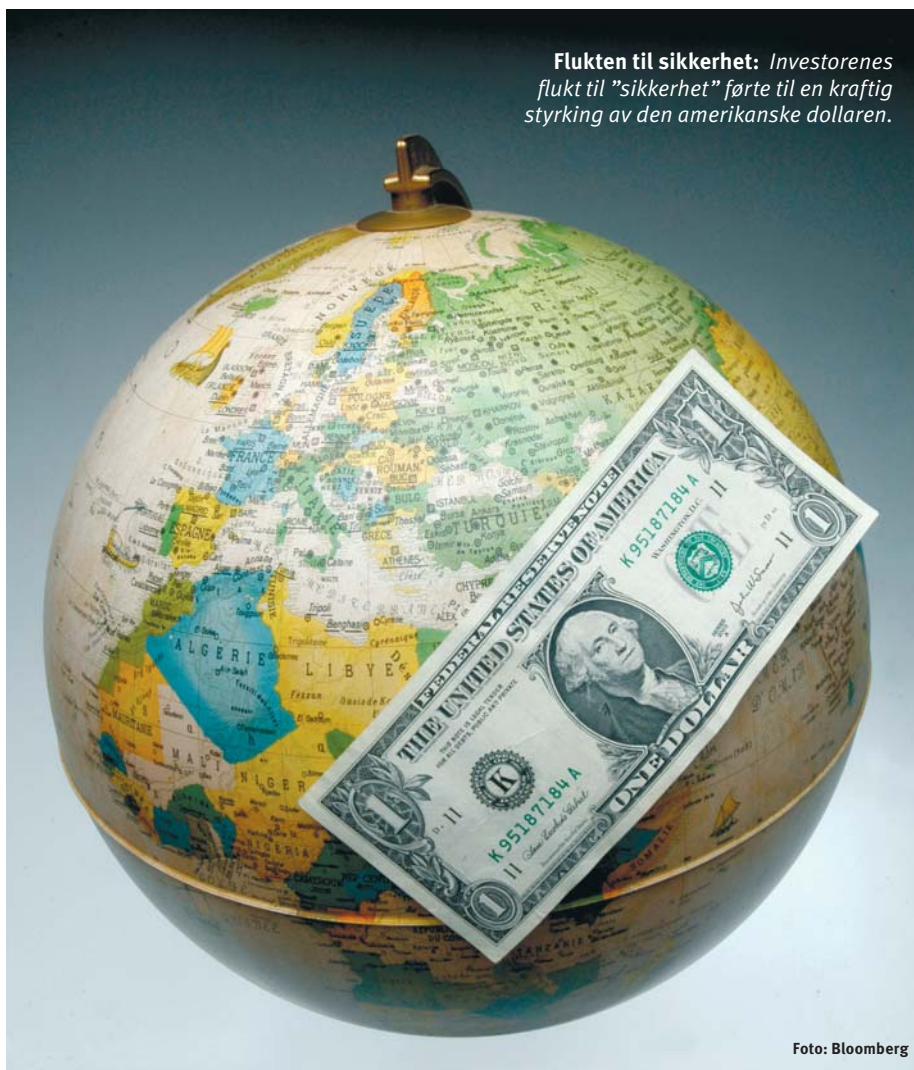
Note: Avvik på kursen i forhold til porteføljene skyldes periodiseringsavvik pr 30.09.2008.

\* Beregnet variabelt forvaltningshonorar per 30.09.08: I henhold til vedtektene skal endelig avregning skje per 31.12.2008 basert på verdiutviklingen i resten av året.

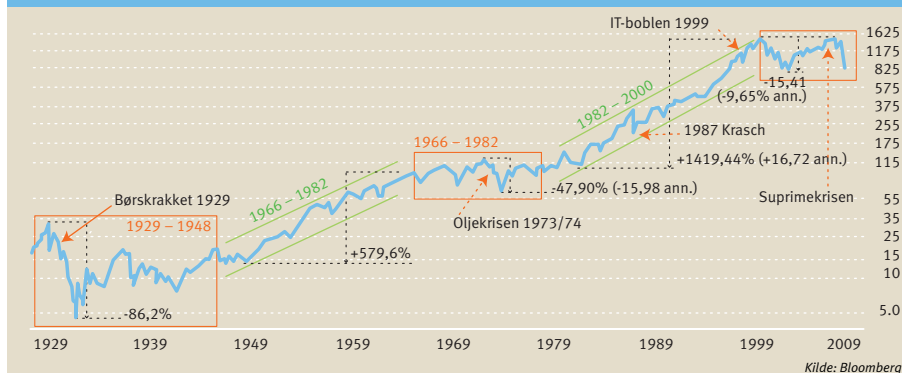
\*\* I hele 1000 SEK

# En verden full av usikkerhet

- ▶ Nedgangsperioden vi nå er inne i tegner til å bli verre enn alle andre nedturer for verdensøkonomien siden oljekrisen i 1974-75.
- ▶ Den globale økonomien befinner seg i en syklisk og strukturell krise, som er sjeldent synkronisert over landegrensene.
- ▶ Erfaringsmessig tar den sykliske biten vare på seg selv. Når lagrene blir tomme nok, må de fylles opp igjen. Vi er mer bekymret for den strukturelle biten.
- ▶ Heldigvis faller inflasjonen dramatisk. Det øker handlingsrommet betydelig for både penge- og skattepolitikken.
- ▶ Godt er det også å se at de statlige redningspakkene kommer på rekke og rad, både før og etter julaften.
- ▶ Hvis alle negative spådommer slår til er det imidlertid på kort sikt fortsatt risiko for ytterligere kursfall i aksjemarkedene.
- ▶ At verdiene av globale aksjer i dag er lavere enn gjenanskaffelsesverdien av aktiva, bør imidlertid danne et godt grunnlag for bedre aksjetider på litt lengre sikt.
- ▶ Selskaper med forståelige forretningsmodeller og solide balanser er nødvendig for både å overleve i dette tøffe klimaet samt legge grunnlaget for fremtidig vekst. Det er kjerneverdien i SKAGEN fondenes investeringsstrategi.
- ▶ Vår filosofi har imidlertid ikke hjulpet oss særlig under høstens nedtur, hvor verdens aksjeinvestorer har flyktet til "sikkerhet" i en vestlig forgjeldet verden. Vi tror imidlertid den kan være til god drahjelp i oppturen som følger.



## DE STØRSTE KRAKK OG BØRSNEDTURENE SIDEN 1929 FOR AMERIKANSKE S&P 500



**Mot bedre børsstider?:** Børsfallet i 2008 tegner til å bli det verste på over 100 år. Likeledes har de siste ti årene vært begredelige for globale aksjeinvestorer. Hvis historien gjentar seg, kan de neste ti årene bli hyggelige. På kort sikt kan det imidlertid ennå bli litt uhyggelig i aksjemarkedene.

**Særdeles vanskelig klima**

Finansmarkedene var i oktober og november særdeles vanskelige og turbulente for globale investorer. Både valuta-, penge- og aksjemarkedene fluktuerte til ekstreme nivåer som vi ikke har sett i moderne tid. Finanskrisen har spredd seg med rekordhastighet inn i realøkonomien, og tiltroen til fortsatt vekst i den globale økonomien har falt som en stein.

I takt med stadig nye offentlige stimulanser, så vi imidlertid i november tegn til en viss stabilisering globalt:

- Nye rentekutt.
- Bankkredningspakker med betydelig innslag av en nasjonalisert kreditttilførsel.
- Løfter om økt offentlig aktivitet for å motvirke nedturen i økonomien.

Dette er tiltak som så smått begynner å virke. Et stivfrosset kredittmarked er i ferd med å tine litt opp.

SKAGEN Global falt i løpet av disse to høstmånedene med 18 prosent, SKAGEN Vekst 20 prosent, mens SKAGEN Kon-Tiki var ned 23 prosent. Til sammenligning var de globale industrialiserte aksjemarkedene ned 10 prosent, de globale vekstmarkedene 20 prosent, mens investorene på Oslo Børs måtte vinke farvel til 31 prosent av sine aksjeverdier.

Etter en fæl oktober ble november atskillig bedre for obligasjonsfondene SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning. Tellus endte perioden med minus 2,9 prosent, målt i Euro, mens Avkastning var ned 3,9 prosent. Begge fondene var klart svakere enn sine referanseindekser.

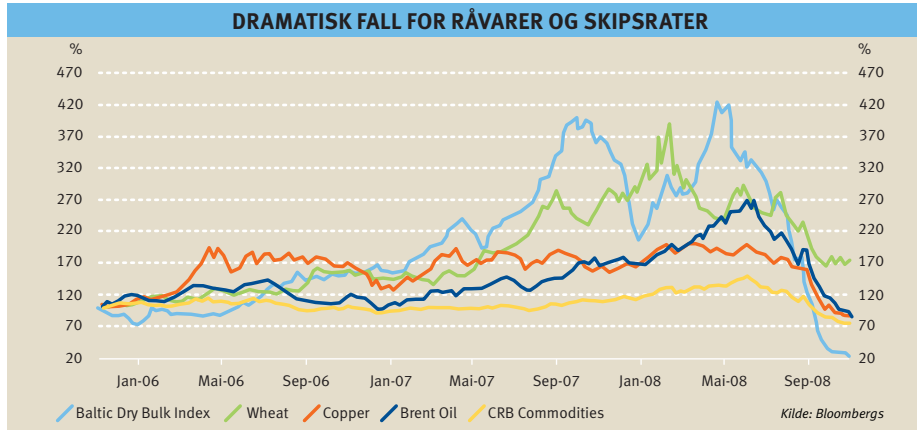
Vi beklager sterkt at obligasjonsfondene, i en vanskelig periode, ikke har gitt den påtenkte risikoreduksjon i porteføljene. Fondene har imidlertid hele tiden vært forvaltet i overensstemmelse med mandat, lovgivning og den fastsatte investeringsfilosofi.

Pengemarkedsfondene våre klarte seg imidlertid briljant i et svært krevende pengemarked. Avkastningen i de to første månedene av fjerde kvartal var for SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon henholdsvis 1,37 og 1,32 prosent. Siste 12 måneder ligger avkastningen på respektive 6,40 og 6,14 prosent. Begge fondene har slått sine referanseindekser på både kort og lengre sikt.

**Internasjonal økonomi**

**Kollektiv kjøpestreik**

Både forbrukere og bedrifter gikk i oktober og november til kollektiv kjøpestreik. Bilsalg, industriens ordreinngang, antallet eiendomshandler – ”You name it”, falt som blylodd. Spesielt i no-



**Bunnen ut av markedet:** Siden toppene i våres har både skipsrater, her representert ved bulkratene, og råvarer stupt til nivåer vi ikke har sett på flere år.

vember. Markedet har vært superraskt til å tilpasse kapasiteten til den fallende etterspørselen. Det har fått en umiddelbar effekt på råvarepriser og fraktrater til sjøs - som har stupdykket.

Det kraftige prisfallet for råvarer har ført til en voldsom realisering av varelagre, som har frigitt kapital til bruk andre steder, hvor de er sårt tiltrengte. At priser på ferdigvarer også faller, trigger tømming av slike lagre.

Arbeidsmarkedet har også forverret seg i et tempo få hadde drømt om for bare noen få måneder siden.

Forventningsindikatorerne globalt har falt i alle områder, inklusive Kina, til et nivå vi ikke har sett siden oljekrisen i 1974-75. Dette var en periode, som i likhet med hva vi ser i dag, redefinerte det økonomiske verdensbilde.

Nevnede indikatorer peker derfor mot at fjerde kvartal 2008 går inn i historien som ett av de svakeste kvartalene for verdensøkonomien noensinne.

**Syklisk og strukturell krise**

Vi er derfor inne i en syklisk og strukturell krise, som er sjeldent synkronisert over landegrensene. Globalisering av både vare- og arbeidsmarkedet, informasjons- og kredittmarkedet, får ta skylden for dette.

Erfaringsmessig tar den sykliske biten vare på seg selv. Når lagrene tømmes nok, må de fylles opp igjen. Biler og skip ruster opp. Hus og fly varer ikke evig. Velstandsutviklingen i U-landene fortsetter. En vesentlig del av privat forbruk og investeringer er utsatt for teknologisk foreldelse, som medfører korte produktssykluser. Med de korte ledetidene vi har i dagens globale økonomi kan et skifte til det bedre skje ganske hurtig, kanskje allerede i første kvartal 2009.

Den strukturelle biten er verre å hankses med. Kredittformidlingen i de mest utsatte økonomiene blir i stigende grad nasjonalisert. Sentral-

bankene tar etter hvert ansvaret for kreditttilførselen, først i USA og Storbritannia. Etter hvert skjer sannsynligvis også dette med økt styrke i resten av den industrialiserte verden.

I motsetning til hva vi har sett tidligere, er det forbrukerne som denne gang er tungt gjeldsatt. Kombinasjonen av et globalt fall i eiendomsprisene, finansskvis og kraftig innhugg i pensjonsaktiva, tilsier at husholdningene i den industrielle verden kommer til å bli meget forsiktige med pengene fremover. Langt mer forsiktige enn hva vi har sett de siste 20 årene, da risikoviljen i perioder har vært særdeles høy. For å si det pent.

Vi får også institusjonelle begrensninger på kredittsystemet, som vil søke å forhindre de stygge utvekstene vi har sett de siste årene. De strukturelle konsekvensene av dette blir derfor svært usikre. Å si noe fornuftig om den strukturelle fremtiden blir derfor ren spekulasjon.

**Flere pakker – også etter jul**

I dette meget svake økonomiske klimaet globalt, har vi fått en lang rekke redningspakker til finansinstitusjoner og til dels drastiske rentereduksjoner. Det varsles økt bruk av offentlige stimulansepakker, det være seg offentlige investeringer og skatteutt. Effekten av dette blir imidlertid mer langsiktig. Virkningen er usikker, spesielt stimulansepakkene. Enkeltområder som infrastruktur får imidlertid en rask og kraftig stimulans.

Hvis det er noe som er heldig i denne situasjonen, er at inflasjonen nå faller dramatisk og vesentlig hurtigere enn forventet. Det øker handlingsrommet for både penge- og skattepolitikken betydelig.

De globale vekstmarkedene er strukturelt i en bedre situasjon enn den industrialiserte verden. Husholdningssektoren plages ikke av høy, privat gjeld. I vekstmarkedene går produksjonsinntekts- og forbruksveksten derfor mye mer hånd i hånd enn i den vestlige verden. I løpet av høsten har valutakursen i Mexico, Brasil, Russland og Korea falt drastisk. Det har gitt

en kraftig konkurranseforbedring mot USA og Japan. I det korte løp rammes imidlertid også vekstmarkedene av globaliseringen, på godt og vondt – slik tilfellet har vært i år.

### Dramatiske fall for råvarer og fraktrater

Råvarer og skipsrater har opplevd dramatiske korreksjoner. Mange priser er ned 75 prosent eller mer fra toppnivåene i våres, og ligger nå på samme nivå som før oppgangen startet i 2002.

En periode med kraftig lagerkorreksjon får av og til nærmest absurde utslag, slik vi har sett det for tørrlastratene. Disse har i løpet av noen få måneder falt med over 96 prosent!

Den gigantiske råvareboomen som var sprell levende så sent som på forsommeren, er nå nærmest livløs. Mange hevder at boomen fortsatt lever, men at den bare har tatt seg en pause. Med dystre fremtidsutsikter og store kapasitetsutvidelser på vei, kan det drøye en god stund før vi får se igjen prisnivåene fra de siste par årene.

Råvareprisene er nå tilbake til toppnivåene fra 1980- og 1990-tallet, og ligger faktisk nede på den langsiktige trenden med fallende realpriser som har vært karakteristisk for de siste 35 årene. Den endelige testen på om dette er et varig fenomen får vi når lagerkorreksjonen er over i løpet av de neste tre, fire månedene.

### Stor overkapasitet av skip

Under nåværende omstendigheter er utsiktene for shipping svake. Det er i løpet av de siste årene blitt bygget en stor overkapasitet, og ordrebøkene for nye skip tilsvarer ca. 50 prosent av den seilende flåten. Dog med individuelle variasjoner innenfor de enkelte segmentene. Det bratte ratefallet fører forhåpentligvis til brutale kanselleringer av skip som er på beddingen.

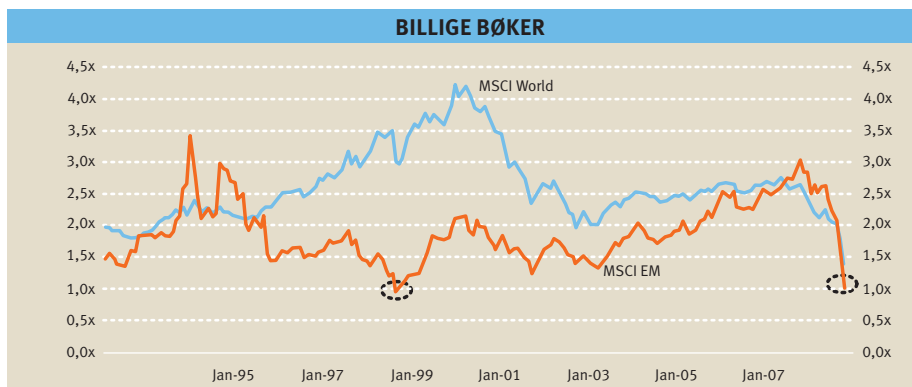
Fra "Peak Oil til Bleak Oil" er mottoet i oljebransjen. Vi har vondt for å tro at oljeprisene utvikler seg vesentlig forskjellig fra andre råvarer fremover. Det store spørsmålet er om prishoppet i første halvår har gitt langvarig ødeleggende effekt på etterspørselen. Bilsalget de siste månedene kan tyde på det.

En oljepris som nå ligger under den mentale "hurdle rate" for nye prosjekter får naturlig nok også følger for oljeservicebransjen. Vi foretrekker derfor segmenter med strukturell oppside, og selskaper med høy grad av kontraktssikkerhet.

## Investeringsstrategi

### Flukten fra risiko

Likviditetskrisen i banksystemet og i en rekke hedgefond, har medført en flukt ut av risikoutsatte aktiva som savner sidestykke. Aksjer, selskapsobligasjoner, vekstmarkedsobligasjoner, råvarer og valutaer - utenom dollar, yen og sveit-



**Men kan bli litt dyrere:** Forholdet mellom aksjekurs og selskapenes bokførte egenkapital er på historisk lave nivåer i både den industrialiserte verden (blå graf) og i vekstmarkedene. Liberale regnskapsregler med bokføring av aktiva til markedsverdi kan forringe balansene noe ved årsskiftet.

serfranc, har falt kraftig. Pensjonskasser i en rekke land har også redusert aksjeeponeringens betydelig, og såkalte "alternative" investeringene skys nå som pesten blant investorene.

Så langt i kvartalet har aksjekursfallet i de forskjellige regionene utviklet seg forbløffende likt, men valutakursbevegelsene har gjort børsen valutert i dollar, yen og sveitsiske franc til vinnere. Spesielt stort var utslaget i oktober. I november "normaliserte" situasjonen seg noe.

De siste par månedene har vært preget av oppkapitalisering av bankene samt sentralbankenes tilførsel av likviditet både til banksystemet og direkte til pengemarkedet. Det er varslet at dette også vil finne sted for mer langsiktete aktiva. Effekten av tiltakene begynner å vise seg i de korte pengemarkedene, hvor rentedifferansen mellom sikre og mindre sikre papirer har falt noe. Rentedifferansene har derimot fortsatt å stige for lengre fordringer, mye som følge av en generell gjeldsnedbygging.

### Selskapsobligasjoner billigere enn aksjer

Vi ser nå at fordringer på selskaper handles til lavere priser (høyere løpende avkastning) enn selskapenes aksjer (egenkapitalen). Det har ført til et fortsatt press på aksjemarkedet, og gir i seg selv en god indikasjon på at det virkelig er en kredittkrise vi nå er inne i.

Renteforskjellen mellom statsobligasjoner og selskapsobligasjoner er rekordhøy, godt påvirket av at rentenivået på helt sikre statspapirer i vestlige land er kunstig lavt. Sistnevnte er i seg selv en risikofaktor for investorene. Denne renten avspeiler ikke, etter vårt skjønn, risikoen for økt inflasjon eller muligheten for høyere realvekst enn forventet. Investorene har for tiden svært lave forventninger til begge.

Til tross for at medianaksjen globalt er ned gjennomsnittlig 60-70 prosent fra toppen, er det basert på normale verddivurderingsnormer ikke gitt at aksjer generelt sett nå er billige. Inntjeningsestimaterne til selskapene er fortsatt

for høye. I tillegg er avkastningen fra selskapenes utbytter i fare. Selskaper som historisk har gitt høyt utbytte og direkteavkastning er ikke lenger like "sikre" aksjer. Spesielt stort blir naturlig nok utbytteraset innen finans, men også innen shipping, råvarer og olje er behovet økende for å beholde pengene i selskapet.

### Billig Bok, men nedskrivninger på gang

I forhold til bokført egenkapital er selskapene nå historisk billige, men nye liberale regler for bokføring av aktiva til markedsverdier kan forkludre dette bildet noe. En Pris/Bok-betraktning nå før årsskiftet er derfor en avansert eksersis.

Hvis vi forutsetter at verden går videre, men med et nytt lederskap, bør aksjer kunne gi en god langsiktig avkastning fremover. På linje med hva vi så i kriseperioden 1974-75 har også aksjer denne gang falt med over 50 prosent fra toppen. Oppturen i etterkant av krisen ble den gang meget hyggelig for aksjeinvestorene.

Hvis alle negative spådommer slår til, er det imidlertid på kort sikt fortsatt risiko for ytterligere kursfall i aksjemarkedene. At aksjer globalt i dag er lavere priset enn gjenanskaffelsesverdien av aktiva er imidlertid en solid grunnmur, også i det korte bildet. Likeledes at prisingen i forhold til en "normal" inntjening over tid også er lav.

Viktig å skille de sterke fra de svake  
Men kombinasjonen finanskrise og kraftig økonomisk nedgang er det meget viktig å skille de sterke selskapene fra de svake. Forståelige forretningsmodeller og solide balanser er nødvendig for å overleve, samt legge grunnlaget for fremtidig vekst. Dette er kjerneverdien i SKAGEN Fondenes investeringsstrategi. Denne har imidlertid ikke hjulpet oss særlig under høstens nedsalg, hvor verdens aksjeinvestorer har flyktet til "sikkerhet". Vi tror imidlertid at filosofien kan være til god drahjelp i oppturen som følger. En opptur det ikke er gitt at alle får med seg.

## SKAGEN VEKST

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Vekst	-19,8%	-45,3%
Oslo Børs hovedindeks	-30,9%	-55,2%
MSCI Verdensindeks	-10,3%	-25,8%
Norsk del av SKAGEN Vekst	-16,1%	-45,2%
Global del av SKAGEN Vekst	-24,6%	-44,5%

Avkastningen for delporteføljene er bruttotall, og inkluderer dermed ikke forvaltningshonorarer, agio/disagio og netto rente



Porteføljeforvalter Kristian Falnes

### Fortsatt krakk

Den miserable utviklingen på verdens aksjemarkeder generelt, og Oslo Børs spesielt, fortsatte i fjerde kvartal. Beskrivelsen fra forrige markedsrapport om det som nå skjer i aksjemarkedene – ”Krakk” – gjelder fortsatt. Strømmen av dårlige konjunkturindikatorer har tiltatt i styrke, og de fleste markedscommentatorene venter at det meste av dårlige nyheter fra realøkonomien ligger foran oss - ikke bak oss.

At SKAGEN Vekst kan vise til en relativt sett bedre utvikling enn Oslo Børs Hovedindeks hittil i fjerde kvartal er (fortsatt) en mager trøst. Hittil i år topper fondet avkastningslisten over norske og norske/internasjonale aksjefond.

Ved utgangen av november hadde fondet 55,2 prosent av sine midler plassert i norske aksjer, resten godt spredd globalt. Fondets kontantandel var 1,2 prosent. Om kort tid får vi oppgjøret for salget av våre aksjer i Revus Energy, som nå utgjør 2,8 prosent av fondet.

### NØKKELTALL FOR DE STØRSTE SELSKAPENE I PORTEFØLJEN

	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kursmål
Kongsberg Gruppen	3,8	305,0	13,3	9,5	3,4	400
StatoilHydro	3,5	118,1	6,7	8,4	1,9	180
Pride International	3,3	16,2	4,5	4,8	0,7	50
Elektrobras	3,1	24,4	8,1	8,1	0,3	60
Bonheur	2,9	122,5	4,3	3,8	0,9	250
Revus Energy	2,8	105,0	26,3	52,5	2,5	110
Ganger Rolf	2,7	123,0	4,3	3,8	0,8	220
Samsung Electronics	2,7	333,5k	8,3	9,5	0,7	600k
Solstad Offshore	2,6	70,0	5,8	4,4	0,7	160
DOF	2,5	36,5	6,6	5,2	1,0	65
Petrobras	2,2	20,1	5,0	5,6	1,3	40
LG Corp	2,0	41,5k	5,5	5,5	1,1	80k
<b>Median</b>	<b>34,1</b>	<b>0</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>0,9</b>	<b>86%</b>

I SKAGEN Vekst har de største positive bidragssyterne hittil i fjerde kvartal vært Revus Energy, Lerøy Seafood Group, Glamox og BP. De største negative bidragssyterne i perioden var Pride International, Petrobras, Yara og LG Corp.

Hittil i år har de største positive bidragssyterne vært Revus Energy, Fast, Elektrobras og Hercules Offshore. De største negative bidragene har kommet fra Solstad Offshore, Petrobras, Stolt Nielsen og Bonheur.

### Telenor med 50 prosent rabatt

Etter at Telenor annonserte kjøp av mobilisens i India og en sannsynlig tegningsrettemisjon for å finansiere denne, stupte Telenor-kursen til nivåer vi ikke har sett siden forrige bunn vinteren 2003. Som følge av usikkerheten rundt ledelsens vurderingsevne og den mulige kapitalutvidelsen, er rabatten for Telenor-aksjen etter vår konservative verddivurdering på over 50 prosent.

Vi velger å se på dagens situasjon som en god mulighet til igjen å bygge en posisjon i Telenor, som på mange måter kan sees på som en ”forundringspakke” av gode mobiltelefonposisjoner i vekstmarkedene. Telenor-aksjen prises nå til bare fire ganger årets forventede inntjening. Med andre ord priser markedet inn et betydelig fall i inntjeningen fremover. Selv om telekommunikasjon også må anses for å være en ganske så syklisk industri, mener vi prisingen av Telenor nå legger til grunn altfor negative forventninger til inntjeningen fremover.

### Inn i Hercules etter 85 prosents fall

Hercules Offshore klarte vi å selge ut av fondet nær kurstoppen i mai. Fallende olje- og gasspriser samt en dårligere markedsbalanse for oppjekk-bare rigger i den amerikanske gulfen, har ført til at aksjekursen har stupt nærmere 85 prosent siden den gang. Nå handles selskapet til ca. 30 prosent av materiell egenkapital, og ikke minst viktig i dagens kredittmarked - selskapet har finansiell ”stayerevne”.

Etter at hopetalls med rigger de siste årene har

emigrert fra USA, er den fundamentale markedsbalansen for rigger i USA bedre enn hva mange tror. En liten oppgang i de amerikanske gassprisene (kald vinter) vil fort snu den negative stemningen som preger sektoren generelt og Hercules Offshore spesielt. Et pluss er det selvfølgelig at ledelsen sitter fullastet med aksjer i selskapet.

I mangel på fremmedkapitalfinansiering for to nye kontraktsfestede ”crew”, valgte Reservoir Exploration Technology å foreta en kapitalutvidelse rettet mot eksisterende aksjonærer og selskapet Limerock (et stort investeringsfond innen energisektoren). Vi valgte å opprettholde vår eierandel i selskapet gjennom å tegne nye aksjer. I tillegg har vi hittil i fjerde kvartal økt vår beholdning i Dockwise, Norske Skog, RCL, Wilh. Wilhelmsen og Yara.

### Oppkjøp tross for knusktørt kredittmarked

Selv i et knusktørt marked for fremmedkapitalfinansiering av bedriftsoppkjøp har vi sett til dels betydelig oppkjøpsaktivitet i våre porteføljeselskaper denne høsten. Så langt i fjerde kvartal har vi akseptert oppkjøpstilbud i Dof Subsea, Lerøy Seafood Group og Ocean Heavy Lift. Selv om ingen av budene kan omtales som strålende, har vi konkludert med at de var fullt ut akseptable gitt dagens markeds klima. Vi er riktignok mer fornøyd med prisen vi får for våre aksjer i Revus Energy. Her har styret og ledelsen virkelig gjort en god jobb for å maksimere aksjonærværdiene.

Fondet har de siste to månedene redusert beholdningen i StatoilHydro og Roxar. I sistnevnte selskap solgte vi aksjer til en industriell aktør, mot å bli garantert kurskompensasjon i tilfelle det blir fremmet et bud til en høyere pris på selskapet neste halvår.

### ”Dommedag” er priset inn

Vi er for tiden inne i en konjunkturedgang som antakelig blir dypere og mer langvarig enn den forrige i 2001-2002. Etter høstens kraftige kursfall har imidlertid prisingen av selskapene tatt høyde for dette – og mere til. Verdsettelsen av våre porteføljeselskaper har aldri vært så lavt vurdert i SKAGEN Veksts femtenårige historie. Dette gjelder både pris i forhold til selskapenes egenkapital, resultater og kontantstrøm.

Selv om vi må tåle at flere av de konjunkturfølsomme selskapene, som StatoilHydro (oljepris), Norsk Hydro (aluminiumspris) og Yara (gjødselpris), får svekkede resultater i 2009, bør ikke dette nødvendigvis medføre fallende aksjekurser. Etter siste tids kursmassakre, er det nå diskontert inn så mye ”eder og galle” at tidspunktet der aksjekursene stiger på ”dårlige nyheter” bør være nærmere enn mange i dag synes å tro.

Selskapene i porteføljen til SKAGEN Vekst samt en ti på topp liste og diverse annen informasjon om fondet finner du på sidene 24-25.

## SKAGEN GLOBAL

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Global	-17,9%	-36,3%
MSCI Verdensindeks	-10,0%	-25,8%



Porteføljeforvalter Filip Weintraub

## Forferdelig

SKAGEN Global hadde rett og slett en forferdelig utvikling i perioden oktober-november, både i absolutte og relative termer. Dette skyldes heldigvis ikke forferdelige inntjeningsstall fra selskapene, skandaler, spektakulære konkurser eller høy finansiell risiko blant våre porteføljeselskaper. Snarere tvert imot.

Faktum er vi har ikke hatt noen problemer av betydning på den fronten, som generelt sett er ytterst vanlig i dagens finansklima. I tråd med vår konservative investeringsfilosofi investerer vi i solide selskaper med nesten kjedelig og enkle forretningsmodeller.

## Verste på 109 år

I absolutte termer har vi så langt i 2008 opplevd det verste året for globale aksjer på 109 år. I relative termer har de fleste modne aksjemarkedene faktisk falt overraskende likt (Europa, Japan og USA er ned 39-45 prosent i lokal valuta). De store bevegelsene i andre halvår har kommet fra valutamarkedet.

Faktum er at de eneste børsene som har gjort det bedre enn verdensindeksen er de som er valutert i dollar, yen og sveitsiske franc.

De beste bidragsyterne hittil i fjerde kvartal var Osaka Securities, Baywa-Bayerische, Pfizer, Finnair og BP. De største negative bidragene kom fra Petrobras, Pride International, LG Corp, Siemens og Samsung Electronics, primært som følge av deres prosentvise høye andelen av porteføljen.

Bransjemessig var bidragene relativt sterke fra nyttjetjenester, medisin, og defensive konsumvarer. Relativt svake bransjer var kapitalvarer, energi, og finans.

## Barbert porteføljen – økt kvaliteten

I perioden har vi foretatt en "vareoppyrdding" i porteføljen som har medført at en del selskaper har forsvunnet ut og noen nye har kommet til. Konsentrasjonsgraden til porteføljen har økt relativt mye. Vi har som følge av de høye kostnadene ved en refinansiering i dagens tøffe kredittmarked økt våre krav til selskapenes soliditet og finansielle stilling. I denne eksersisen har vi funnet flere interessante selskaper til priser vi ikke har sett på mange, mange år.

Innen energi har vi solgt en betydelig post i Petrobras. De fleste av verdens oljeselskaper kan misunne Petrobras for sitt store vekstpotensial, men vi ser nå en betydelig usikkerhet når det gjelder utviklingskostnader og politisk klima i det statsdominerte selskapet. En del av de realiserte midlene er plassert i amerikanske Pride International.

Innen råvarer har vi solgt oss helt ut av Cemex og Louisiana-Pacific. Inn som nykommer i porteføljen har stålselskapet Ternium kommet.

## Solgte på gode tall

Innen kapitalvarer har vi solgt oss helt ut av Furukawa Electric, Komatsu Ltd, Korea Line, Samsung Heavy Industries og årets vinner Covidien. Posten i LG Corp er kuttet noe. Vi har kjøpt oss opp i Tyco Electronics, Tyco International, Calpine Corp og Bunge. I de to sistnevnte selskapene har økningen vært betydelig. Alle kom

med betydelig bedre tall enn ventet, men var naturlig nok forsiktige med sine prognoser for fremtiden. De gode tallene ble imidlertid ignorert av et aksjemarked hvor frykten herjer.

For å illustrere hvor attraktive prisene var, kan det nevnes at Bunge ble kjøpt til fire ganger inntjeningen.

Innen forbruksvarer har vi solgt oss ut av DSG International, Ssangyong Motors samt i Regis, alle med tap. Pengene fra salgene ble brukt til å kjøpe aksjer i den amerikanske kabeloperatøren Comcast, som nå handles til under seks ganger kontantstrømmen og på linje med selskapets bokførte egenkapital. Avkastningen på egenkapitalen er stigende, og investeringer utenfor kjernevirksomheten er fallende. Sektoren er under omstrukturering og konsolidering.

Etter att TUI solgte Hapaq-Lloyd til godt pris, men til en etter vår mening feil strategisk kjøper, har vi solgt halve posten vår i selskapet.

Den mexicanske tortillaprodusenten Gruma er solgt ut av porteføljen. Vi har fortsatt å kjøpe aksjer i det amerikanske medisinselskapet Pfizer, som ble fylldig omtalt i forrige markedsrapport. Innen finans har vi økt posten i Hannover Re betydelig, samt kjøpt tilbake en post i Asya Bank, som kom med en imponerende kvartalsrapport. Vi er også helt ute av IVG, og har kjøpt oss inn den brasilianske banken Banco do Estado Rio Grande do Sul (se beretningen fra Kon-Tiki).

## Får driftsresultatet til Kyocera gratis

Innen teknologi har vi økt postene i Samsung Electronics og Kyocera.

Kyocera annonserte i etterkant av vårt kjøp at de innen utgangen av desember vil kjøpe tilbake fire prosent av selskapets egne aksjer. Kyocera har mer enn nok likvide midler til å foreta en slik handel. Faktum er at Kyoceras penger i banken og selskapets investeringsportefølje (etter gevinstbeskatning på 45%) til sammen er mer verdt enn hva aksjemarkedet priser selskapet til på Tokyo-børsen. Vi får med andre ord resultatet fra selskapets drift gratis!

Innom telekommunikasjon har vi fortsatt å øke posten i Indosat, og selge oss ned i hovedkonkurrenten Telkom Indonesia. Vi har solgt oss helt ut av Singapore Telecom, og kjøpt ytterligere med aksjer i Indias største mobilselskap, Bharti Airtel.

## NØKKELTALL FOR DE STØRSTE SELSKAPENE I PORTEFØLJEN

	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kursmål
Samsung Electronics	6,7	333,5k	7,9	8,3	0,9	600k
Nestle	6,4	43,9	14,2	12,5	3,6	65
Elektrobras	5,7	24,4	8,1	7,0	0,3	60
Pfizer	4,7	16,4	6,9	6,6	1,6	25
Siemens	4,4	47,1	5,5	6,3	1,4	110
Cheung Kong Holdings	3,9	73,0	8,8	8,1	0,7	125
Pride International	3,4	16,2	4,4	4,3	0,7	40
Kyocera Corp	3,4	5960,0	16,6	19,9	0,8	14,5k
LG Corp	3,1	41,5k	4,9	4,9	1,1	85k
Petrobras	2,3	20,1	5,0	5,4	1,3	35
<b>Median topp 10</b>	<b>44,1</b>		<b>7,4</b>	<b>6,8</b>	<b>1,0</b>	<b>92%</b>

Selskapene i porteføljen til SKAGEN Global samt en ti på topp liste og diverse annen informasjon om fondet finner du på sidene 26-27.



## SKAGEN KON-TIKI

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Kon-Tiki	-22,4%	-40,4%
MSCI Vekstmarkedsindeks	-20,3%	-44,1%



Porteføljeforvalter Kristoffer Stensrud

De to første månedene av fjerde kvartal var meget trist i absolutte termer, ei heller var det mye å skryte av i relativt. Det meste av kursfallet kom i oktober. I november falt verdien av fondet med en prosent, mens vekstmarkedsindeksen da var ned 3,4 prosent.

Den svake utviklingen i perioden skyldtes i første rekke oljeservice, hvor vurderingen av selskapene kollapset hurtigere enn oljeprisen. Også våre koreanske selskaper fikk unngjelde. Verdien av selskapene falt i takt med at valutaen. Den svake koreanske wonen girt imidlertid konkurransefordeler for våre globale koreanere i tiden fremover.

Finanssektoren var den eneste bransjen som kuriøst nok viste pluss, i hovedsak som følge av et bud på vår store investering i brasilianske Banco Nossa Caixa. Også årets hovedinvestering, Eletrobras, har vært en av vinnerne. Selskapets defensive forretningsmodell har gitt overraskende gode resultater.

### Finansiell og syklisk opprydning

Vi har i perioden solgt oss ut av en rekke sel-

skaper som i dagens tøffe kredittklima kunne fått finansielle problemer. Dette gjelder Hitachi Construction Machinery, Ssangyong Motors, Gruma, og Top Engineering. Vi har generelt redusert det sykliske innslaget i porteføljen, gjennom salg av Nordic American Shipping, Hitachi, Vale, Tullow Oil og Petrobras. De tre sistnevnte har vi solgt oss betydelig ned i.

Investeringsbegrensninger og god utvikling gjorde at vi tok gevinster i Banco Nossa Caixa og Eletrobras.

Nye selskaper i porteføljen er den globale banken Standard Chartered, som er en konservativ drevet bank med unik posisjon i Asia og Afrika. Bankens hovedområder er å være grossistbank for andre banker, handelsfinansiering og formuesforvaltning. Standard Chartered har gjennom mange år vokst kraftig med minimale tap. Hovedaktivitetsområdene ansees ikke å være spesielt utsatte, da det er lite aktivbaserte langsiktige utlån.

### Finans er nå største sektor

Vi økte også opp i vår nye sparebank i Brasil, Banco Do Sul, som synes svært lovende. Tredjekvartals tallene bekreftet høy vekst, god kapitalavkastning og lave utlånstap. God kursutvikling og nye kjøp gjorde at finanssektoren nå er den største sektoren i fondet med 22,7 prosent av porteføljen, på linje med referanseindeksen. Vi ser på finanssektoren som et indirekte spill på kraftig voksende konsumentsektor i globale vekstmarkeder.

Vi mer enn doblet posten vår i russiske Sistema, hvor rabatten økte kraftig i kvartalet. Vi kjøpte oss også vesentlig opp i PZ Cussons, LG Electronics, Great Wall Motor, Efes Breweries og China Shineway Pharma.

### God "giring" på stimulansepakkene

Kraftige rentekutt og stimulansepakker fra myn-

dighetene forventer vi gir raskere vekstimpulser i vekstmarkedene enn i den industrialiserte verden. Kon-Tiki-landene har ikke overheng av forbruksgjeld, og kan fortsatt vise til god inntektsvekst.

Dette følger en rød tråd vi har sett en stund. Vekstimpulsene globalt fra de "industrialiserte" forbrukerne kommer til å være mye svakere fremover enn hva vi har sett de siste 20 årene. Totalt sett har vi nå derfor mer enn doblet vektningen innen forbruksrelaterte selskaper i vekstmarkedene, inklusiv nyttjenestener og telekommunikasjon. Samtidig som vi har en tilsvarende undervekt i råvarer og industri, som er mer avhengig av de generelle globale konjunkturerne.

"Våre" sektorer er imidlertid forholdsvis små i de globale vekstmarkedene, og vurderingen av selskapene er ofte for høy etter vår smak.

### Boblene har sprukket

For ett år siden var mange vekstmarkeder overspesulerte, med Kina og Russland i spissen. Etter at et år med voldsomme kursfall vurderes imidlertid selskapene i vekstmarkedene som attraktive, på bred geografisk basis. Vi regner nå med at kvaliteten på selskapene i SKAGEN Kon-Tiki holder et generelt bra nivå, særlig etter siste årets utskiftninger og konsentrasjon av porteføljen.

### Inntjening godt over markedet

Våre 30 største selskaper representerer nå 85 prosent av porteføljen. En ny revidering av disse selskapenes inntjening for det året som nå eber ut og for hva vi forventer i 2009 medførte en nedjustering for ti selskaper og en oppjustering for to. Dette er et vesentlig bedre forholdstall enn for markedet. For 2008 regner vi nå med at inntjeningsveksten for våre selskaper skal ende på 20 prosent, mens veksten neste år blir på 12 prosent.

For de globale vekstmarkedene forventes det nå en inntjeningsvekst i år på bare en prosent, og syv prosent for neste år. Og estimatene er fortsatt i fritt fall.

Litt spesielt er det at de nedjusteringen som finner sted for våre selskaper, med unntak av rene råvareavhengige selskaper, i hovedsak er relatert til forbruksselskaper som i år har opplevd marginskvis på grunn av høye råvarepriser. Dette vil ventelig rette seg allerede mot slutten av innværende år.

## NØKKELTALL FOR DE STØRSTE SELSKAPENE I PORTEFØLJEN

	Postens størrelse, %	Kurs	P/E 08E	P/E 09E	P/B siste	Kursmål
Eletrobras	9,0	24,4	6,1	6,1	0,3	70
Banco Nossa Caixa	8,3	63,5	10,2	12,7	2,1	70,63
Samsung Electronics	8,1	333,5k	7,9	8,3	0,9	600k
Pride International	6,7	16,2	4,0	3,5	0,7	40
Indosat	5,5	5 100,0	11,3	8,5	1,6	7 400
Bharti Airtel	4,0	671	13,4	11,2	5,0	1 000
Richter Gedeon Nyrt	3,9	27,1k	10,8	10,0	1,6	50k
Cia Vale do Rio Doce	3,3	24,5	5,7	8,2	1,4	40
LG Electronics	3,2	29,4k	2,1	2,4	0,5	70k
Banco Rio Grande do SUL	3,0	6,0	4,5	3,7	0,8	12
Tullow Oil	2,3	522,5	6,6	23,8	6,6	1 000
Seadrill	2,2	56,3	5,6	3,1	1,1	120
<b>Median</b>	<b>59,5</b>		<b>6,4</b>	<b>8,3</b>	<b>1,2</b>	<b>88%</b>
<b>Median topp 30</b>	<b>83,4</b>		<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	<b>1,0</b>	<b>107%</b>

Selskapene i porteføljen til SKAGEN Kon-Tiki samt en ti på topp liste og diverse annen informasjon om fondet finner du på sidene 28-29.

## Det globale rentemarkedet: Mot nullpunktet i vesten

Kollapsen i økonomisk aktivitet som vi nå er vitne til, gjør at de store sentralbankene etter alle solemerker kommer til å kutte sine styringsrenter ned mot null, eller rett over nullpunktet. Dette gjøres for å stimulere investeringer og forbruk, og for å holde liv i det finansielle systemet. Det kan ta noen måneder før alle har gjennomført dette, men sannsynligvis er styringsrenten mellom 0 og 0,5 prosent i alle de viktigste sentralbankene innen sommeren.

Utenom Japan har USA kommet lengst. Styringsrenten er nå 1,0 prosent, og det forventes et kutt til 0,5 prosent den 16. desember når sentralbanken holder rentemøte. Når dette skrives er styringsrenten 2,0 prosent i Storbritannia og 2,50 prosent i Eurosonen. Flere rentekutt vil komme på nyåret. I Sveits er den korteste renten allerede nede i 0,2 prosent. Den svenske Riksbanken overrasket ved inngangen til desember å kutte styringsrenten med 1,75 prosentpoeng til 2,0 prosent. Også i Norge vil det komme ytterligere

rentekutt utover i 2009, etter et forventet saftig kutt 17. desember.

### Pengepolitikk etter nullpunktet

Parallelt med at styringsrentene går mot null, tar sentralbankene også i bruk andre virkemidler for å prøve å dempe resesjonen og den finansielle nedsmeltingen. Sentralbankene har allerede vist at de både har vilje til og kan gjøre langt mer enn bare å styre den helt korte renten i interbankmarkedet. Og heldigvis, pengepolitikken stopper ikke opp fordi om den korteste renten er null. Det er massevis av andre renter å gå løs på. Det har noen sentralbanker allerede begynt med. Flere kommer til å følge etter, og de vil gå aggressivt til verks.

Poenget er at alle sentralbanker kan kjøpe opp finansielle aktiva fra bankene uten egentlig å måtte låne noe som helst, i tradisjonell forstand. De betaler ved å kreditere bankens innskuddskonti i sentralbanken med penger skapt ut av

løse luften. Summen av slike innskudd, som alltid kan veksles om i kontanter, pluss mengden av sedler og mynt i omløp, er den pengemengden som en sentralbank har skapt.

### Fed har fått opp farten

Siden Lehman-konkursen i september har det vært en markant økning i mengden av sentralbankpenger i de store økonomiene, spesielt i USA. Hensikten er å få ned de markedsbestemte rentene og få kreditten til å flyte igjen, slik at de økonomiske skadevirkningene av den finansielle krisen reduseres. USAs sentralbank Fed er ikke alene om å gjøre dette. Det har vært en økning i mengden av sentralbankpenger i mange andre land. Og det kommer til å bli mye mer av dette fremover.

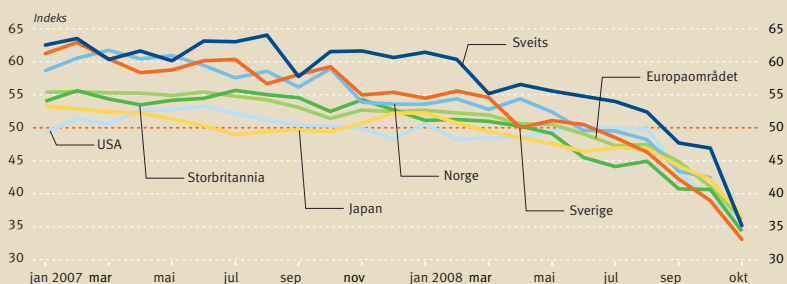
I Japan har man gjort dette en gang før. Fra midten av 1990-tallet til 2005 økte mengden sentralbankpenger fra ca. 7,5 prosent til 22 prosent av BNP. Nå går det imidlertid mye raskere. I USA økte mengden av sentralbankpenger fra 5,5 prosent av BNP i starten av september til over ti prosent i slutten av november. På denne fronten vil det skje mye de neste månedene i nesten alle OECD-landene. Hvis politikken lykkes, vil de lange statsrentene i OECD-området forbli lave i tiden fremover. Og massive oppkjøp av rentepapirer fra private utstedere, fører til at kredittpåslagene går ned.

### Og inflasjonen blir?

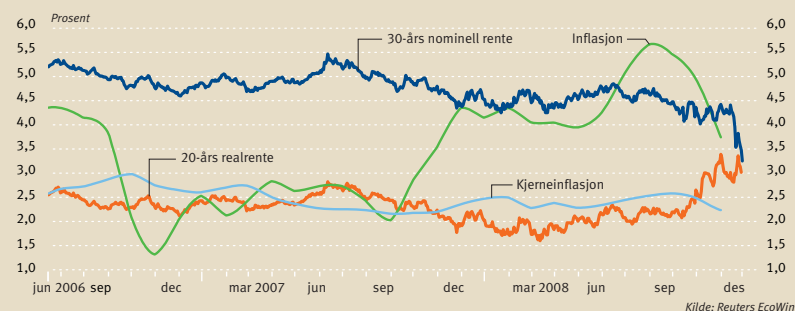
På kort sikt er det ikke grunn til å frykte markant høyere inflasjon som følge av all den digitale pengetrykkingen. Inflasjonen har falt betydelig de siste månedene. Sentralbankene tror kombinasjonen av resesjon og fall i råvareprisene kommer til å føre til ytterligere fall i inflasjonen inn i 2009.

Dette er en av grunnene til at man lar seddelpressen gå. På lengre sikt derimot, kan det ukonvensjonelle pengepolitikken vise seg å bli en utfordring. Når økonomien våkner til live igjen, må rentene settes opp igjen og den massive økningen av sentralbankpenger reverseres. Om sentralbankene da ikke er kjappe nok i svingene, kan inflasjonen raskt vise seg å bli ubehagelig høy. Så selv om vi mener at inflasjon på kort sikt ikke er noe problem, synes vi at de langsiktige inflasjonsforventningene som nå kan leses ut av finansmarkedene, er for lave. Spesielt i USA.

### AKTIVITETSINDIKATORENE VERDEN OVER FALLER KRAFTIG



### LANGE STATSRENTER OG INFLASJON I USA PEKER OGSÅ NED



## SKAGEN TELLUS

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Tellus	-2,91%	-3,56%
Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 år	11,31%	18,40%

## SKAGEN AVKASTNING

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Avkastning	-3,88%	-5,14%
ST4X obligasjonsindeks	3,79%	8,02%



Porteføljeforvalter Torgeir Høien

### SKAGEN Tellus

#### Traurig start på kvartalet

Det ble en traurig start på kvartalet for SKAGEN Tellus. Målt i euro, som er fondets basisvaluta, falt fondskursen 4,3 prosent i oktober. November var en bedre måned, med en euroavkastning på 1,4 prosent.

#### Kredittmarkeder i ulage

Kredittmarkedsuroen blomstret opp til full finansiell krise etter kollapsen av Lehman Brothers i midten av september, med massiv investorflukt inn i de mest trygge statspapirene utstedt i Nord-Amerika og Vest-Europa. Vi fikk dermed et nedslag av obligasjoner og valutaer i land hvor vi satt med lokale statsobligasjoner. Dette dro ned fondskursen til SKAGEN Tellus.

Det er dessverre alt for tidlig å avblåse den finansielle uroen, men visse tegn har det vært til at noen kredittmarkeder begynner å tine opp. Kredittpåslagene på interbank-rentene har kommet litt ned i forhold til de skyhøye nivåene man så i oktober. Med alle de tiltakene myndighetene setter i verk, kommer de internasjonale kredittmarkedene sakte men sikkert til å normalisere seg.

#### En rekke endringer i porteføljen

For å få best mulig gevinst ut av den vanskelige situasjonen vi nå opplever på verdens finansmarkeder, selvfølgelig innenfor de risikorammer som ligger til grunn for fondet, har vi de siste to månedene gjort en rekke endringer i porteføljen. Vi har solgt oss ut av Australia og Storbritannia, og kuttet ned på beholdningen av brasilianske statsobligasjoner. Vi har også

gått ut av slovakiske statsobligasjoner samt en kort nederlandsk obligasjon.

De realiserte midlene har vi brukt å kjøpe oss opp i inflasjonsbeskyttet obligasjoner med lang løpetid utstedt av amerikansk og fransk stat. En inflasjonsbeskyttet obligasjon betaler en kjent realrente ved utstedelse, så kompenseres investorene for inflasjon ved at hovedstolen reguleres opp med konsumprisindeksen. Nominell avkastning blir dermed lik kjent realrente pluss en ukjent inflasjon. I annenhåndsmarkedet for slike obligasjoner betaler man for påløpt inflasjon. Vi har valgt å kjøpe obligasjoner som nylig ble utstedt. Da hovedstolen ikke kan falle under pari, er vi dermed i praksis også nesten fullt ut beskyttet mot eventuell deflasjon.

#### Sikre statsrenter har gått opp

Grunnen til at vi har investert i disse inflasjonsbeskyttede obligasjonene er at realrenten har blitt svært høy i annenhåndsmarkedet. Realrentene steg utover høsten og ligger nå på nivåer som vi tror ikke er opprettholdbare etter hvert som resesjonen skrider frem. Trolig får vi et kraftig fall i disse rentene på nyåret. Det vil i så fall gi oss gode kapitalgevinster. Realrenten på vår 20-årige amerikanske statsobligasjon er nå høyere enn den nominelle renten på en 10-årig amerikansk statsobligasjon.

Det er selvsagt heller ikke en ubetydelig fare for at inflasjonen igjen kan skyte fart litt frem i tid. Resesjonen i Vesten og fallet i råvareprisene har medført et kraftig fall i inflasjonen de siste månedene. Vi tror inflasjonen kan bli lav en god stund fremover, men ikke i evigheter. Det er stor sjanse for at man om et år eller to kan få ubehagelige inflasjonsoverraskelser i noen av de landene hvor man nå er mest på hugget med å få ned rentene.

### SKAGEN Avkastning

#### Lagt om forvaltningsstilen

SKAGEN Avkastning hadde en svært dårlig start på fjerde kvartal, med en fall i fondskursen på seks prosent i oktober. Noe av dette fallet ble reversert i november, da fondskursen steg 2,3 prosent. Fondet la om på forvaltningsstilen i slutten av oktober, for å være bedre rustet til å stå imot brå skift i finansmarkedene og samtidig levere god avkastning til andelseierne.

#### Finanskrisen etter Lehman Brothers

Den finansielle krisen eskalerte etter sammenbruddet til den gedigne investeringsbanken Lehman Brothers i midten av september. Investeringsklimaet ble svært vanskelig. Porteføljen til SKAGEN Avkastning ble utsatt for noen voldsomme bevegelser, med negative sjokk fra både valuta- og rentemarkedene. En kraftig renteoppgang og en markert svekkelse av valutaene,

medførte at våre investeringer i vekstmarkedene fikk meget hard medfart.

Det var også en kraftig oppgang i kredittpåslagene i Norge, noe som dro ned verdien av bankobligasjonene i vår portefølje. I sum ga dette langt større utslag i fondskursen enn vi har sett noen gang tidligere.

#### Valutasikring

Hovedandelen av porteføljen til SKAGEN Avkastning er i norske papirer. Den delen som er plassert i utenlandske statspapirer har de siste to månedene utgjort ca. 25 prosent av porteføljen. Vi har nå lagt om måten vi beskytter fondet mot svingninger i valutakursen. Mens det tidligere var fokus på å beskytte fondet mot svingninger i kronens verdi i forhold til hovedvalutaene, søker vi nå heller å verne fondskursen mot endringer i kursen på valutaen i det landet vi har investert i.

Vi mener dette gir en roligere og mer robust utvikling i fondskursen. I skrivende stund har vi valutasikret mer enn to tredjedeler av våre utenlandske plasseringer på denne måten. Det gjøres en avveining i hvert enkelt tilfelle.

#### Porteføljeendringer

Vi har solgt oss ut av vår meksikanske statsobligasjon og redusert våre posisjoner i Ungarn og Tyrkia. Dette har gitt rom for å gå inn i en inflasjonsbeskyttet amerikansk statsobligasjon, som nå utgjør 4,6 prosent av porteføljen. Kjøpet er foretatt fordi vi tror obligasjonens realrente, som har vært ca. 2,8 prosent i den perioden vi kjøpte oss opp, skal ned fremover - basert på den svært svake økonomiske utviklingen i USA.

Gitt den meget aggressive pengepolitikken til den amerikanske sentralbanken Fed, tror vi også det er verdier å hente på å kjøpe en obligasjon hvor man kompenseres for all fremtidig inflasjon. Inflasjonen vil nok falle de nærmeste månedene. Vi tror imidlertid ikke at inflasjonen i USA kommer til å ligge på en årsrate rundt en prosent de neste 20 årene, slik finansmarkedet nå legger til grunn.

#### Kredittspreader

De norske bankpapirene, som sammen med kontanter i norske kroner utgjør 75 prosent av porteføljen, har for tiden en svært høy direkteavkastning. Det skyldes at finanskrisen har dratt opp risikopremiene, og det er med på å forklare at den effektive renten i SKAGEN Avkastning nå ligger på 8,5 prosent. Myndighetene har iverksatt mange tiltak for å prøve å få ned kredittspredene. Når disse kommer ned vil de, sammen med en klart fallende styringsrente fra Norges Bank, gi en attraktiv reprising av den norske delen av porteføljen til SKAGEN Avkastning.

## SKAGEN HØYRENTE

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Høyrente	1,37%	5,87%
Statssertifikat 0,5	1,06%	5,30%

## SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Avkastningsmåling	Hittil i 4. kvartal	Hittil i 2008
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,32%	5,64%
Statssertifikatindeks 0,25	0,85%	5,10%



Porteføljeforvalter Ola Sjöstrand

## SKAGEN Høyrente

Det har i oktober og november vært store svingninger i interbankrentene, renten bankene låner seg i mellom. Siden utgangen av tredje kvartal har imidlertid rentefallet vært betydelig. Kredittspredene, det rentepåslaget som banker og industriselskaper betaler utover interbankrentene, er noe høyere enn ved kvartalsskiftet. Men, siden slutten av oktober er differansen redusert betydelig.

Da fondet har oppnådd kursgevinster i et fallende rentemarked, har avkastningen i oktober og november vært noe høyere enn den løpende effektive renten. Ved utgangen av november var fondets effektive rente 7,3 prosent.

Rentene skal videre ned

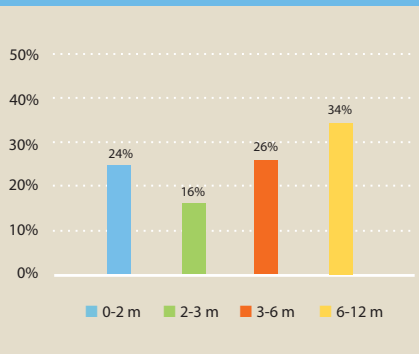
Interbankrentene er fortsatt mye høyere enn styringsrenten til Norges Bank, og det ser fremdeles ut til at det skal ta litt tid før denne differansen normaliserer seg. Men med de store fallene vi har sett for styringsrentene i alle vestlige land, og siste tids dårlige nøkkeltall fra den norske økonomien, er sannsynligheten stor for at Norges Bank nå senker styringsrenten mer enn hva de tidligere har signalisert.

Norske FRA-kontrakter (kontrakter på renten frem i tid) priser inn at Norges Bank senker styringsrenten til 2-2,5 prosent innen sommeren. Om det blir så mye, gjenstår å se.

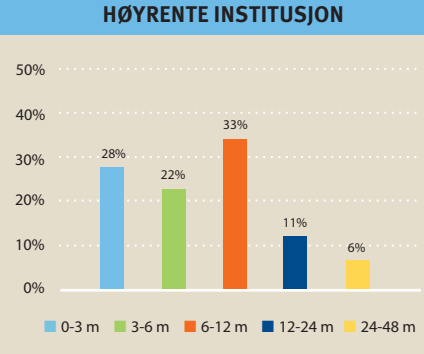
Porteføljen til fondet består nå av 55 prosent industri- og kraftselskaper, 34 prosent bank og 11 prosent likviditet. Rentebindingstiden (durasjonen) er som tidligere lav. Ved månedsskiftet var den på 0,19 år. Alle papirene forfaller innen 12 måneder. Rundt 40 prosent forfaller innen tre måneder, og ca. 65 prosent innen seks måneder. Fondens ti største investeringer utgjør 46 prosent av fondet, opp fra 39 prosent ved slutten av tredje kvartal.

SKAGEN Høyrente holder fast ved sin lave risikoprofil, og har fortsatt fokus på å finne sikre alternativer for våre investeringer. Med et fortsatt rentefall og lavere kredittspreader, kan det skje at mer risikovillige pengemarkedsfond oppnår en høyere avkastning på tampen av 2008 og inn i 2009.

### FORFALLSSTRUKTUR SKAGEN HØYRENTE



### FORFALLSSTRUKTUR SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON



### 10 STØRSTE UTSTEDERE – SKAGEN HØYRENTE

Hafslund	8,9%
Statkraft	8,1%
Wilh Wilhelmsen	4,4%
Agder Energi	4,2%
Sparebanken Pluss	4,1%
BKK	4,0%
Seadrill	3,4%
Telenor	3,3%
Yara	3,0%
Sparebanken Nord-Norge	2,7%
<b>Total</b>	<b>46,1%</b>

tekst

### 10 STØRSTE UTSTEDERE – SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON

Sparebanken Pluss	7,4%
Sparebanken Nord-Norge	6,4%
Swedbank	5,2%
Sparebanken Buskerud-Vestfold	4,9%
Sparebanken Møre	4,8%
Kredittforeningen for Sparebanker	4,5%
DnB Nor	3,8%
Sparebanken Vest	3,3%
Rygge-Vaaler Sparebank	2,9%
BN Kreditt	2,4%
<b>Total</b>	<b>45,6%</b>

tekst

# SKAGEN Fondenes investeringsfilosofi

## FORVALTERTEAMET



Beate Bredeesen



Kristian Falnes



Elisabeth A. Gausel



Omid Gholamifar



Torgeir Høien



Knut Harald Nilsson



Ross Porter



Chris-Tommy Simonsen



Ola Sjøstrand



Kristoffer Stensrud



Filip Weintraub

### Selskapene viser veien

SKAGEN Fondenes målsetning er å gi våre andelseiere best mulig avkastning for den risikoen de tar. Vi har en aktiv verdibasert forvaltningsfilosofi med et bredt mandat, hvilket medfører at forvalterne fritt kan velge selskaper på alle verdens børser. Ved å investere i en rekke selskaper i ulike bransjer over hele verden, reduseres risikoen.

SKAGEN Fondene fokuserer på verdier. Vi leter etter selskaper som er Undervurderte, Underanalyserte og Upopulære. Gjennomanalyserte og populære selskaper har en tendens til å bli overvurdert, med stor fallhøyde når aksjen "går av moten".

SKAGEN Fondenes aktive forvaltningsfilosofi, kombinert med vårt fokus på verdier, har historisk sett gitt god avkastning. Vi har dyktige forvaltere som er trofaste mot investeringsfilosofien.

### Skal få godt betalt for å ta risiko

En av porteføljeforvalterens oppgaver er å balansere risikoen i verdipapirmarkedene på vegne av andelseierne. Som andelseier bør du derfor være interessert i å få så godt betalt som mulig for den risiko som er tatt.

To fond som gir lik avkastning kan nemlig ha vidt forskjellig risikoprofil. Da er fondet med lavest absolutt risiko klart best. Da får du høyest risikojustert avkastning.

### Unngår bobler

I motsetning til mange andre forvaltere, som investerer i selskaper fordi de er representert i en indeks, kjøper vi de selskapene vi mener er mest attraktive uavhengig av indekser. Dermed unngår vi å bli ledet inn i indeksfristelsen - som til tider fører til at populære bransjer og aksjer får en alt for høy pris i forhold til hva de kan

forsvare med hensyn til verdier og inntjening. Bobler oppstår, disse sprekker før eller siden. Under slike "bobleperioder" er det for oss som aktive forvaltere et godt klima for å finne Undervurderte, Upopulære og Underanalyserte selskaper. Over tid er det alltid selskapenes verdier og verdiskapning som ligger til grunn for prisingen på børsen.

### Grundige analyser reduserer risikoen

Grundige analyser ligger til grunn for alt vi gjør. Det reduserer risikoen. Et viktig element i våre analyser er etikk. På sikt lønner det seg ikke å investere i selskaper som er uetiske, enten vi snakker om miljøsyndere, bedrifter som driver med ulovlig barnarbeid eller andre ulovligheter.

SKAGEN Fondene vurderer også nøye politiske

og andre risikoforhold. Vi er oppmerksomme på bransjeubalanser og for snever geografisk spredning, samt har et våkent øye til selskapenes gjeldseksposering.

### Tror på sunn fornuft

De siste årene har vi besøkt – eller hatt besøk av – hundrevis av selskaper i inn- og utland for å skaffe oss førstehåndsinformasjon. Den finansielle styrken, kurs- og resultatutviklingen analyseres nøye før beslutninger blir tatt. Vi vektlegger eget analyseapparat fremfor andres, og stoler på at egne undersøkelser bidrar til at vi alltid vet noe "ekstra" om våre investeringer. Vi tror ikke på rykter og impulsive innfall. Vi satser heller på sunn fornuft og hardt arbeid – uten å undervurdere en etter hvert godt utviklet intuisjon.

## BEKJENTGJØRING

Historisk avkastning er ingen garanti for fremtidig avkastning. Fremtidig avkastning vil blant annet avhenge av markedsutviklingen, forvalters dyktighet, fondets risiko, samt kostnader ved tegning og forvaltning. Avkastningen kan bli negativ som følge av kurstap. Det er ingen kjøpskostnader i våre aksjefond. Årlig forvaltningshonorar for SKAGEN Vekst og SKAGEN Global er 1 % per år + variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Vekst fordeles avkastning over 6 % per år 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN Global fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI Verdensindeks målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. I SKAGEN Kon-Tiki er forvaltningshonorar 2,5 % per år plus/minus variabelt forvaltningshonorar: I SKAGEN Kon-Tiki fordeles verdiutvikling som er bedre enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet

forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke overstige 4 prosent av gjennomsnittlig forvaltningskapital. Ved dårligere verdiutvikling enn MSCI vekstmarkedsindeks målt i norske kroner fordeles differansen 90/10 mellom andelseierne og forvaltningsselskapet. Samlet belastet forvaltningsgodtgjørelse per år kan likevel ikke bli lavere enn 1 prosent av gjennomsnittlig årlig forvaltningskapital. SKAGEN Global og SKAGEN Kon-Tiki kan bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse selv om fondets avkastning har vært negativ, så lenge fondet har hatt bedre prosentvis verdiutvikling enn sin referanseindeks. Motsatt kan fondet ha positiv avkastning uten å bli belastet variabelt forvaltningsgodtgjørelse, så lenge fondet ikke har hatt prosentvis bedre avkastning enn referanseindeksen. Fast forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes kvartalsvis. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig.

I SKAGEN Tellus, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente og SKAGEN Høyrente Institusjon er det ingen kostnader knyttet til kjøp og salg av andeler. Det er heller ingen uttaksbegrensninger. Årlig forvaltningshonorar er 0,8 % for SKAGEN Tellus, 0,5 % for SKAGEN Avkastning, 0,25 % for SKAGEN Høyrente og 0,15 % for SKAGEN Høyrente Institusjon.

For en detaljert beskrivelse av kostnadene med mer, henvises til fullt og forenklet prospekt. Disse kan fås ved henvendelse til SKAGEN Fondene eller på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no)

# Gi en julegave som kan øke i verdi

Det er snart jul og de mange juleforberedelser gjør dette til en travel tid for mange. Og selv om man kanskje har et ønske om å bli ferdig med julegavene først, er det nettopp disse man ofte ender opp med å kjøpe i siste liten. Så hvorfor ikke gjøre det litt enklere i år å gi fondsandeler til dem som har "alt"?



Joachim Skagen, formuesforvalter ved SKAGEN Fondenes Bergenskontor.

## Kunsten å finne den riktige gaven

Det kan være vanskelig å finne en gave som faller i smak. Vi får derfor mange henvendelser fra andelseiere som lurer på om man kan gi fondsandeler i julegave. Dette er selvfølgelig fullt mulig, også om mottaker av gaven er mindreårig.

Et gavebrev er kjøpt unnagjort og det er en gave som mottakeren vil huske. I tillegg til at gaven kan øke i verdi og bli mye verdt i fremtiden kan også et gavebrev gi inspirasjon til gode sparevaner hos mottakeren.

Dermed kan du stresse ned og kjøpe julegavene hjemmefra. Det eneste du trenger å gjøre, er å fylle ut blanketten for gavebrev som du finner på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no). Send det deretter til oss i posten, per faks 51 86 37 00 eller som et skannet vedlegg per e-post, så ordner vi resten. Det er viktig at vi får fullt navn og adresse samt fødsels- og personnummer på personen som skal motta gaven.

Samme dag som vi mottar blanketten lager vi til et gavebrev i et fint omslag. Du kan selv bestemme teksten i dette gavebrevet og hvem som skal motta brevet. Noen ganger er det greit at mottakeren får brevet hjem til seg, andre ganger er det hyggelig at giver kan være julenisse selv. Dette gavebrevet fungerer som et bevis på selve gaven og kan fint legges under juletreet. Minstebeløp for en gave er kr 250 for aksjefond og kr 1000 for rentefond.

Et lite tips til slutt: Da Posten også har høytid i julen anbefaler vi at blanketter for gavebrev blir sendt inn i god tid før julaften. Når andelene er registrert på mottaker vil han/hun motta et brev fra Verdipapirsentralen (VPS). Dersom du selv skal overrekke gavebrevet personlig til mottaker og dermed ikke vil ødelegge overraskelsen på forhånd ved at mottaker får en kvittering fra VPS, kan du påføre følgende tekst øverst på blanketten: "Ønsket tegningsdato 22.12.08". Det er denne tegningsdatoen som da vil være retningsgivende for kursdato på andelene og

som også er den dagen du må ha dekning for tegningsbeløpet på din bankkonto. Vi vil sende gavebrevet i posten til deg så raskt som mulig etter at blanketten for gavebrev er mottatt hos oss, men vil vente med å foreta tegningen til den angitte datoen.

## Hvor mye kan man gi i gave?

Fra og med 2008 kan man gi gaver til en verdi av kr 33.406 (1/2 G) hvert år, uten at mottaker må betale arveavgift på dette. Dette betyr at man hvert år kan motta gaver for 1/2 G (G = folketrygdens grunnbeløp) fra eksempelvis hver av foreldrene og besteforeldrene, uten at det går ut over fribeløpskvoten som for tiden er kr 250 000. Er gaven på mer enn kr 33.406, går det overskytende inn i fribeløpsgrensen og må innrapporteres til skattekontoret.

## Min Konto

### Innlogging

Det er hyggelig å se at flere og flere logger seg på ved hjelp av Bank ID. Vi har nå over 20 000 andelseiere som benytter seg av denne innloggingsløsningen. Fordelen med BankID er at du slipper å huske på et ekstra passord, fordi du kan logge deg inn på "Min Konto" på samme måte som du gjør i din nettbank.

Dersom din bank ikke tilbyr BankID må innloggingskje med tilsendt passord. Har du glemt

dette kan du selv bestille nytt fra [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no). For å få tildelt passord må du oppgi ditt fødselsnummer sammen med ditt VPS-kontonummer. I tillegg må du velge om du vil ha passordet tilsendt pr. post eller e-post.

Du finner ditt VPS-kontonummer på endringsmeldinger, årsoppgaver og realisasjonsoppgaver, men du kan også ringe 04001 for å få dette oppgitt, eller sende oss en e-post på [kundeservice@skagenfondene.no](mailto:kundeservice@skagenfondene.no)

## Kjøp og salg – Er ordren registrert?

I det siste har vi også fått en del henvendelser angående om ordrer er blitt registrert eller ikke. Dette kan du selv sjekke når du er innlogget på "Min Konto" under menyvalget "Transaksjonsoversikt".

Så snart du har registrert en ordre kan du følge med denne i transaksjonsoversikten. Først ligger ordren med status "Bestilt/Avbestilt" før den blir effektivert og status endres til "Til oppgjør". Beregn alltid 2-3 virkedager før handelen er gjennomført og bokført din VPS-konto.

Ordre som er registrert innen kl 15.00 vil få kurs samme dag for aksjefond. Blanketter som gjelder tegning i rentefondene får kurs den dagen tegningsbeløpet er valutert inn på fondets bankkonto.



# Avkastning- og risikomåling

## Avkastning\*

pr 30.11.2008	Hittil i år	12 måneder	24 måneder	36 måneder	60 måneder	120 måneder	Siden start
SKAGEN Vekst	-45,27 %	-44,24 %	-20,39 %	-5,20 %	10,42 %	13,08 %	15,17 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)	-55,20 %	-55,39 %	-27,03 %	-11,22 %	6,26 %	4,41 %	6,34 %
SKAGEN Global	-36,28 %	-37,78 %	-14,98 %	-3,22 %	9,43 %	13,91 %	15,58 %
MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return i NOK)	-25,84 %	-28,11 %	-14,74 %	-7,23 %	0,61 %	-1,33 %	-0,42 %
SKAGEN Kon-Tiki	-40,41 %	-40,74 %	-12,18 %	-1,93 %	15,70 %		16,03 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return i NOK)	-44,11 %	-44,92 %	-15,31 %	-4,27 %	8,13 %		5,24 %
SKAGEN Tellus	7,85 %	6,24 %	4,72 %				4,08 %
Lehman Global Treasury Index 3-5 years i NOK	32,40 %	29,92 %	13,31 %				10,95 %
SKAGEN Avkastning	-5,14 %	-5,36 %	0,14 %	1,27 %	3,14 %	4,49 %	5,82 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3.0 (ST4X)	8,02 %	8,53 %	5,75 %	4,50 %	4,58 %	5,71 %	6,34 %
SKAGEN Høyrente	5,87 %	6,40 %	5,44 %	4,57 %	3,58 %	5,01 %	5,07 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.5 (ST2X)	5,30 %	5,75 %	4,96 %	4,20 %	3,41 %	4,91 %	4,97 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	5,64 %	6,14 %	5,27 %	4,41 %	3,53 %		3,64 %
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 0.25 (ST1X)	5,10 %	5,56 %	4,90 %	4,17 %	3,31 %		3,46 %

## Risiko og prestasjonsmåling

pr 30.11.2008	Skagen Vekst	Skagen Global	Skagen Kon-tiki	Skagen Avkastning	Skagen Høyrente	Skagen Høyrente institusjon
<b>RISIKOMÅLING SISTE 36 MÅNEDER</b>						
Relativ gevinst	79 %	143 %	103 %	135 %	229 %	-
Relativt tap	72 %	110 %	97 %	239 %	55 %	-
Standardavvik, fond	22,7 %	18,5 %	24,2 %	6,0 %	0,46 %	0,47 %
Standardavvik, referanseindeks	32,0 %	13,2 %	23,0 %	2,5 %	0,49 %	0,39 %
Relativ volatilitet	12,5 %	10,0 %	5,9 %	6,8 %	0,38 %	0,33 %
Positive indeksavvik	19,07	14,95	9,13	5,50	0,57	0,39
Negative indeksavvik	12,40	10,76	7,11	8,65	0,23	0,18

### PRESTASJONSMALING SISTE 36 MÅNEDER

Relativ gevinst/tap-ratio	1,10	1,30	1,06	0,57	4,14	-
Sharpe-ratio, fond	-0,41	-0,40	-0,25	-0,49	0,87	0,52
Sharpe-ratio, referanseindeks	-0,48	-0,87	-0,37	0,13	0,07	0
IR	0,48	0,40	0,40	-0,47	0,98	0,74
Indeksavvik-ratio	1,54	1,39	1,28	0,64	2,49	2,19

### RISIKOMÅLING SISTE 60 MÅNEDER

Relativ gevinst	89 %	155 %	118 %	113 %	135 %	-
Relativt tap	76 %	109 %	97 %	171 %	49 %	-
Standardavvik, fond	20,9 %	17,9 %	23,8 %	4,7 %	0,49 %	0,48 %
Standardavvik, referanseindeks	27,6 %	12,6 %	21,6 %	2,6 %	0,50 %	0,43 %
Relativ volatilitet	10,4 %	9,2 %	6,6 %	5,5 %	0,32 %	0,26 %
Positive indeksavvik	14,60	16,87	12,52	4,77	0,42	0,33
Negative indeksavvik	10,75	8,51	5,72	6,24	0,25	0,13

### PRESTASJONSMALING SISTE 60 MÅNEDER

Relativ gevinst/tap-ratio	1,16	1,42	1,21	0,66	2,74	-
Sharpe-ratio, fond	0,34	0,34	0,52	-0,04	0,55	0,47
Sharpe-ratio, referanseindeks	0,11	-0,21	0,22	0,49	0,20	0,00
IR	0,40	0,96	1,15	-0,26	0,53	0,83
Indeksavvik-ratio	1,36	1,98	2,19	0,76	1,64	2,48

### RISIKOMÅLING SIDEN START

Relativ gevinst	99 %	169 %	126 %	100 %	99 %	-
Relativt tap	73 %	100 %	98 %	116 %	58 %	-
Positive indeksavvik	16,96	23,72	15,75	4,17	0,38	0,31
Negative indeksavvik	9,02	9,47	6,41	4,63	0,29	0,16

### PRESTASJONSMALING SIDEN START

Relativ gevinst/tap-ratio	1,37	1,69	1,29	0,86	1,70	-
Indeksavvik-ratio	1,88	2,51	2,46	0,90	1,31	1,97

\* All avkastningstal utover 12 måneder er annualisert

Referanseindeksen for SKAGEN Kon-Tiki var verdensindeksen fram til 31.12.2003 og vekstmarkedsindeksen etter denne dato. Avkastningstallene for referanseindeksen er derfor en kombinasjon av disse indeksene.

## ANGRERET

Når du tegner andeler i fond har du ikke angrerett fordi andelens kurs – det vil si den pris du betaler for andelen – avhenger av svingninger på finansmarkedet jf. angrerettsloven § 22b. Som kunde har du likevel krav på informasjon om SKAGEN og våre fond i henhold til angrerettsloven § 9a. Denne informasjonen sendes i velkomstbrev etter at du har blitt kunde. Ved tegning i fond i VPS' investorklient ("Min Konto"), gis informasjonen når du velger hvilket fond du vil tegne andeler i. Informasjonen gis også i SKAGENS årsrapport som sendes til alle kunder. Du kan også finne oppdatert informasjon på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no).

## ORDFORKLARING

Alle beregninger av mål er basert på månedlige observasjoner.

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

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

**Relativ volatilitet** er standardavviket til den årlige meravkastningen i forhold til indeks i den aktuelle perioden. Relativ volatilitet måler forvalters evne til å skape jevn meravkastning i forhold til referanseindeksen, men brukes ofte som et mål på et fonds uavhengighet av indeksen.

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

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

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

**Relativ gevinst/Relativt tap-ratio** viser forholdet mellom relativt gevinst og relativt tap. En størrelse over 1 betyr at fondet får bedre betalt for den risikoen det tar sammenlignet med referanseindeksen. Målet er sterkt korrelert med Sharpe-indeksen ved rangering av fond som investerer i samme marked, men viser i tillegg om den risikojusterte avkastningen er bedre enn markedets risikojusterte avkastning. Målet kan derfor brukes til å sammenlikne fond i ulike markeder i motsetning til Sharpe-indeksen, som bare kan brukes til å sammenlikne fond som investerer i samme marked.

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

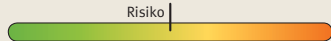


Fondsinformasjon

# SKAGEN Vekst

En håndplukket bukett\*

Minimum 50 prosent av midlene i aksjefondet SKAGEN Vekst skal til enhver tid være investert i Norge, resten skal være plassert i det globale aksjemarkedet. SKAGEN Vekst passer for investorer som ønsker et aksjefond med god balanse mellom norske og globale selskaper. Fondet har et bredt mandat som gir stor frihet til å investere i en rekke selskaper, bransjer og regioner.



Standard & Poor's kvalitative rating



Dine Penger (DP terning)



Nr. 1 av 6

Morningstar



Lipper Europe 2008, Beste Fond 3 & 5 år Equity Global



Citywire (3 års periode) Nr. 75 av 579

Fondets startdato 1. desember 1993

Avkastning siden oppstart 732,0%

Gjennomsnittlig avkastning per år 15,2%

Forvaltningskapital 5 878 mill NOK

Antall andelseiere 88 143

Tegningsprovisjon 0%

Innløsningsprovisjon 0%

Forvaltningshonorar 1,0% per år + 10% av avkastningen utover 6% pr. år

Minste tegningsbeløp Engangstegning 1000 NOK, spareavtale 250 NOK

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

Referanseindeks Oslo Børs Hovedindeks

UCITs-fond Ja

Porteføljeforvalter Kristian Falnes



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds kurs	Valuta	Markeds-verdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
<b>ENERGI</b>								
STATOILHYDRO	1 750 000	126 551	118,10	NOK	206 675	80 124	3,52%	Oslo Børs
PRIDE INTERNATIONAL	1 725 000	267 943	15,81	USD	191 815	-76 128	3,26%	New York
BONHEUR	1 375 250	89 421	122,50	NOK	168 468	79 047	2,87%	Oslo Børs
REVUS ENERGY	1 568 900	90 549	105,00	NOK	164 735	74 186	2,80%	Oslo Børs
GANGER ROLF	1 300 000	124 350	123,00	NOK	159 900	35 550	2,72%	Oslo Børs
SOLSTAD OFFSHORE	2 150 000	101 374	70,00	NOK	150 500	49 126	2,56%	Oslo Børs
DOF	4 050 000	52 044	36,50	NOK	147 825	95 781	2,52%	Oslo Børs
PETROBRAS PREF. ADR	1 050 000	37 431	17,68	USD	130 567	93 136	2,22%	New York
FARSTAD SHIPPING	708 200	49 570	82,00	NOK	58 072	8 502	0,99%	Oslo Børs
TGS NOPEC GEOPHYSICAL CO	1 100 000	31 131	45,25	NOK	49 775	18 644	0,85%	Oslo Børs
NABORS INDUSTRIES	450 000	81 514	14,13	USD	44 722	-36 793	0,76%	New York
BP ADR	100 000	42 934	48,29	USD	33 964	-8 970	0,58%	New York
MARINE ACCURATE WELL KONV. 9% 2007/12	5 000 000	28 876	90,00	USD	32 881	4 005	0,56%	Unotert
HERCULES OFFSHORE	800 000	25 487	5,62	USD	31 622	6 135	0,54%	NASDAQ
ROWAN COMPANIES	250 000	44 240	16,72	USD	29 399	-14 841	0,50%	New York
BP	476 132	31 326	5,27	GBP	26 965	-4 361	0,46%	London
CGG-VERITAS ADR	225 000	35 273	16,22	USD	25 668	-9 605	0,44%	New York
EIDESVIK OFFSHORE	1 300 000	61 896	18,70	NOK	24 310	-37 586	0,41%	Oslo Børs
ROXAR KONV. 4,5% 2007/12	25 000 000	25 000	95,00	NOK	24 228	-772	0,41%	Oslo Børs
RESERVOIR EXPLORATION TECHNOLOGY	3 856 000	84 839	5,70	NOK	21 979	-62 860	0,37%	Oslo Børs
MARINE ACCURATE WELL	901 000	22 525	20,00	NOK	18 020	-4 505	0,31%	Unotert
ROXAR	5 000 000	25 296	3,60	NOK	18 000	-7 296	0,31%	Oslo Børs
ODIM	521 800	4 415	32,10	NOK	16 750	12 335	0,28%	Oslo Børs
CGG VERITAS	130 000	13 893	12,87	EUR	14 886	993	0,25%	Paris
SMÅPOSTER		292 999			140 910	-152 089	2,40%	
<b>Sum Energi</b>		<b>1 790 877</b>			<b>1 932 637</b>	<b>141 760</b>	<b>32,88%</b>	
<b>RÅVARER</b>								
YARA INTERNATIONAL	900 000	71 649	115,25	NOK	103 725	32 076	1,76%	Oslo Børs
NORSKE SKOGINDUSTRIER	4 550 000	325 347	16,90	NOK	76 895	-248 452	1,31%	Oslo Børs
NORSK HYDRO	2 800 000	44 796	25,15	NOK	70 420	25 624	1,20%	Oslo Børs
KWS SAAT	46 042	31 140	101,50	EUR	41 579	10 439	0,71%	Frankfurt
OUTOKUMPU	500 000	81 082	7,87	EUR	35 010	-46 071	0,60%	Helsinki
BOLIDEN	1 400 000	53 568	19,00	SEK	22 886	-30 682	0,39%	Stockholm
GRUPO MEXICO SAB de CV	4 659 429	8 680	8,55	MXN	21 049	12 369	0,36%	Mexico
VOTORANTIM CELLULOSE ADR	463 188	34 125	5,61	USD	18 276	-15 849	0,31%	New York
CREW KONV. 6% 12/10	19 000 000	19 285	85,00	NOK	17 284	-2 001	0,29%	Oslo Børs
HINDALCO INDUSTRIES	1 950 673	34 674	1,10	USD	15 092	-19 582	0,26%	London Int.
SMÅPOSTER		318 402			83 549	-234 853	1,42%	
<b>Sum Råvarer</b>		<b>1 022 747</b>			<b>505 765</b>	<b>-516 982</b>	<b>8,61%</b>	
<b>KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT</b>								
KONGSBERG GRUPPEN	730 000	64 155	305,00	NOK	222 650	158 495	3,79%	Oslo Børs
STOLT-NIELSEN	1 770 200	231 261	62,25	NOK	110 195	-121 066	1,87%	Oslo Børs
WILH WILHELMSSEN LTD A	1 200 000	82 956	91,00	NOK	109 200	26 244	1,86%	Oslo Børs
LG CORP	500 000	99 389	41 500,00	KRW	99 332	-57	1,69%	Seoul
GLAMOX	5 944 034	5 852	10,00	NOK	59 440	53 588	1,01%	Unotert
I.M. SKAUGEN	1 725 000	21 491	32,00	NOK	55 200	33 709	0,94%	Oslo Børs
SIEMENS AG	130 000	70 413	47,07	EUR	54 443	-15 970	0,93%	Frankfurt
TOMRA SYSTEMS	2 285 600	66 418	23,80	NOK	54 397	-12 021	0,93%	Oslo Børs
AIR FRANCE KLM	550 000	82 320	10,20	EUR	49 913	-32 407	0,85%	Amsterdam
DOCKWISE	6 538 404	79 671	5,40	NOK	35 307	-44 363	0,60%	Oslo Børs
AKER	225 000	55 472	143,25	NOK	32 231	-23 241	0,55%	Oslo Børs
KOREAN AIR CO. LTD.	151 500	13 897	38 600,00	KRW	27 994	14 098	0,48%	Seoul
AKVA GROUP	1 589 000	55 640	17,50	NOK	27 808	-27 833	0,47%	Oslo Børs
STAR REEFERS	162 600	28 407	160,00	NOK	26 016	-2 391	0,44%	Oslo Børs
GILDEMEISTER	461 208	25 190	5,94	EUR	24 374	-815	0,41%	Frankfurt
FURUKAWA ELECTRIC	750 000	19 432	366,00	JPY	20 272	840	0,34%	Tokyo
NORWEGIAN AIR SHUTTLE	716 588	38 163	27,60	NOK	19 778	-18 385	0,34%	Oslo Børs
KVERNELAND	3 950 000	28 899	4,50	NOK	17 775	-11 124	0,30%	Oslo Børs
LG CORP PREF.	225 000	25 856	15 900,00	KRW	17 126	-8 730	0,29%	Seoul
ODFJELL A	301 600	14 367	49,00	NOK	14 778	411	0,25%	Oslo Børs
SMÅPOSTER		324 320			119 552	-204 768	2,03%	
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>1 433 568</b>			<b>1 197 782</b>	<b>-235 786</b>	<b>20,38%</b>	



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds kurs	Valuta	Markeds- verdi NOK*	Urealisert Gevinst/ tap*	Prosent fordeling	Børs
<b>INNETKSAVHENGIGE FORBRUKSVARER</b>								
LG ELECTRONICS PREF.	600 000	144 988	29 400,00	KRW	84 444	-60 544	1,44 %	Seoul
REZIDOR HOTEL GROUP	2 900 000	76 191	17,70	SEK	44 164	-32 027	0,75 %	Stockholm
ROYAL CARIBBEAN CRUISES	600 000	60 499	9,59	USD	40 470	-20 029	0,69 %	New York
PEUGEOT SA	297 000	73 689	14,22	EUR	37 576	-36 113	0,64 %	Paris
NHST MEDIA GROUP	30 000	18 723	1 000,00	NOK	30 000	11 277	0,51 %	Unotert
ROYAL CARIBBEAN CRUISES_	350 000	52 864	67,00	NOK	23 450	-29 414	0,40 %	Oslo Børs
TROMS FYLKES DAMPSKIPSELSKAP	22 500 000	22 058	90,00	NOK	20 997	-1 061	0,36 %	Unotert
TUI AG	250 000	37 117	8,76	EUR	19 496	-17 621	0,33 %	Frankfurt
HANKOOK TIRE CO.	274 160	24 703	13 800,00	KRW	18 111	-6 592	0,31 %	Seoul
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	400 000	13 797	5,65	USD	15 895	2 098	0,27 %	London Int.
DSG INTERNATIONAL	12 500 000	197 222	0,12	GBP	15 791	-181 430	0,27 %	London
HURTTIGRUTEN	2 085 000	99 683	7,07	NOK	14 741	-84 943	0,25 %	Oslo Børs
SMÅPOSTER		27 899			12 401	-15 498	0,21 %	
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>849 433</b>			<b>377 536</b>	<b>-471 896</b>	<b>6,42 %</b>	
<b>DEFENSIVE KONSUMVARER</b>								
CHIQUITA BRANDS INTL	625 000	60 553	11,15	USD	49 014	-11 540	0,83 %	New York
YAZICILAR HOLDING AS	750 000	25 622	5,10	TRY	17 167	-8 456	0,29 %	Istanbul
SYNNOVE FINDEN	1 250 000	26 354	13,50	NOK	16 875	-9 479	0,29 %	Oslo Børs
CHAROEN POKPHAND FOODS	29 176 700	23 829	2,80	THB	16 195	-7 634	0,28 %	Bangkok
SMÅPOSTER		169 709			101 648	-68 061	1,73 %	
<b>Sum Defensivt konsumvarer</b>		<b>306 068</b>			<b>200 899</b>	<b>-105 169</b>	<b>3,42 %</b>	
<b>MEDISIN</b>								
PFIZER	800 000	109 209	16,12	USD	90 702	-18 507	1,54 %	New York
AXIS-SHIELD	989 400	25 036	32,50	NOK	32 156	7 119	0,55 %	Oslo Børs
MEDI-STIM	1 704 000	21 270	16,50	NOK	28 116	6 846	0,48 %	Oslo Børs
ASKA PHARMACEUTICAL	466 000	19 658	769,00	JPY	26 465	6 808	0,45 %	Tokyo
AXIS-SHIELD (LONDON)	771 270	26 542	3,05	GBP	25 292	-1 250	0,43 %	London
PRONOVA BIOPHARMA	1 074 000	25 235	19,20	NOK	20 621	-4 614	0,35 %	Oslo Børs
BIOVITRUM	500 000	36 669	47,70	SEK	20 520	-16 148	0,35 %	Stockholm
PHOTOCURE	750 000	30 739	26,40	NOK	19 800	-10 939	0,34 %	Oslo Børs
NORCHIP	1 200 000	18 000	15,00	NOK	18 000	0	0,31 %	Unotert
SMÅPOSTER		148 273			85 947	-62 326	1,46 %	
<b>Sum Medisin</b>		<b>460 630</b>			<b>367 619</b>	<b>-93 011</b>	<b>6,25 %</b>	
<b>BANK OG FINANS</b>								
OLAV THON EIENDOMSELSKAP	180 000	33 812	475,00	NOK	85 500	51 688	1,45 %	Oslo Børs
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG	435 000	87 663	18,03	EUR	69 781	-17 883	1,19 %	Frankfurt
SABANCI HOLDING (HACI OMER)	3 500 000	57 429	3,10	TRY	48 695	-8 734	0,83 %	Istanbul
KOREAN REINSURANCE	933 425	11 485	8 960,00	KRW	40 037	28 552	0,68 %	Seoul
KINNEVICK INVESTMENT B	664 200	11 368	54,50	SEK	31 145	19 777	0,53 %	Stockholm
HITECVISION AS	740 000	3 978	40,00	NOK	29 600	25 622	0,50 %	Unotert
NORWEGIAN FINANS HOLDING ASA	12 000 000	24 000	2,00	NOK	24 000	0	0,41 %	Unotert
IMAREX ASA	385 000	31 833	60,00	NOK	23 100	-8 733	0,39 %	Oslo Børs
AAREAL BANK	450 000	74 917	5,67	EUR	22 701	-52 216	0,39 %	Frankfurt
NORWEGIAN PROPERTY	2 700 000	69 252	7,80	NOK	21 060	-48 192	0,36 %	Oslo Børs
YAPI KREDI BANK	1 920 003	30 508	1,22	USD	16 475	-14 033	0,28 %	London Int.
SMÅPOSTER		214 980			107 022	-107 958	1,82 %	
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>651 225</b>			<b>519 115</b>	<b>-132 109</b>	<b>8,83 %</b>	
<b>INFORMASJONSTEKNOLOGI</b>								
SAMSUNG ELECTRONICS PREF. GDR	135 332	107 008	101,00	USD	96 136	-10 872	1,64 %	London Int.
SAMSUNG ELECTRONICS GDR	53 500	21 092	167,25	USD	62 934	41 841	1,07 %	London Int.
KYOCERA	120 000	86 708	5 960,00	JPY	52 819	-33 889	0,90 %	Tokyo
Q-FREE	3 356 000	45 991	7,15	NOK	23 995	-21 996	0,41 %	Oslo Børs
KYOCERA ADR	40 000	31 745	62,25	USD	17 513	-14 232	0,30 %	New York
SMÅPOSTER		316 624			102 052	-214 571	1,74 %	
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>609 167</b>			<b>355 449</b>	<b>-253 718</b>	<b>6,05 %</b>	
<b>TELEKOM</b>								
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION_	8 560 000	7 587	31,50	THB	53 454	45 866	0,91 %	Singapore
INDOSAT TBK,ADR	369 200	62 261	19,89	USD	51 649	-10 612	0,88 %	New York
TELEKOMUNIK INDONESIA ADR	290 000	16 154	18,92	USD	38 591	22 436	0,66 %	New York
<b>TELENOR</b>	<b>800 000</b>	<b>30 225</b>	<b>37,95</b>	<b>NOK</b>	<b>30 360</b>	<b>135</b>	<b>0,52 %</b>	<b>Oslo Børs</b>
SMÅPOSTER		54 629			6 077	-48 552	0,10 %	
<b>Sum Telekom</b>		<b>170 857</b>			<b>180 130</b>	<b>9 273</b>	<b>3,06 %</b>	
<b>NYTTETJENESTER</b>								
ELETTROBRAS PREFERRED	2 234 800	90 180	24,00	BRL	164 053	73 873	2,79 %	Sao Paulo
ELETTROBRAS ORD.	250 000	20 483	26,74	BRL	20 447	-35	0,35 %	Sao Paulo
SMÅPOSTER		2 174			1 280	-895	0,02 %	
<b>Sum Nyttetjenester</b>		<b>112 836</b>			<b>185 780</b>	<b>72 943</b>	<b>3,16 %</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>7 407 408</b>			<b>5 822 711</b>	<b>-1 584 697</b>	<b>99,07 %</b>	
Disponibel likviditet					54 645		0,93 %	
<b>Sum andelskapital</b>					<b>5 877 356</b>		<b>100,00 %</b>	

Basiskurs per 28-11-08

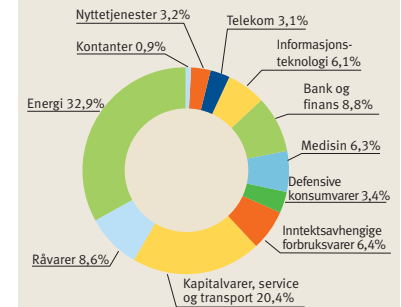
832,0149

\* tall i 1000 NOK

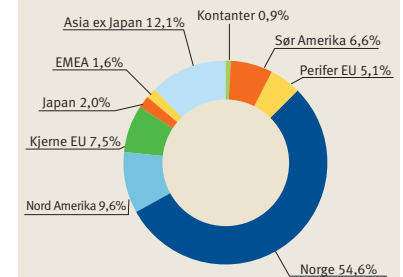
Sum markedsverdi per 2008-11-28 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprismetode.



## BRANSJEFORDELING



## GEOGRAFISK FORDELING



## DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN VEKST

Kongsberggruppen ASA	3,79%
StatOilHydro ASA	3,52%
Pride International	3,26%
Elektrobras SA	3,14%
Bonheur ASA	2,87%
Revus Energy ASA	2,80%
Ganger Rolf ASA	2,72%
Samsung Electronics	2,71%
Solstad Offshore ASA	2,56%
DOF Asa	2,52%
<b>Sum 10 største utstedere (%)</b>	<b>29,89%</b>

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

## Fondsinformasjon

SKAGEN  
GlobalEn verden av  
muligheter\*

Aksjefondet SKAGEN Global investerer i aksjer over hele verden. Fondet søker å ha en balansert eksponering mot bransjer. SKAGEN Global passer for investorer som ønsker et aksjefond som investerer over hele verden og dermed gir god spredning både geografisk og på bransjer. Fondet passer også bra for dem som allerede er investert i det norske aksjemarkedet men ønsker å styrke porteføljen og redusere risikoen

Standard & Poor's  
kvalitative rating

Dine Penger (DP terning)



Nr. 1 av 47

Morningstar



Wassum



Lipper

Europe 2008

Beste Fond 10 år, Equity Global



Citywire (3 års periode)

nr. 43 av 597

Fondets startdato

7 august 1997

Avkastning siden oppstart 414,9%

Gjennomsnittlig  
avkastning per år

15,58%

Forvaltningskapital

18 608 mill NOK

Antall andelseiere

92 104

Tegningsprovisjon

0%

Innløsningsprovisjon

0%

Forvaltningshonorar

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

Minste tegningsbeløp

Engangstegning  
1 000 NOK,  
spareavtale 250 NOKGodkjent for  
markedsføring iNorge, Sverige,  
Danmark, Finland,  
Nederland, Luxemburg,  
Island og Storbritannia

Referanseindeks

MSCI  
Verdensindeks (NOK)

UCITs-fond

Ja

Porteføljeforvalter

Filip Weintraub

## HISTORISK KURSUTVIKLING SKAGEN GLOBAL



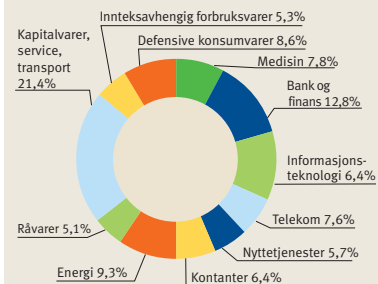
Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds kurs	Valuta	Markeds- verdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
<b>ENERGI</b>								
PRIDE INTERNATIONAL	5 605 799	1 001 751	16,21	USD	636 999	-364 753	3,42 %	New York
PETROBRAS PREF. ADR	3 484 700	234 884	17,78	USD	434 325	199 441	2,33 %	New York
NABORS INDUSTRIES	1 946 800	339 515	14,50	USD	197 882	-141 632	1,06 %	New York
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	2 291 722	240 368	26,10	PLN	140 724	-99 643	0,76 %	Warsaw
BP ADR	351 000	155 763	48,69	USD	119 802	-35 961	0,64 %	New York
MARINER ENERGY INC	1 239 334	155 499	10,99	USD	95 478	-60 020	0,51 %	New York
FOREST OIL CORP	520 350	66 511	17,45	USD	63 652	-2 859	0,34 %	New York
SMÅPOSTER		55 711			45 196	-10 514	0,24 %	
<b>Sum Energi</b>		<b>2 250 001</b>			<b>1 734 059</b>	<b>-515 942</b>	<b>9,32 %</b>	
<b>RÅVARER</b>								
SVENSKA CELLULOSA B	3 231 750	256 489	65,25	SEK	182 193	-74 296	0,98 %	Stockholm
VALE RIO DEL DOCE ADR PREF	2 047 382	132 128	10,89	USD	156 295	24 167	0,84 %	New York
KWS SAAT	144 861	92 982	100,55	EUR	129 488	36 506	0,70 %	Frankfurt
MAYR-MELNHOF KARTON AG	301 513	130 647	48,00	EUR	128 660	-1 987	0,69 %	Wien
GRUPO MEXICO SAB de CV	18 928 065	95 581	8,52	MXN	85 267	-10 314	0,46 %	Mexico
BOLIDEN	5 140 065	331 631	19,00	SEK	84 379	-247 251	0,45 %	Stockholm
TERNIUM	1 562 754	247 152	7,18	USD	78 656	-168 496	0,42 %	New York
SMÅPOSTER		325 992			108 367	-217 625	0,58 %	
<b>Sum Råvarer</b>		<b>1 612 601</b>			<b>953 306</b>	<b>-659 295</b>	<b>5,12 %</b>	
<b>KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT</b>								
SIEMENS AG	1 934 925	1 196 898	47,10	EUR	810 181	-386 717	4,35 %	Frankfurt
LG CORP	2 870 162	595 115	41 500,00	KRW	567 644	-27 472	3,05 %	Seoul
BUNGE LIMITED	1 207 506	356 018	42,46	USD	359 408	3 389	1,93 %	New York
TYCO INTERNATIONAL	2 217 427	534 163	20,90	USD	324 873	-209 290	1,75 %	New York
KONE CORPORATION B	2 277 269	254 688	15,53	EUR	314 400	59 712	1,69 %	Helsinki
TYCO ELECTRONICS	2 612 908	492 146	16,48	USD	301 856	-190 290	1,62 %	New York
BAYWA-BAYERISCHE WARENVERMIT	1 338 318	418 538	24,49	EUR	291 370	-127 168	1,57 %	Frankfurt
CALPINE CORP	4 016 988	350 121	8,96	USD	252 305	-97 816	1,36 %	New York
AIR FRANCE KLM	2 737 209	396 573	10,20	EUR	248 202	-148 371	1,33 %	Amsterdam
FINNAIR	4 258 847	239 042	4,60	EUR	174 159	-64 882	0,94 %	Helsinki
STOLT-NIELSEN	1 726 791	325 017	62,25	NOK	107 493	-217 524	0,58 %	Oslo Børs
BUCHER INDUSTRIES AG	128 845	30 313	101,00	CHF	75 011	44 698	0,40 %	Zürich
CMB	435 787	24 542	14,40	EUR	55 787	31 245	0,30 %	Brüssels
ENKA INSAAT VE SANAYI	2 516 658	55 454	4,34	TRY	48 869	-6 585	0,26 %	Istanbul
SMÅPOSTER		33 967			40 336	6 369	0,22 %	
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>5 302 595</b>			<b>3 971 893</b>	<b>-1 330 702</b>	<b>21,35 %</b>	
<b>INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER</b>								
COMCAST CORP_	2 288 200	265 638	17,34	USD	278 138	12 500	1,50 %	NASDAQ
PEUGEOT SA	1 357 768	460 645	14,22	EUR	171 641	-289 004	0,0092	Paris
MCGRAW-HILL COMPANIES INC	830 419	248 485	25,00	USD	145 531	-102 954	0,0078	New York
LG ELECTRONICS PREF.	925 148	258 134	29 400,00	KRW	129 622	-128 512	0,70 %	Seoul
TUI AG	1 328 011	168 415	8,69	EUR	102 593	-65 821	0,55 %	Frankfurt
SHANGRI-LA ASIA	6 820 230	59 411	10,00	HKD	61 711	2 300	0,33 %	Hong Kong
SMÅPOSTER		225 002			104 777	-120 225	0,56 %	
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>1 685 730</b>			<b>994 014</b>	<b>-691 716</b>	<b>5,34 %</b>	
<b>DEFENSIVE KONSUMVARER</b>								
NESTLE SA	4 725 290	1 131 562	43,94	CHF	1 196 806	65 244	6,43 %	Zürich
NUTRECO HOLDING	392 557	91 568	25,45	EUR	88 815	-2 753	0,0048	Amsterdam
CHAROEN POKPHAND FOODS	157 977 200	119 797	2,80	THB	87 393	-32 404	0,0047	Bangkok
YAZILAR HOLDING AS	3 575 131	82 799	5,10	TRY	81 580	-1 219	0,44 %	Istanbul
UNITED INTL ENTERPRISES	188 074	26 857	260,00	DKK	58 337	31 479	0,31 %	København
SMÅPOSTER		122 861			82 114	-40 747	0,44 %	
<b>Sum Defensiv konsumvarer</b>		<b>1 575 444</b>			<b>1 595 045</b>	<b>19 601</b>	<b>8,57 %</b>	

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
<b>MEDISIN</b>								
PFIZER	7 644 839	940 139	16,43	USD	880 489	-59 650	4,73 %	New York
GIDEON RICHTER	240 598	266 015	27 100,00	HUF	223 609	-42 406	0,012	Budapest
EISAI CO LTD	521 500	115 372	3 230,00	JPY	124 076	8 704	0,0067	Tokyo
RICHTER GEDOEN NYRT	89 800	46 342	131,00	USD	82 464	36 123	0,44 %	London Int
YUHAN CORPORATION	51 670	22 742	213 500,00	KRW	52 572	29 830	0,28 %	Seoul
SMÅPOSTER		112 706			89 573	-23 133	0,48 %	
<b>Sum Medisin</b>		<b>1 503 316</b>			<b>1 452 784</b>	<b>-50 532</b>	<b>7,81 %</b>	
<b>BANK OG FINANS</b>								
CHEUNG KONG HOLDINGS LTD	11 061 383	846 820	73,00	HKD	730 629	-116 191	0,0393	Hong Kong
HANNOVER RUECKVERSICHERUNG	1 724 439	343 257	17,91	EUR	274 562	-68 695	0,0148	Frankfurt
OSAKA SECURITIES EXCHANGE	7 635	126 414	427 000,00	JPY	240 141	113 728	1,29 %	Tokyo
ASYA KATILIM BANKASI AS	24 199 975	211 986	1,25	TRY	135 346	-76 641	0,73 %	Istanbul
SOCIETE FONCIERE	575 508	273 116	25,81	EUR	132 049	-141 067	0,71 %	Paris
JAPAN SECURITIES FINANCE	4 058 275	260 591	419,00	JPY	125 252	-135 338	0,67 %	Tokyo
ALBARAKA TURK KATILIM BANKASI AS	11 743 144	275 509	2,21	TRY	116 117	-159 392	0,62 %	Istanbul
KINNEVIK INVESTMENT B	2 452 124	98 276	54,50	SEK	115 466	17 190	0,62 %	Stockholm
SABANCI HOLDING (HACI OMER)	6 870 350	121 952	3,10	TRY	95 293	-26 659	0,51 %	Istanbul
ABERDEEN ASSET MANAGEMENT	9 334 503	74 591	0,90	GBP	90 229	15 638	0,49 %	London
BANCO DO ESTADO RIO GRANDE DO SUL PREF	4 722 930	73 822	5,95	BRL	85 635	11 814	0,46 %	Sao Paulo
BANCO DO BRASIL	1 785 520	72 210	14,30	BRL	77 808	5 598	0,42 %	Sao Paulo
KOREAN REINSURANCE	1 482 744	22 839	8 960,00	KRW	63 313	40 474	0,34 %	Seoul
IRSA SA	2 209 671	184 544	3,74	USD	57 932	-126 612	0,31 %	New York
SMÅPOSTER		144 855			46 106	-98 749	0,25 %	
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>3 130 782</b>			<b>2 385 879</b>	<b>-744 903</b>	<b>12,82 %</b>	
<b>INFORMASJONSTEKNOLOGI</b>								
SAMSUNG ELECTRONICS PREF.	597 058	1 430 931	317 000,00	KRW	901 980	-528 951	4,85 %	Seoul
KYOCERA	1 400 000	762 581	5 960,00	JPY	614 617	-147 964	3,30 %	Tokyo
SAMSUNG ELECTRONICS GDR	204 916	172 099	167,25	USD	240 248	68 149	1,29 %	London Int.
HEWLETT-PACKARD	684 520	121 919	35,28	USD	169 291	47 372	0,91 %	New York
SAMSUNG ELECTRONICS PREF. GDR	146 059	147 853	101,00	USD	103 411	-44 441	0,56 %	London Int.
SMÅPOSTER		62 746			36 082	-26 664	0,19 %	
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>2 698 129</b>			<b>2 065 629</b>	<b>-632 500</b>	<b>11,10 %</b>	
<b>TELEKOM</b>								
BHARTI AIRTEL LIMITED	3 638 262	301 943	671,05	INR	341 683	39 740	1,84 %	Nat.St. Ex.
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION	49 674 500	153 544	31,50	THB	309 150	155 606	1,66 %	Singapore
INDOSAT TBK,ADR	1 565 162	231 216	21,50	USD	235 893	4 677	1,27 %	New York
MAGYAR TELEKOM	9 440 677	284 028	595,00	HUF	192 641	-91 387	1,04 %	Budapest
TELEKOMUNIK INDONESIA ADR	828 860	57 766	19,13	USD	111 151	53 385	0,60 %	New York
SMÅPOSTER		9 323			8 230	-1 093	0,04 %	
<b>Sum Telekom</b>		<b>1 037 821</b>			<b>1 198 749</b>	<b>160 928</b>	<b>6,44 %</b>	
<b>NYTTETJENESTER</b>								
ELEKTROBRAS PREFERED	11 342 177	627 933	24,40	BRL	843 357	215 425	4,53 %	Sao Paulo
ELEKTROBRAS ORD.	2 729 282	251 973	27,00	BRL	224 563	-27 411	1,21 %	Sao Paulo
<b>Sum Nyttetjenester</b>		<b>879 906</b>			<b>1 067 920</b>	<b>188 014</b>	<b>5,74 %</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>21 676 324</b>			<b>17 419 278</b>	<b>-4 257 047</b>	<b>93,63 %</b>	
Disponibel likviditet					1 184 361		6,37 %	
<b>Sum andelskapital</b>					<b>18 603 639</b>		<b>100,00 %</b>	
Basiskurs per 28-11-08		<b>514,8451</b>						
* tall i 1000 NOK								

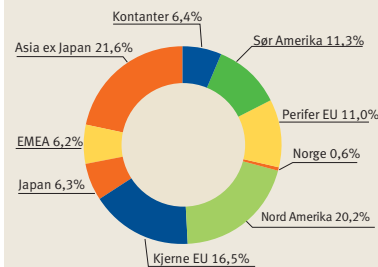
Sum markedsverdi per 2008-11-28 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostprismetode.



**BRANSJEFORDELING**



**GEOGRAFISK FORDELING**



**DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN GLOBAL**

Samsung Electronics	6,70%
Nestle SA	6,43%
Elektrobras SA	5,74%
Pfizer Inc	4,73%
Siemens AG	4,35%
Cheung Kong Holdings	3,93%
Pride International	3,42%
Kyocera Corp	3,40%
LG Corp	3,05%
Petroleo Brasileiro	2,33%
<b>Sum 10 største utstedere %</b>	<b>39,73%</b>

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

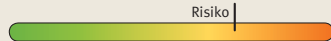


Fondsinformasjon

# SKAGEN Kon-Tiki

Viser vei i nytt farvann\*

Aksjefondet SKAGEN Kon-Tiki skal investere minst 50 prosent av midlene i såkalte vekstmarkeder. Dette er markeder som ikke er inkludert i Morgan Stanleys verdensindeks. Likevel kan inntil 50 prosent av fondets midler være investert i markeder som inngår i Morgan Stanleys verdensindeks som følge av vårt krav om en fornuftig bransjebalanse. SKAGEN Kon-Tiki passer for en investor som ønsker å ta del i verdiskapingen som skjer i verdens vekstmarkeder. Fondet gir mulighet til ekstraordinær avkastning, men til noe høyere risiko enn et globalt/norsk aksjefond.



Standard & Poor's kvalitative rating	AAA
Dine Penger (DP terning)	Nr. 1 av 11
Morningstar	★★★★★
Wassum	WWWW
Lipper Europe 2008 Beste Fond 5 år Equity Emerging Markets Global	
Citywire (3 års periode)	19 av 113
Fondets startdato	5 april 2002
Avkastning siden oppstart	169,0%
Gjennomsnittlig avkastning per år	16,0%
Forvaltningskapital	11 631 mill NOK
Antall andelseiere	64 582
Tegningsprovisjon	0%
Innløsningsprovisjon	0%
Forvaltningshonorar	2,5 % per år pluss/minus variabelt forvaltningshonorar
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 250 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederland, Luxembourg, Island og Storbritannia
Referanseindeks	MSCI vekstmarkedsindeks (NOK)
UCITs-fond	Ja
Porteføljeforvalter	J. Kristoffer Stensrud



Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
<b>ENERGI</b>								
PRIDE INTERNATIONAL	6 914 300	1 288 493	16,21	USD	785 686	-502 807	6,72 %	New York
TULLOW OIL PLC	4 690 000	263 267	5,22	GBP	262 941	-325	2,25 %	London
SEADRILL	4 500 000	306 822	56,30	NOK	253 350	-53 472	2,17 %	Oslo Børs
PETROBRAS PREF. ADR	2 000 000	232 367	17,60	USD	246 752	14 385	2,11 %	New York
POLSKI KONCERN NAFTOWY ORLEN	3 500 000	385 361	26,10	PLN	214 673	-170 688	1,84 %	Warsaw
CHINA OILFIELD SERVICES	19 932 000	50 861	4,40	HKD	79 150	-28 289	0,68 %	Hong Kong
SMÅPOSTER		35 619			14 919	-20 700	0,13 %	
<b>Sum Energi</b>		<b>2 562 790</b>			<b>1 857 471</b>	<b>-705 319</b>	<b>15,89 %</b>	
<b>RÅVARER</b>								
VALE RIO DEL DOCE ADR PREF	5 084 000	360 220	10,89	USD	388 107	27 887	3,32 %	New York
FIRST QUANTUM MINERALS	740 100	306 716	18,30	CAD	76 387	-230 329	0,65 %	Toronto
SMÅPOSTER		133 543			40 147	-93 396	0,34 %	
<b>Sum Råvarer</b>		<b>800 480</b>			<b>504 641</b>	<b>-295 838</b>	<b>4,32 %</b>	
<b>KAPITALVARER, SERVICE OG TRANSPORT</b>								
HARBIN POWER EQUIPMENT-H	45 000 000	478 169	4,70	HKD	190 879	-287 290	1,63 %	Hong Kong
HITACHI LTD	4 696 000	182 128	441,00	JPY	152 214	-29 914	1,30 %	Tokyo
ENKA INSAAT VE SANAYI	5 000 000	108 234	4,34	TRY	96 999	-11 235	0,83 %	Istanbul
LG CORP PREF.	808 430	118 266	15 900,00	KRW	61 057	-57 209	0,52 %	Seoul
ALARKO HOLDING	6 522 263	91 069	1,75	TRY	51 020	-40 049	0,44 %	Istanbul
BARLOWORLD LTD	1 600 000	143 129	44,89	ZAR	49 918	-93 212	0,43 %	Johannesb.
TEKFEN HOLDING	3 048 262	80 113	3,46	TRY	47 145	-32 968	0,40 %	Istanbul
TOYO KANETSU CORP	3 000 000	33 275	166,00	JPY	36 603	3 328	0,31 %	Tokyo
SMÅPOSTER		168 994			69 376	-99 619	0,59 %	
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>1 403 378</b>			<b>755 210</b>	<b>-648 168</b>	<b>6,46 %</b>	
<b>INNETKTSAVHENGIGE FORBRUKSVARER</b>								
LG ELECTRONICS PREF.	2 700 000	745 225	29 400,00	KRW	377 055	-368 170	3,23 %	Seoul
MAHINDRA & MAHINDRA LTD GDR	3 328 700	101 661	5,50	USD	128 338	26 677	1,10 %	London Int.
SHANGRI-LA ASIA	10 000 812	78 461	10,00	HKD	90 257	11 797	0,77 %	Hong Kong
CHINA TRAVEL INTL INV	39 032 000	69 425	0,97	HKD	34 170	-35 255	0,29 %	Hong Kong
GREAT WALL MOTOR COMPANY	16 000 000	34 062	2,23	HKD	32 201	-1 861	0,28 %	Hong Kong
SMÅPOSTER		63 828			24 708	-39 120	0,21 %	
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>1 092 662</b>			<b>686 729</b>	<b>-405 932</b>	<b>5,87 %</b>	
<b>DEFENSIVE KONSUMVARER</b>								
PIVOVARNA LASKO	486 634	134 202	59,00	EUR	238 598	104 395	1,57 %	Ljubljana
YAZICILAR HOLDING AS	8 019 501	186 454	6,25	TRY	232 431	45 977	1,53 %	Istanbul
PODRAVKA	303 915	81 384	340,05	HRK	120 863	39 480	0,79 %	Zagreb
GRUMA SAB DE CV	7 407 024	137 158	22,10	MXN	88 052	-49 106	0,58 %	Mexico
MARINE HARVEST	30 000 000	141 806	2,87	NOK	86 100	-55 706	0,57 %	Oslo Børs
EFES BREWERIES INTERNATIONAL	749 285	88 892	19,20	USD	84 949	-3 943	0,56 %	London Int.
PZ CUSSONS PLC	3 957 366	68 053	1,77	GBP	73 829	5 776	0,49 %	
SHOPRITE HOLDINGS	1 900 000	34 805	46,50	ZAR	62 826	28 021	0,41 %	Johannesb.
SMÅPOSTER		58 023			75 188	17 165	0,49 %	
<b>Sum Defensivt konsumvarer</b>		<b>930 777</b>			<b>1 062 835</b>	<b>132 058</b>	<b>6,98 %</b>	
<b>MEDISIN</b>								
GIDEON RICHTER	456 181	517 396	27 100,00	HUF	422 798	-94 598	3,62 %	Budapest
HANMI PHARMACEUTICAL CO LTD	309 988	100 509	94 000,00	KRW	138 410	37 901	1,18 %	Seoul
CHINA SHINEWAY PHARMACEUTICAL	23 000 000	84 124	4,20	HKD	87 182	3 058	0,75 %	Hong Kong
ECZACIBASI SAGLIK URUNLERI SANAYI VE TICA	21 600 000	147 052	0,86	TRY	83 035	-64 018	0,71 %	Istanbul
RICHTER GEDOEN NYRT	38 790	26 496	131,00	USD	35 621	9 125	0,30 %	London Int.
ECZACIBASI YATIRIM HOLDING	3 436 363	39 761	1,95	TRY	29 953	-9 808	0,26 %	Istanbul
SMÅPOSTER		37 811			10 044	-27 767	0,09 %	
<b>Sum Medisin</b>		<b>953 149</b>			<b>807 042</b>	<b>-146 107</b>	<b>6,90 %</b>	

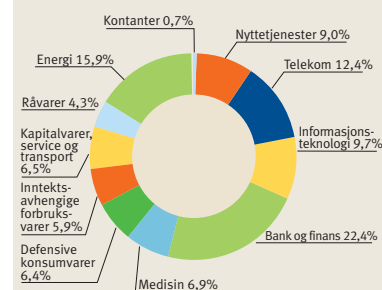
Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK*	Markeds kurs	Valuta	Markedsverdi NOK*	Urealisert Gevinst/tap*	Prosent fordeling	Børs
<b>BANK OG FINANS</b>								
BANCO NOSSA CAIXA S.A.	5 000 000	562 609	63,50	BRL	966 788	404 179	8,27 %	Sao Paulo
BANCO DO ESTADO RIO GRANDE DO SUL PREF	19 305 300	319 861	5,95	BRL	349 769	29 908	2,99 %	Sao Paulo
SABANCI HOLDING (HACI OMER)	14 900 000	270 290	3,10	TRY	206 469	-63 821	1,77 %	Istanbul
STANDARD CHARTERED PLC	2 000 000	217 383	8,43	GBP	181 015	-36 368	1,55 %	London
A.F.P. PROVIDA	1 448 931	284 030	13,28	USD	134 885	-149 145	1,15 %	New York
MBK DEVELOPMENT	10 000 000	108 590	47,00	THB	92 825	-15 765	0,79 %	Bangkok
POLARIS SECURITIES CO LTD	35 096 641	83 937	10,25	TWD	75 546	-8 391	0,65 %	Taipei
KIWOOM SECURITIES	406 480	46 438	36 600,00	KRW	70 667	24 228	0,60 %	Seoul
KGI SECURITIES CO LTD	35 000 000	84 755	9,28	TWD	68 208	-16 547	0,58 %	Taipei
GHANA COMMERCIAL BANK	10 349 700	58 342	1,14	GHS	68 078	9 736	0,58 %	Ghana St. Ex
ABERDEEN ASSET MANAGEMENT	6 500 000	56 052	0,90	GBP	62 771	6 718	0,54 %	London
KOREAN REINSURANCE	1 352 520	18 632	8 960,00	KRW	57 563	38 931	0,49 %	Seoul
KIM ENG HOLDINGS	12 000 000	89 772	1,00	SGD	55 740	-34 032	0,48 %	Singapore
NORDNET AB	7 563 042	107 212	8,35	SEK	54 563	-52 649	0,47 %	Stockholm
ASYA KATILIM BANKASI AS	8 000 000	62 912	1,25	TRY	44 700	-18 212	0,38 %	Istanbul
SMÅPOSTER		148 700			132 463	-16 236	1,13 %	
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>2 519 515</b>			<b>2 622 049</b>	<b>102 533</b>	<b>22,43 %</b>	
<b>INFORMASJONSTEKNOLOGI</b>								
SAMSUNG ELECTRONICS PREF.	415 000	1 096 556	317 000,00	KRW	624 886	-471 669	5,35 %	Seoul
SAMSUNG ELECTRONICS PREF. GDR	460 050	447 378	101,00	USD	325 720	-121 658	2,79 %	London Int.
SATAYAM COMPUTER SERVICES	4 500 000	199 639	242,90	INR	152 918	-46 722	1,31 %	Bombay
ERICSSON NIKOLA TESLA	24 603	28 294	1 051,00	HRK	32 064	3 770	0,27 %	Zagreb
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>1 771 866</b>			<b>1 135 588</b>	<b>-636 279</b>	<b>9,71 %</b>	
<b>TELEKOM</b>								
INDOSAT TBK,ADR	4 285 417	779 382	21,50	USD	645 877	-133 505	5,52 %	New York
BHARTI AIRTEL LIMITED	5 000 000	415 473	671,05	INR	469 399	53 926	4,02 %	Na. St. Ex.
SISTEMA JSFC S GDR	5 490 365	563 679	5,60	USD	215 530	-348 150	1,84 %	London Int.
TOTAL ACCESS TELECOMMUNICATION_	15 933 600	36 014	31,50	THB	99 127	63 113	0,85 %	Singapore
SMÅPOSTER		27 459			19 272	-8 187	0,16 %	
<b>Sum Telekom</b>		<b>1 822 007</b>			<b>1 449 205</b>	<b>-372 802</b>	<b>12,40 %</b>	
<b>NYTTETJENESTER</b>								
ELETROBRAS PREFERED	13 009 400	744 415	24,40	BRL	966 572	222 157	8,27 %	Sao Paulo
ELETROBRAS ORD.	1 000 000	74 920	27,00	BRL	82 215	7 295	0,70 %	Sao Paulo
<b>Sum Nyttetjenester</b>		<b>819 335</b>			<b>1 048 787</b>	<b>229 453</b>	<b>8,97 %</b>	
<b>Sum verdipapirportefølje</b>		<b>14 617 931</b>			<b>11 608 997</b>	<b>-3 008 934</b>	<b>99,30 %</b>	
Disponibel likviditet					81 830		0,70 %	
<b>Sum andelskapital</b>					<b>11 690 827</b>		<b>100,00 %</b>	
Basiskurs per 28-11-08		<b>268,9548</b>						

\* tall i 1000 NOK

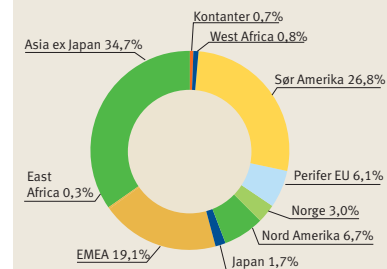
Sum markedsverdi per 2008-11-28 er benyttet siste noterte kurs fra børs. For beregning av gevinst ved salg benyttes en gjennomsnittlig kostpris metode.



**BRANSJEFORDELING**



**GEOGRAFISK FORDELING**



**DE 10 STØRSTE POSTENE I SKAGEN KON-TIKI**

Eletrobras SA	8,97%
Banco Nossa Caixa Sa	8,27%
Samsung Electronics	8,14%
Pride International	6,72%
Indosat Tbk PT	5,52%
Bharti Airtel Ltd	4,02%
Richter Gedeon Nyrt	3,92%
Cia Vale do Rio Doce	3,32%
LG Electronics Inc	3,23%
Banco do Estado do Rio Grande do Sul	2,99%
<b>Sum 10 største utstedere %</b>	<b>56,1 %</b>

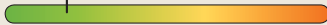
\* Skagen Rev fyrskip. 1892. Utsnitt. Av Carl Locher, en av Skagenmalerne. Bildet tilhører Skgens Museum.

## Fondsinformasjon

SKAGEN  
AvkastningAktiv rente-  
forvaltning\*

SKAGEN Avkastning er et obligasjonsfond som kun investerer i lån med lav utstederrisiko. Det vil si statslån, statsgaranterte lån, lån i finansinstitusjoner og bankinnskudd. Fondet har et internasjonalt investeringsmandat, men investeringene foretas primært i Norge. Fondet skal søke å oppnå best mulig avkastning i rentemarkedet på seks måneders sikt. SKAGEN Avkastning passer for investorer som ikke ønsker å selv overvåke rentemarkedene til enhver tid for aktiv allokering av sine rentemidler.

Risiko |



Morgningstar



Lipper

Europe 2008  
Beste Fond 3 år  
Bond Norwegian Krone

Fondets startdato 16. september 1994

Avkastning siden oppstart 123,4%

Gjennomsnittlig  
avkastning per år 5,8%

Forvaltningskapital 1 249 mill NOK

Antall andelseiere 13 443

Tegningsprovisjon 0 %

Innløsningsprovisjon 0 %

Forvaltningshonorar 0,5 % per år

Minste tegningsbeløp Engangstegning  
1 000 NOK,  
spareavtale 1 000 NOKGodkjent for  
markedsføring i Norge, Sverige,  
Danmark og  
LuxemburgRefarendeindeks ST4X obligasjons-  
indeks

UCITS-fond Ja

Porteføljeforvalter Torgeir Høien

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

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markedskurs	Pålept rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/tap **	Andel av fondet
<b>Rentepapir med flytende rente</b>										
<b>FINANSOBLIGASJONER</b>										
ABG SUNDAL COLLIER	15.11.2011	7,04	25 000	25 000	88,60	54	22 151	22 205	-2 849	1,78 %
GLITNIR BANK ASA (Tidl. BN BANK)	27.04.2010	7,28	100 000	100 129	93,72	647	93 718	94 365	-6 411	7,56 %
BN KREDITT	15.06.2011	6,64	30 000	30 000	89,11	398	26 733	27 131	-3 267	2,17 %
BN KREDITT	15.06.2011	5,60	20 000	19 680	88,69	513	17 738	18 251	-1 942	1,46 %
SPAREBANKEN NORD-NORGE	10.02.2010	6,43	34 000	33 993	98,84	109	33 606	33 715	-387	2,70 %
SPAREBANKEN PLUSS	24.08.2010	6,21	30 000	29 745	97,94	21	29 382	29 403	-363	2,35 %
SPAR NORD BANK	30.01.2009	6,46	10 000	10 000	100,01	52	10 001	10 053	1	0,81 %
SPAREBANKEN NORD-NORGE	20.05.2010	6,26	8 000	7 856	98,43	11	7 874	7 885	18	0,63 %
SPAREBANKEN ØST	24.01.2011	7,11	20 000	19 166	97,36	502	19 472	19 973	306	1,60 %
<b>FINANSERTIFIKATER</b>										
SPAREBANKEN NARVIK	23.03.2011	7,19	10 000	10 000	95,87	132	9 587	9 719	-413	0,78 %
AURSKOG SPAREBANK	06.07.2010	7,89	10 000	10 005	97,77	116	9 777	9 893	-228	0,79 %
EIENDOMSKREDITT	15.09.2010	6,61	46 000	46 115	97,78	625	44 980	45 605	-1 135	3,65 %
HALDEN SPAREBANK	13.09.2010	6,62	40 000	39 990	97,06	544	38 824	39 369	-1 166	3,15 %
HELGELAND SPAREBANK	01.09.2009	6,92	28 000	28 204	99,67	474	27 909	28 383	-295	2,27 %
SPAREBANKEN JEVNAKER LUNDER	19.03.2010	6,62	31 500	31 566	98,70	405	31 092	31 497	-475	2,52 %
KREDITTFORENINGEN FOR SPAREBANKER	09.09.2010	6,69	29 000	28 987	97,80	431	28 361	28 792	-626	2,31 %
LANDKREDITT	23.05.2011	6,13	30 000	29 993	96,17	20	28 851	28 872	-1 142	2,31 %
LILLESTRØM SPAREBANK	03.09.2009	6,72	20 000	20 009	99,47	321	19 895	20 216	-114	1,62 %
SPAREBANKEN PLUSS	22.12.2009	7,08	30 000	29 918	99,09	395	29 728	30 124	-189	2,41 %
SPAREBANKEN 1 GRUPPEN	14.06.2010	6,66	15 000	15 053	98,26	205	14 740	14 945	-313	1,20 %
SPAREBANKEN SØR	05.05.2010	7,03	40 000	40 176	98,71	180	39 484	39 663	-692	3,18 %
SPAREBANK 1 MIDT-NORGE	22.03.2010	7,49	30 000	29 862	99,20	418	29 760	30 179	-102	2,42 %
SpareBank 1 Buskerud-Vestfold	21.02.2011	6,25	40 000	40 002	96,43	49	38 570	38 619	-1 432	3,09 %
FORNEBU SPAREBANK	11.01.2010	7,05	10 000	9 999	98,90	90	9 890	9 980	-108	0,80 %
SPAREBANKEN VEST	10.12.2009	4,69	20 000	19 760	98,13	206	19 626	19 832	-134	1,59 %
TOLGA OS SPAREBANK	02.06.2010	6,71	30 000	30 000	97,82	486	29 346	29 832	-654	2,39 %
<b>Obligasjoner</b>										
<b>UTENLANDSKE STATSOBLIGASJONER</b>										
BRASILIANSK STAT	05.01.2022	12,50	33 000	110 118	275,28	5 012	90 843	95 855	-19 276	7,68 %
UNGARSK STAT	24.02.2017	6,75	2 200 000	65 851	2,99	4 226	65 733	69 959	-118	5,60 %
DEN EUROPEISKE INVESTERINGS- BANKEN (AAA)	02.03.2015	-	47 000	77 253	180,64	-	84 901	84 901	7 648	6,80 %
USA STAT 2028 INFLASJONS- BESKYTTET	15.01.2028	1,75	9 000	53 902	587,28	426	55 038	55 464	1 136	4,44 %
<b>FINANSOBLIGASJONER</b>										
BN KREDITT	15.06.2011	4,45	50 000	48 570	90,21	1 012	45 106	46 117	-3 465	3,69 %
SPAREBANKEN ØST	12.09.2012	3,75	20 000	18 500	93,02	158	18 604	18 762	104	1,50 %
SPAREBANKEN VEST	15.04.2010	5,20	25 000	24 658	99,07	808	24 768	25 576	110	2,05 %
TOTEN SPAREBANK	15.11.2010	4,20	20 000	19 344	97,48	30	19 497	19 527	153	1,56 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>1 153 404</b>		<b>19 079</b>	<b>1 115 584</b>	<b>1 134 663</b>	<b>-37 820</b>	<b>90,87 %</b>
Disponibel likviditet				121 536		692	113 347	114 039	-8 189	9,13 %
<b>TOTAL</b>				<b>1 274 940</b>		<b>19 771</b>	<b>1 228 930</b>	<b>1 248 702</b>	<b>-46 010</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Nøkkeltall portefølje</b>										
Effektiv underliggende avkastning	8,94 %									
Effektiv avkastning til kunder*	8,44 %									
Rentefølsomhet**	2,02									
<b>Andelskurs per 28.11.08 112,9033</b>										
* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.										
** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg med 1 prosentpoeng.										
*** Tall i hele 1000 NOK										
Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller										
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 28.11.2008										
Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.										



Fondsinformasjon

# SKAGEN Tellus

Døråpner til globale renter\*

**SKAGEN Tellus er et aktivt forvaltet globalt obligasjonsfond som investerer i obligasjoner utstedt av stater, regionale myndigheter og finansinstitusjoner over hele verden. SKAGEN Tellus er et godt alternativ for investorer som ønsker å investere i globale obligasjoner og som har minst 12 måneders investeringshorisont. Investorer bør ha toleranse for valutasingninger. Fondets basisvaluta er EURO.**

Risiko



Fondets startdato	29. september 2006
Avkastning siden oppstart (NOK)	9,1%
Gjennomsnittlig avkastning per år (NOK)	4,1%
Forvaltningskapital	535 mill NOK
Antall andelseiere	1 647
Tegningsprovisjon	0 %
Innløsningsprovisjon	0 %
Forvaltningshonorar	0,8 % per år
Minste tegningsbeløp	Engangstegning 1 000 NOK, spareavtale 1 000 NOK
Godkjent for markedsføring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederland, Finland, Luxemburg, Island og Storbritannia
Referanseindeks	Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 år
UCITs-fond	Ja
Porteføljeforvalter	Torgeir Høien

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

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kestpris ***	Markedskurs	Påløpt rente ***	Markedsverdi ***	Markedsverdi inkl. påløpt rente ***	Urealisert gevinst/tap **	Andel av fondet
<b>Obligasjoner</b>										
<b>STATSOBLIGASJONER</b>										
TYSK STAT	12.06.2009	4,50	15 050	124 720	903,02	2 423	135 904	138 327	11 185	25,84 %
FRANSK STAT	25.04.2009	4,00	9 500	76 069	899,01	2 013	85 406	87 419	9 336	16,33 %
BRASILIANSK STAT	10.01.2028	10,25	17 500	53 621	244,42	2 101	42 774	44 875	-10 847	8,38 %
USA STAT 2028 INFLASJONSBE-SKYTTET	15.01.2028	1,75	7 200	43 288	585,54	340	43 900	44 240	611	8,26 %
UNGARSK STAT	24.11.2017	6,75	1 425 000	41 355	3,00	38	42 783	42 821	1 429	8,00 %
MEXIKANSK STAT	26.12.2036	10,00	70 000	46 161	57,51	1 594	40 258	41 852	-5 903	7,82 %
DEN EUROPEISKE INVESTERINGS-BANKEN (AAA)	30.03.2016	0,00	20 000	31 562	153,46	0	30 691	30 691	-870	5,73 %
POLSK STAT	25.10.2017	5,25	13 000	28 222	225,80	150	29 354	29 504	1 132	5,51 %
NEDERLANDSK STAT	15.01.2009	2,75	3 000	23 878	892,77	958	26 783	27 741	2 906	5,18 %
PERUANSK STAT	12.08.2037	6,90	10 000	16 466	193,68	469	19 368	19 837	2 902	3,71 %
FRANSK STAT 2040 INFLASJONS-BESKYTTET	25.07.2040	1,80	2 000	16 096	770,71	0	16 321	16 321	224	3,05 %
SLOVAKISK STAT	14.04.2009	4,80	0	0	29,46	351	0	351	0	0,07 %
NEW SOUTH WALES STAT	01.03.2017	5,50	0	0	465,80	122	0	122	0	0,0002 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>				<b>501 438</b>		<b>10 558</b>	<b>513 543</b>	<b>524 101</b>	<b>12 105</b>	<b>97,91 %</b>
Disponibel likviditet				11 237		51	11 143	11 194	-94	2,09 %
<b>TOTAL</b>				<b>512 674</b>		<b>10 609</b>	<b>524 686</b>	<b>535 295</b>	<b>12 012</b>	<b>100,00 %</b>
<b>Nøkkeltall portefølje</b>										
Effektiv underliggende avkastning	4,31 %									
Effektiv avkastning til kunder*	3,51 %									
Rentefølsomhet**	4,29									
Andelskurs per 28.11.08	103,7759									
* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.										
** Rentefølsomhet er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg med 1 prosentpoeng.										
*** Tall i hele 1000 NOK										
Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller										
Verdipapirer er vurdert til markedskurser 28.11.2008										
Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.										





Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markedskurs	Pålept rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Realisert gevinst/tap ***	Andel av fondet
<b>FINANSSERTIFIKATER</b>										
SPAREBANKEN BIEN	09.01.2009	6,17	18 000	18 000	99,91	983	17 984	18 967	-16	0,41 %
DNB NOR	28.01.2009	6,56	75 000	74 809	99,98	2 885	74 988	77 873	179	1,68 %
GIENSIDIGE BANK	16.01.2009	5,95	20 000	19 990	99,88	1 027	19 976	21 003	-14	0,45 %
HALTDALENS SPAREBANK	23.01.2009	6,20	5 000	5 000	99,89	263	4 995	5 258	-5	0,11 %
MELDAL SPAREBANK	15.04.2009	6,65	5 000	4 992	100,00	205	5 000	5 205	9	0,11 %
MODUM SPAREBANK	14.04.2009	7,05	25 000	24 974	100,18	662	25 046	25 707	72	0,55 %
SPAREBANKEN MØRE	04.02.2009	6,85	100 000	99 990	100,04	1 595	100 044	101 639	54	2,19 %
SR-BANK	22.07.2009	7,12	75 000	75 323	100,70	1 887	75 527	77 414	204	1,67 %
<b>KRAFTSERTIFIKATER</b>										
BKK	02.07.2009	7,17	25 000	24 998	100,46	732	25 115	25 846	117	0,56 %
BKK	13.08.2009	7,05	25 000	24 985	100,55	517	25 138	25 655	153	0,55 %
HAFSLUND ASA	20.02.2009	7,15	50 000	49 998	100,10	979	50 048	51 028	51	1,10 %
LYSE ENERGI	12.06.2009	7,25	70 000	69 962	100,40	2 336	70 283	72 619	321	1,56 %
STATKRAFT	31.03.2009	7,20	33 000	33 094	100,18	983	33 060	34 043	-34	0,73 %
STATKRAFT	05.03.2009	7,05	100 000	100 077	100,14	1 622	100 135	101 758	59	2,19 %
SUNNHORDLAND KRAFT	16.01.2009	5,96	20 000	19 996	99,87	1 029	19 975	21 004	-21	0,45 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>			<b>4 059 685</b>			<b>63 473</b>	<b>4 058 519</b>	<b>4 121 992</b>	<b>-1 166</b>	<b>88,81 %</b>
Disponibel likviditet			514 016			5 326	514 016	519 342	0	11,19 %
<b>TOTAL</b>			<b>4 573 701</b>			<b>68 799</b>	<b>4 572 534</b>	<b>4 641 333</b>	<b>-1 166</b>	<b>100,00 %</b>
Nøkkeltall portefølje										
Effektiv underliggende avkastning	7,55 %									
Effektiv avkastning til kunder*	7,30 %									
Rentefølsomhet**	0,19									
Andelskurs per 28.11.08	<b>106,8328</b>									

\* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

\*\*\* Tall i hele 1000 NOK

Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir frem til det forfaller. Verdipapirer er vurdert til markedskurser 28.11.2008

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.



Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Pålydende ***	Kostpris ***	Markedskurs	Pålept rente ***	Markeds- verdi ***	Markeds- verdi inkl. pålept rente ***	Urealisert gevinst/tap ***	Andel av fondet
<b>Obligasjoner</b>										
<b>FINANSOBLIGASJONER</b>										
SPAREBANKEN NORD-NORGE	18.03.2009	7,05	40 000	39 960	100,14	1 970	40 055	42 025	95	1,63 %
SR-BANK	15.05.2009	5,48	14 000	13 865	99,66	414	13 952	14 367	88	0,56 %
<b>Sertifikater</b>										
<b>FINANSSERTIFIKATER</b>										
ASKIM SPAREBANK	11.09.2009	7,20	23 000	23 198	100,76	349	23 176	23 525	-22	0,91 %
SPAREBANKEN BIEN	09.01.2009	6,17	18 000	18 000	99,91	983	17 984	18 967	-16	0,74 %
BANK 1 OSLO	05.12.2008	6,07	5 000	4 979	99,96	299	4 998	5 297	20	0,21 %
DNB NOR	28.01.2009	6,56	95 000	94 753	99,98	3 654	94 985	98 639	232	3,83 %
ETNE SPAREBANK	17.12.2008	6,37	10 000	10 000	99,96	602	9 996	10 598	-4	0,41 %
FLEKKEFIJORD SPAREBANK	22.09.2009	7,42	10 000	10 000	100,95	136	10 095	10 231	95	0,40 %
GJENSIDIGE BANK	16.01.2009	5,95	20 000	19 990	99,88	1 027	19 976	21 003	-14	0,81 %
GRAN SPAREBANK	23.01.2009	6,66	7 000	6 999	99,98	280	6 998	7 278	-1	0,28 %
HALDEN SPAREBANK	03.03.2009	6,85	20 000	19 992	100,05	668	20 010	20 678	18	0,80 %
HALTDALENS SPAREBANK	23.01.2009	6,20	5 000	5 000	99,89	263	4 995	5 258	-5	0,20 %
SPAREBANKEN HEDMARK	24.06.2009	7,45	10 000	10 000	100,80	133	10 080	10 213	80	0,40 %
SPAREBANKEN HEDMARK	30.06.2009	7,14	17 000	17 034	100,60	502	17 103	17 605	69	0,68 %
HEGRA SPAREBANK	05.12.2008	6,40	10 000	10 000	99,97	468	9 997	10 465	-3	0,41 %
MELDAL SPAREBANK	15.04.2009	6,65	10 000	9 983	100,00	410	10 000	10 410	17	0,40 %
MELHUS SPAREBANK	11.12.2008	6,40	10 000	10 000	99,97	459	9 997	10 456	-3	0,41 %
MODUM SPAREBANK	14.04.2009	7,05	50 000	49 959	100,18	1 323	50 092	51 415	132	1,99 %
NESSET SPAREBANK	22.04.2009	6,96	10 000	10 000	100,13	420	10 013	10 433	13	0,40 %
NØTTERØ SPAREBANK	26.05.2009	7,00	50 000	49 934	100,33	901	50 165	51 066	231	1,98 %
ØRLAND SPAREBANK	04.12.2008	6,21	10 000	10 000	99,96	612	9 996	10 609	-4	0,41 %
RØROSBANKEN	04.03.2009	6,23	10 000	10 000	99,87	459	9 987	10 446	-13	0,41 %
STOREBRAND BANK	14.01.2009	6,10	15 000	14 999	99,90	800	14 985	15 785	-14	0,61 %
SPAREBANKEN SØR	05.01.2009	6,35	10 000	9 999	99,96	416	9 996	10 412	-3	0,40 %
SPAREBANKEN HARDANGER	15.09.2009	7,20	25 000	25 000	100,77	365	25 193	25 558	193	0,99 %
SPAREBANKEN MØRE	09.06.2009	7,05	75 000	75 194	100,51	1 159	75 379	76 538	185	2,97 %
SPAREBANKEN VEST	17.06.2009	5,00	25 000	24 554	99,42	562	24 856	25 417	301	0,99 %
SPAREBANKEN ØST	11.09.2009	7,19	25 000	25 000	100,92	379	25 231	25 610	231	0,99 %
SR-BANK	13.02.2009	5,90	20 000	19 960	99,82	931	19 963	20 894	3	0,81 %
SR-BANK	20.02.2009	6,05	10 000	9 996	99,83	467	9 983	10 451	-13	0,41 %
SPAREBANKEN VEST	13.02.2009	6,00	16 000	15 916	99,84	755	15 974	16 729	57	0,65 %
SPAREBANK1 BUSKERUD- VESTFOLD	08.07.2009	7,10	40 000	40 000	100,51	1 113	40 204	41 317	204	1,60 %
SPAREBANK1 BUSKERUD- VESTFOLD	13.11.2009	6,30	50 000	50 000	100,44	121	50 219	50 340	219	1,95 %
SWEDBANK	28.04.2009	6,68	20 000	20 000	100,12	783	20 024	20 807	24	0,81 %
SWEDBANK	07.07.2009	7,12	40 000	40 007	100,53	1 124	40 211	41 334	203	1,60 %
TERRA BOLIGKREDITT	03.03.2009	6,27	10 000	9 976	99,88	464	9 988	10 452	12	0,41 %
TERRA FINANS	26.05.2009	7,80	16 000	16 000	100,52	636	16 083	16 719	83	0,65 %
<b>Sum Verdipapirportefølje</b>			<b>2 355 353</b>			<b>41 073</b>	<b>2 349 736</b>	<b>2 390 809</b>	<b>-5 617</b>	<b>92,74 %</b>
Disponibel likviditet			185 721			1 385	185 721	187 105	0	7,26 %
<b>TOTAL</b>			<b>2 541 074</b>			<b>42 458</b>	<b>2 535 457</b>	<b>2 577 915</b>	<b>-5 617</b>	<b>100,00 %</b>

Nøkkeltall portefølje

Effektiv underliggende avkastning	7,64 %
Effektiv avkastning til kunder*	7,49 %
Rentefølsomhet**	0,23

Andelskurs per 28.11.08 **105,4554**

\* Effektiv underliggende avkastning justert for forvaltningshonorar.

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

\*\*\* Tall i hele 1000 NOK

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

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 28.11.2008

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker" kurser prises til en hver tid mot gjeldende yield-kurve.

# Verdiene forsvinner ikke med aksjekursene

Det er nå åpenbart at vi er i en periode som historisk kommer til å bli beskrevet som det andre store krakket i de globale finansmarkedene. Det første fant som kjent sted i 1929, og utover på 1930-tallet. Det råder i dag usikkerhet med hensyn på hvor stor effekt finans- og kredittkrisen får på realøkonomien, men tall fra den vestlige verden viser at stadig flere nasjoner er inne i en resesjon.

Noen spør seg også om aksjemarkedet i det hele tatt er et sted det er vits å investere penger. Kanskje ikke så rart. Siste tiårs periode har vært en av de verste for globale aksjeinvestorer noensinne (indeks). Investeringer i lange statsobligasjoner har gitt en klart bedre avkastning under disse ti årene. Dette var faktisk også tilfellet før årets kraftige nedtur for aksjemarkedene satte inn.

## Verste aksjeåret på 100 år

Mange paralleller kan og dras til de tøffe 30-årene. I årene fra børskrakket i 1929 til 1938 oppførte den amerikanske børsen seg "skremmende" lik hva vi har sett i perioden 1999 – 2008 med hensyn til akkumulert prosentvis avkastning (S&P 500). Og i begge periodene ble det etablert en bunnotering ca. tre år etter toppen, i henholdsvis 1932 og 2003. Den store forskjellen fra den gang og nå er at mens bunnoteringen fra 1932 også ble periodens bunnotering, er vi nå på nivåer under bunnen fra 2003. Og ved utgangen av november så ligger 2008 til å bli det verste aksjeåret globalt de siste hundre årene.

## Hvor solide er balansene?

Basert på tradisjonelle nøkkeltall som pris i forhold til selskapenes bokførte egenkapital, inntjening og utbytte (yield) hersker det i dag ulike meninger om disse viser at selskapene er billige eller ei. Svarene varierer med hvilke forventninger som leg-

ges til grunn for årets og fremtidig inntjening, utbytte (blir lite av slikt innen bank- og finans), samt hvor solide de bokførte verdiene er. Dagens "moderne" finanssystem og sentralbankenes (mis)styring av styringsrentene samt finansbransjens (mis)bruk av kreditt, for ikke å snakke om de "sofistikerte" derivatproduktene, sees nå i ett helt annet lys. Med siste års dystre avkastningstall fra de globale aksjemarkedene i bakhodet, og den usikkerheten som råder i verdensøkonomien i forholdet, kan det nå være noen mening i å investere i aksjer?

For oss som livnærer oss av å forvalte aksjefond så aner vel kanskje den oppvakte leser hva svaret blir. Men la oss skru klokken tilbake til 1930-tallet. Det var under dette tiåret den moderne verdibaserte investeringsfilosofien ble satt på investeringskartet av Benjamin Graham.

I stedet for å fokusere på aksjemarkedet generelt, satte Graham lyset på det enkelte selskap og hva det var verdt. Både basert på dagens omstendigheter, og hva verdien i fremtiden kan bli – også lagt til grunn et "worst case" hvor de mest grusomme ting kan inntreffe. Det ble lagt stor vekt på selskapets balanse, både med hensyn til finansiell sunnhet og hvilke merverdier som der kunne finnes. I tillegg til inntjeningspotensialet fremover.

## Alle fikk bank

Etter den store depresjonen på 30-tallet hadde tilliten til både aksjer og realøkonomien kollapset. Under denne perioden falt prisingen av selskapene ukritisk. Solide selskaper med god inntjening fikk like mye bank som de som befant seg i motsatt kategori.

Skru vi klokken frem til i dag ser vi den samme misstilliten blant inves-

## KOMMENTAR

Filip Weintraub  
Porteføljeforvalter  
fw@skagenfondene.no



store til både økonomisk vekst og finansmarkedene. Sistnevnte har imidlertid denne gang fått nødvendige livbøyer å klamre seg til fra myndighetene verden over, i form av kraftige likviditetstilførsler, rentesenkninger og stater som har gått inn og overtatt bank- og finansselskaper. Vi ser også større endringer i reguleringer og bankgarantier, samt økt tilgang til kreditt i fra sentralbanker.

Eksakt hvor positiv blir så denne sterke innsprøytingen av kapital fra myndighetene på økonomien? Kommer dette til å dramatisk fyre opp under inflasjonen? Hvilke uæde konsekvenser får dette fremover? Jeg vet ikke. En investor som påstår å ha alle svarene til enhver tid forstår ikke alle spørsmålene.

## Investorer er ikke rasjonelle

Kommer så aksjekursene til å svinge kraftig også i tiden fremover - også for selskaper med stabile underliggende forretningsmodeller og muligheter? Helt sikkert. Å anta at investorer skal opptre rasjonelt strider mot sunn fornuft. Men å kjøpe verdiene som ligger i selskapene for en "billig penge", og ikke trender eller økonomiske utsikter, kommer til å gi resultater fremover. Om verdiene verken kommer til syne i dag eller i morgen, så vinner de alltid til slutt. Slik også historien har vist. Aksjekursene svinger som kjent mye mer enn verdiutviklingen til selskapene, både på oppsiden - og nedsiden.

På linje med hva vi så på 30-tallet er det mange attraktive selskaper der ute som har blitt "shot by association."

PS: Denne artikkelen har i nesten samme ordelag stått på trykk som en gjestekommentar av Filip Weintraub i Kapital.

## Kontorer:

### Stavanger - hovedkontor

SKAGEN Fondene  
SKAGEN AS  
Postboks 160  
4001 Stavanger  
Skagen 3, Torgterrassen  
Telefax:  
51 86 37 00  
Organisasjonsnr:  
867462732

### Bergen

Øvre Ole Bulls plass 5  
5012 Bergen

### Ålesund

Notenesgt. 3  
6002 Ålesund

### Trondheim

Kongensgt 8,  
Mercursenteret  
7011 Trondheim

### Oslo

Klingenberggt. 5  
0125 Oslo

### Tønsberg

Nedre Langgate 32  
3126 Tønsberg

Opplag: 125 000  
Grafisk produksjon:  
Sandnes Trykkeri AS

