

# SKAGEN Årsrapport 2012

www.skagenfondene.dk

## Fem faldgruber

Det kræver en indsats at slå markederne >12

## Cowboys og samuraier

Her kommer overraskelserne i 2013 >14



## Aktiv og anderledes

SKAGENS investeringsfilosofi er aktiv og ukonventionel >6

■ Porteføljeforvalternes beretninger

>20

■ Bestyrelsens beretning

>45

# Et overraskende godt år

**Afkastmæssigt blev 2012 et langt bedre år end 2011. SKAGENs porteføljeforvaltere og vores investorer kan således se tilbage på et aktieår med positive absolutte afkast.**

Value-managere som SKAGEN Fondene måtte dog arbejde under svære betingelser som følge af de meget makrodrevne aktiemarkeder.

2012 blev på mange måder endnu et vanskeligt år for de finansielle markeder og således en gentagelse af 2011. Statsgældskrisen i Europa fortsatte på højeste blus. Et Europa i recession siden 4. kvartal af 2011 samt frygten for euroens sammenbrud prægede de finansielle markeder i løbet af året. Den svage økonomiske udvikling i både USA, Europa og Kina medførte, at forventningerne til den globale vækst i 2012 løbende blev nedjusteret i løbet af året. Både den europæiske og amerikanske centralbank viste handlekraft og annoncerede begge massive opkøb af stats- og realkreditobligationer for at stimulere de skrantende økonomier.

De finansielle markeder blev ligeledes i andet halvår præget af de politiske forhandlinger i USA omkring "fiscal cliff", herunder en forlængelse af de nuværende skatte- og afgiftslettelser, samt en forhøjelse af det amerikanske gældsloft. Endelig blev 2012 politisk set et "stort" år med bl.a. præsidentvalg i både USA og Frankrig samt lederskifte i Kina.

## Tegn på vækst i 2013

For investorerne vil frygten for en langvarig recession i Europa som følge af en yderligere forværring af gældskrisen fortsat være i centrum i 2013.

Der er dog fornyet håb om, at den europæiske økonomi så småt igen kan begynde at vise en svag fremgang. I USA indikerer de seneste økonomiske nøgletal, herunder udviklingen på ejendomsmarkedet, at økonomien og privatforbruget måske kan overraske positivt. Ligeledes er der forventning om økonomisk fremgang i Emerging Markets og om, at Kina efter et år med faldende indenlandsk efterspørgsel og lavere eksport igen kan komme tilbage med højere økonomiske vækstrater.

Aktierne i vores globale aktiefonde er desuden attraktivt prisfastsat, så der er håb om fornuftige aktieafkast også i 2013.

## Nye investorer

I Danmark oplevede SKAGEN Fondene endnu et godt år med stigende kundeaktiviteter og tilgang af nye investorer. Antallet af nye investorer, som er registreret i VP SECURITIES, steg således med 9.000 sidste år. Det svarer til en stigning i VP-kundebasen på 156 procent. Hertil kommer en nettotegning på i alt 600 mio. DKK i aktiefondene, hvilket medførte, at den samlede forvaltningskapital ved udgangen af 2012 var på 6,6 mia. DKK. SKAGENs samlede markedsandel i Danmark er nu på 3 procent, når det angår markedet for retail aktiefonde.

2012 bød endvidere på en afslutning på langstrakte forhandlinger mellem VP SECURITIES og Finansrådet om en ny VP-afviklings-

aftale af SKAGEN's investeringsbeviser. Hermed skulle den sidste sten være ryddet af vejen for, at alle banker i Danmark nu kan flytte kundernes SKAGEN-beviser fra U-Fonds depoter og til danske VP-depoter. Dette skulle fremover lette omsætningsmuligheden på NASDAQ OMX og medføre, at danske SKAGEN-kunder ikke længere skal betale de høje udenlandske depotgebyrer i bankerne.

## Ejendomsaktier i SKAGEN

Efter 10 års ventetid besluttede SKAGEN i 2012 at introducere sin nye ejendomsfond SKAGEN m<sup>2</sup>. SKAGEN m<sup>2</sup> er en ejendomsfond, som investerer i børsnoterede ejendomsselskaber over hele verden inden for bl.a. forvaltning og udvikling af indkøbscentre, kontorer, lagre og lejligheder. I ejendomsmarkedet ser vi muligheder for attraktive langsigtede investeringer og dermed også for et godt langsigtet afkast til vores investorer. Du er som altid velkommen til at kontakte os, hvis du har lyst til at høre mere om vores nye fond.

Jens Elkjær

ADM. DIREKTØR I DANMARK



## ÅRSRAPPORTEN I NYT DESIGN

**Kære Læser.** Med denne Årsrapport lancerer vi et renere og enklere design, som tydeligere adskiller porteføljeforvalternes beretninger fra artikler med aktuelle temaer og markedsudsigter.

Samtidig har vi valgt at betone en rød tråd, som løber gennem rapporten med et gennemgående tema. I dette tilfælde noget, som ligger vores hjerte nær, nemlig fordelene ved aktiv forvaltning.

**Artiklerne** i årsrapporten beskriver SKAGENs investeringer og vores virke i øvrigt. Som investor i vores fonde har man krav på at kunne følge ordentligt med og træffe informerede valg. Vi tror på, at det lønner sig at være åben omkring vores virke, også når investeringer udvikler sig anderledes end forventet.

**Noget**, du til gengæld ikke får med i denne årsrapport, er, at 2013 er startet fantastisk for især aktiefonden SKAGEN Kon-Tiki, som på blot en måned har indhentet størstedelen af det efterslæb fra 2012, du kan læse om på de følgende sider. Verden forandrer sig hurtigt, og vil du være helt opdateret, så følg med hver uge på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk). Så lover vi, at du altid finder noget nyt.

**Vi håber**, du trives med den nye årsrapport. Giv gerne udtryk for din holdning med en mail til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk)

Christian Jessen, redaktør

# Indhold

## LEDERE

- Et overraskende godt år** > 2  
Svære betingelser for porteføljeforvalterne
- Den, som venter** > 5  
Både pessimister og optimister fik ret

## SKAGEN AKTUELT

- Nyt udseende for årsrapporten** > 2  
Glimrende start på 2013
- SKAGEN Fondenes udvikling** > 4  
Fondenes afkast i 2012
- Nytårskonferencen 2013** > 8  
En dag de professionelle investorer ser frem til
- Lavere omkostninger** > 9  
Flere investorer får dansk depot
- Skattehjælp i Danmark** > 9  
På vej mod automatiseret indberetning
- Krisemaksimering** > 10  
Midt under finanskrisen investerede Jan Svenäng med SKAGEN
- Alle kan støtte** > 11  
Læger uden Grænser gør en forskel

**Indkaldelse til andelsejermøde** > 68

Følg andelsejermøde og inspirationsmøde på video

- Tal med SKAGEN** > 70  
Vores danske kontor er klar til at hjælpe dig

- Aktive møder første halvår** > 71  
De første inspirationsmøder er på kortet

- Værdier bag din investering** > 72  
De vigtigste af vores kendetegn

## AKTIV FORVALTNING

- Aktiv i det lange løb** > 6  
SKAGENS investeringsfilosofi er aktiv og anderledes
- Fem faldgruber for valueinvestorer** > 12  
De sædvanlige fejl blandt investorerne
- Selskabsledelse giver muligheder** > 16  
Upopulære selskaber tager sig ofte sammen

## UDSIGTER

- Ballademagere i 2013** > 14  
Cowboys, mandariner og samuraier
- Bedre end frygtet** > 18  
Har finansbranchen lært lektionen?

## BESTYRELSEN

- Bestyrelsens beretning** > 45  
Værdierne i selskaberne ude af fokus

## REGNSKAB

- Årsregnskab 2012** > 48
- Noter** > 50
- Revisors beretning** > 66



## PORTEFØLJEFORVALTERNES RAPPORT

### OVERBLIK

- En fod i begge lejre** > 20

### Aktiefonde

- SKAGEN Global** > 24  
Acceptabelt resultat
- SKAGEN Kon-Tiki** > 28  
Uvelkomment tilbageslag
- SKAGEN Vekst** > 32  
Kvalitet og likviditet i fokus
- SKAGEN m<sup>2</sup>** > 36  
Stabil begyndelse

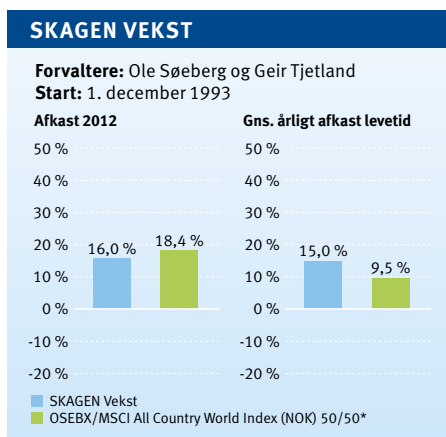
### Obligationsfonde

- SKAGEN Tellus** > 38  
Godt nyt fra Tellus
- SKAGEN Avkastning** > 40  
Afkast for alle pengene

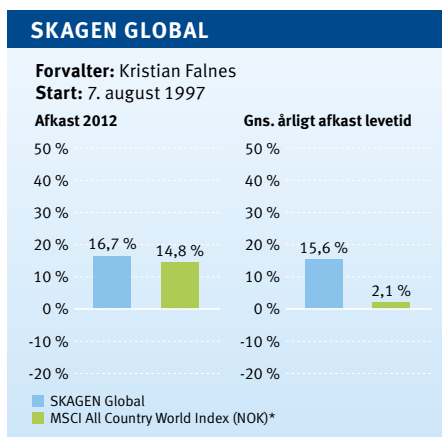
# SKAGEN Fondenes udvikling

I tabellerne kan du aflæse; hvilke afkast de respektive SKAGEN fonde har opnået i forhold til deres referenceindeks. Tallene er opdaterede pr. 31. december 2012

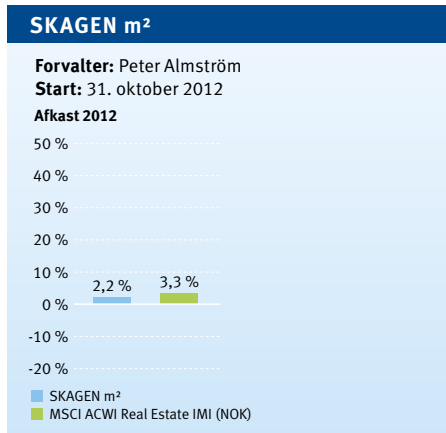
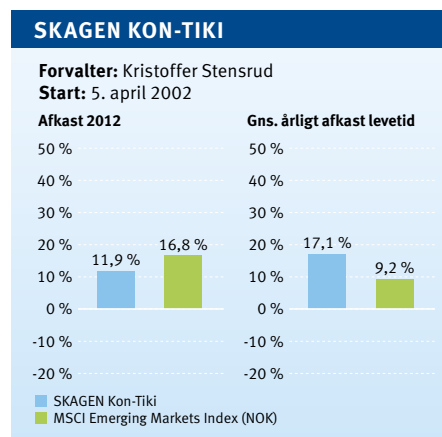
■ Aktiefond ■ Obligationsfond



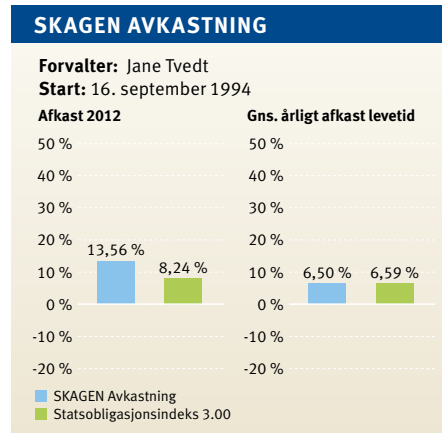
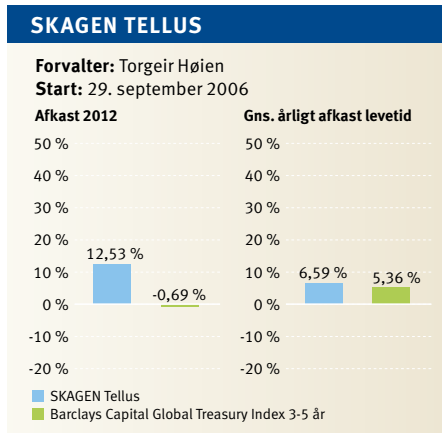
\* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX



\* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)



\* Fonden blev startet i løbet af 2012



Årsrapporten er oprindelig udarbejdet på norsk. Dette er en oversat og bearbejdet version, som publiceres med forbehold for fejl og mangler såvel som unøjagtig oversættelse. I tilfælde af uoverensstemmelser mellem den norske udgave og den danske oversættelse er den norske tekst gældende. Den norske version af Årsrapporten 2012 er tilgængelig på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no).

Udtalelserne i rapporten afspejler porteføljeforvalternes vurdering på et bestemt tidspunkt, og denne vurdering kan efterfølgende ændres uden varsel. Rapporten skal ikke opfattes som et tilbud eller en anbefaling om køb eller salg af værdipapirer. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes anvendelse eller forståelse af rapporten. Alle tal i Årsrapporten 2012 er i danske kroner, hvor ikke andet er angivet. Bestyrelsens beretning, regnskab og noter er i norske kroner. Bestyrelsens beretning er oversat til dansk. Regnskab og noter er gengivet på norsk uden ændring.

SKAGEN Fondene i Danmark markedsfører ikke fondene SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon, SKAGEN Balanse 60/40 og SKAGEN Krona. Information om disse fonde er medtaget i det officielle og reviderede regnskab. Anden information om disse fonde er ikke medtaget i denne danske årsrapport. SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt til en af vores rådgivere på telefon 70 10 40 01 eller via mail til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk). Ønsker du ikke længere at modtage rapporten, henvender du dig samme sted.

**Almindelige forretningsvilkår** er tilgængelige på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk). Kontakt kundeservice hvis du ønsker et eksemplar af almindelige forretningsvilkår tilsendt (uden omkostning).

# Den, som venter

**Hvis tålmodighed er en dyd, har vi de mest fornuftige investorer. Vi har benyttet 2012 til at klargøre porteføljerne til en situation, hvor aktier igen er populære.**

2012 har været et ret godt år for SKAGENS kunder, misforstå mig ikke. Alle vores fonde har leveret positivt afkast, og en del af dem har slået deres referenceindeks med rimelig god margen. Men som helhed var sidste år ikke et godt år for en valuebaseret investor som SKAGEN.

## Global i front

I 2012 har det blandt aktiefondene været SKAGEN Global, som har gjort det bedst målt i forhold til sit referenceindeks. SKAGEN Vekst indledte formidabelt, faldt derefter midt på året, men indhentede flot i årets sidste to måneder. Fonden endte et par procentpoint efter sit referenceindeks, selv om investorerne i absolutte termer opnåede hen ved 10 procent afkast sidste år. SKAGEN Kon-Tiki havde det sværest og havnede godt og vel fem procentpoint efter sit benchmark. Det er vi selvfølgelig ikke tilfredse med. Den nytilkomne globale aktiefond SKAGEN m<sup>2</sup> sluttede året en smule efter sit indeks, men fonden havde kun eksisteret i to måneder. Billedet er altså en smule mudret for aktiefondenes vedkommende, selv om samtlige leverede positivt afkast.

## Rentestjerner

I 2012 var det til gengæld obligationsfondene, som virkelig gjorde sig gældende. De har alle leveret godt absolut og relativt afkast. SKAGEN Tellus har været i særklasse og har udplaceret sit referenceindeks med over 10 procentpoint. Vores anden obligationsfond SKAGEN Avkastning har overgået sit referenceindeks med fem solide procentpoint. Det må indgyde respekt i et lavrenteregime. Også investorerne i vores pengemarkedsfonde (som ikke markedsføres i Danmark) har al mulig grund til at være tilfredse.

## Reprise

Temaet er efterhånden velkendt, men 2012 har ligesom de foregående år været mere præget af verdensøkonomiens store begivenheder end af værdiskabelsen i selskaberne. Gældsproblemerne i EU, politisk uro oven på præsidentvalget i USA og den igangværende recession i et antal lande har således domineret udviklingen i aktiemarkederne det meste af året. Eurokrisen er gået ind i en ny og mindre akut fase efter en række hjælpepakker til de mest udsatte økonomier. I USA har politikerne foreløbig styret fra af den såkaldte finanspolitiske klippe. Optimismen har været større i aktiemarkederne end de foregående år, og investorerne har især anset store, velkendte selskaber for trygge havne. Alt dette betyder, at vi ser lysere på det år, som nu er begyndt.

## Gode møder

I SKAGEN er vi optagede af at møde vores kunder, enten ansigt til ansigt eller bredere forstået gennem vores mange forskellige kanaler på nettet. I løbet af året har vi fået gang i vores sociale medier. Det har været til stor nytte og ikke mindst lærerigt for os. Facebook, Instagram, Pinterest og Twitter er nogle af de tjenester, du kan følge os på.

Vi bruger desuden meget tid på at rejse rundt i landene for at holde informationsmøder. Fælles for møderne er, at vi får lejlighed til at komme i dialog med de mennesker, som er vigtigst for os, nemlig vores kunder. I disse tider får vi ofte spørgsmål om, hvornår aktiemarkederne vil vende, og hvornår vi vil få fuld betaling for vores investeringsfilosofi. Det er svære spørgsmål, som der ikke umiddelbart findes gode svar på.

Der er desuden mange, som spørger, om vores fonde ikke er for dyre. Det er væsentlig nemmere at svare på. Den korte version

er nej, det er de påviseligt ikke. I 2012 var det gennemsnitlige forvaltningshonorar for fondene 1,37 procent, hvilket er lavere end branchegennemsnittet for aktivt forvaltede fonde.

## Aktive forvaltere

I denne årsrapport har vi gjort aktiv forvaltning til et fælles tema for artiklerne. Hvad mener vi er fremtiden for vores investeringsfilosofi, når alverdens besserwizzere kalder den umoderne? Er Upopulære, Underanalyserede og Undervurderede selskaber simpelt hen bare passé? Vores svar er selvfølgelig et klart og tydeligt nej! Moderne opsparingsprodukter har en kedelig tendens til efter et stykke tid at afsløre sig som værdifælder – tænk bare på strukturerede produkter.

I SKAGEN er vi ikke så optagede af investeringsmode. Det ser det heldigvis heller ikke ud til, at vores investorer er. Mens andre forvaltere har oplevet, at kunderne har taget deres penge ud, har vores kunder stort set forholdt sig rolige i 2012. Forvaltningskapitalen er stigende, og i løbet af året er der tilflydt fondene yderligere 3,3 milliarder norske kroner. Det er gode nyheder både for os og for vores investorer. Et af vores mål er, at har man investeret i vores fonde, skal man have lige så godt afkast fra pengene som den eller de fonde, man har investeret i. Opsparer man langsigtet uden at forsøge at vinde ekstra ved at time markedet, har man langt større chance for at opnå godt langsigtet afkast.

Enhver, der har forsøgt, ved, at det sjældent er særlig sjovt at være tålmodig, men vi er overbeviste om at det betaler sig i den lange ende.

Harald Espedal

ADMINISTRERENDE DIREKTØR



# Er aktivt stadig attraktivt?

Lige siden den første indeks-investeringsforening blev lanceret i 1975, har debatten om aktiv forvaltning (fondsforvaltning, som forsøger at slå et indeks) kontra passiv forvaltning (fondsforvaltning, som forsøger at følge et indeks og minimere omkostningerne) været en af de mest ophedede i fondsforvaltningsbranchen.

Umiddelbart støtter teorien det passive argument – undersøgelser viser, at den gennemsnitlige aktive fond bliver slået af sit referenceindeks efter forvaltningsomkostninger er trukket fra. Et klima med ringe aktieafkast og større fokus på omkostninger har også fået det passive argument til at blusse op. Investorer bliver nu tilbudt et voksende udvalg af massivt markedsførte indeksstrategier til en stadig større vifte af indekser. Aktiv forvaltning befinder sig åbenbart ved en korsvej. Men har man alligevel overset en afgørende statistisk sondring i forståelsen af, hvorfor ægte aktive forvaltere stadig kan spille en rolle i kapitalforvaltning?

### Hvorfor ikke alle aktive forvaltere er skabt ens

Den aktive fonds hovedopgave er at overgå sit referenceindeks. Hertil må fondsforvalteren konstruere en portefølje, hvis sammensætning adskiller sig fra referenceindekssets. Hvor meget en forvalter er parat til at afvige indeksen, kaldes 'aktiv andel'. En andel på

0 procent betyder, at fonden er identisk med referenceindekset, mens en aktiv andel på 100 procent betyder, at der reelt ikke er noget sammenfald med indekset. Som figuren næste side viser, varierer fondes aktive andel massivt, og det giver derfor ikke mening bare at lægge dem i samme gryde, når man skal vurdere, om aktiv forvaltning betaler sig.

Lad os tage et eksempel: En fond tager 1 procent i forvaltningshonorar og har en aktiv andel på 20 procent. Fondens 80 procent sammenfald med referenceindekset. Honoraret på 1 procent betyder, at de aktive 20 procent af porteføljen ville kunne overpræstere med respektable 3 procent, mens fonden som helhed alligevel ville blive slået af referenceindekset med 0,4 procent. Det kræver så intet mindre end en verdensklassens overpræstation på 5 procent, for at fonden som helhed overhovedet kan slå indekset. Det er let at se, hvordan præstationstillene simpelt hen ikke stemmer for de såkaldte skabsindeksforvaltere, som fungerer under en aktiv etikette, men i realiteten følger indekset i hælene.

Går man en smule mere i dybden og ind-deler aktive fonde efter, om de er ægte aktieplukkere eller ikke, tegner sig et interessant perspektiv. En undersøgelse af 1.124 fonde fra 2010<sup>1</sup> viste, at populationen hvert år mellem 1990 og 2009 underpræstere med gennemsnitligt 0,41 procent før forvaltningsomkostninger i forhold til de respektive referenceindekser. Men de 180 fonde med størst aktiv andel overpræstere faktisk i forhold til deres referenceindekser med gennemsnitligt 1,26 procent efter forvaltningsomkostninger i samme periode. For fondene med en aktiv andel under 60 procent – af undersøgelsen kategoriseret som 'skabsindeksfonde' – var resultatet en bedrøvelig årlig underpræstation på nettoafkastet på -0,91 procent i perioden. For ansækelighedens skyld skal det siges, at SKAGENs globale porteføljer har en aktiv andel på over 90 procent. Vi er dermed oplagt blandt dem, der afviger stærkest fra referenceindekset.



## Aktiv vil sige anderledes – det er svært

Når det nu er så attraktivt at adskille sig fra indeks, hvorfor er så få forvaltere villige til det? Et citat fra John Maynard Keynes, der selv var en meget dreven kapitalforvalter, er på sporet af gåden: "Livet lærer os, at det er bedre for omdømmet at fejle inden for konventionerne end at få succes imod konventionerne."

For en karrierebetragtning er det let at se, hvorfor gennemsnitsforvalteren vælger ikke at begive sig for langt væk fra indeksens tryghed. Den første forhindring, når man foretager en ny investering, er ofte at stå over for en investeringskomite. Det er ikke let at præsentere en ide, som går midt imod den offentlige mening, for en gruppe højt begavede kollegaer. De små nuancer, som er forskellen på enestående og elendig i investeringsverdenen, bliver let jordet eller ignoreret af en komite, der er drevet af gruppetænkning. Det er let at komme til at ligne en klovn, længe inden der overhovedet er investeret virkelige penge.

En anden hindring for at plukke ideer langt fra referenceindekset er, at både kolleger og kunder vil bemærke det og stille spørgsmål (indimellem giftige). Da aktieprisen på Apple nåede 700 USD var det mest almindelige spørgsmål fra kunder, hvorfor vi ikke ejede aktien. Da det koreanske aktiemarked kollapsede i de sene 90'ere, blev folk pludselig meget optaget af, hvad fondenes eksponeringsgrad var – så betød det mindre, om man havde købt, efter at markedet brød sammen. Branchekollegaer og venner – som ofte er hjernevasket af den offentlige mening og skeptiske over for dem, der går mod strømmen – er sjældent til megen støtte for dem, der bevæger sig for langt væk fra referenceindekset.

Men hvad sker der så, hvis de afvigende satsninger lykkes? Sjældent ret meget. Folk, der har udtrykt skepsis, har svært ved at gå

tilbage og rose et godt resultat. Tilsvarende gælder, at selvom kunder og ligemænd kan beundre en afvigende langsigtet succes, vil de højst sandsynligt stadig være skeptiske over for processen.

Det er dog ikke så meget manglen på hæder og ære, som afholder de fleste fondsforvaltere fra at gøre sig bemærket på trods af konventionerne. Det er snarere faldskybden. Fejler man inden for konventionerne, er man ikke alene – spørg selv, hvorfor der var færre forvaltere, som mistede jobbet efter at have deltaget i it-boblen, end efter at have nægtet at tage del i galskaben. Det er vigtigere for de fleste mennesker at beholde deres job end at jagte langsigtet hæder og ære. Folk lægger desuden mærke til det, hvis ukonventionelle satsninger går galt. Kunder og kollegaer vil være hurtige til at stille spørgsmål og pege på svagheder i logikken. Indimellem vil sågar medierne være på pletten og i høj grad gøre skammen til et offentligt anliggende.

## Den anden hemmelighed bag SKAGENS succes

SKAGENS værdiorienterede investeringsfilosofi er udråbt til at være hoveddrivkraften bag vores mangeårige succes. Set indefra vil vi jo sige, at betoningen af at lade folk tænke selvstændigt og ukonventionelt er en lige så, om ikke vigtigere forklaring på vores langsigtede resultater. En ting er, at porteføljeforvalterne i SKAGEN er deres egne analytikere og investeringskomite, hvilket eliminerer en del af den konventionelle tænkningens magt over processen. Vi er desuden placeret langt fra de finansielle centre, og det betyder, at vi er yderligere på afstand af branchefæller og venner. Vores mangeårige meritliste giver os også tilstrækkelig selvtilid til at stå fast, når kunder og medier begynder at stille spørgsmål. Sidst, men ikke mindst er det at være anderledes

## SKABSINDEKSINVESTERINGENS PARADOKS

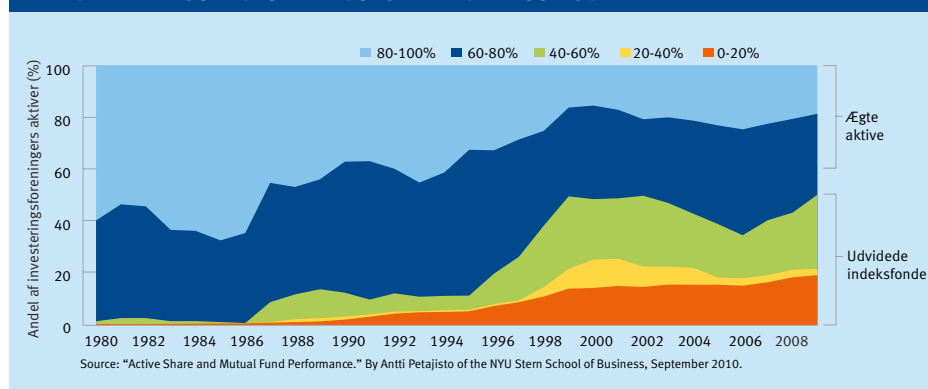
Man kan argumentere for, at alle forvaltere med en aktiv andel på under 50 procent er skabsindeksforvaltere. At sætte sådanne forvaltere i bås med ægte aktive forvaltere er vanskeligt at retfærdiggøre – medmindre man selv er i indeksfondbranchen.

## TO SLAGS AKTIVE FORVALTERE

En aktiv forvalter kan kun skabe værdi til investorerne ved at adskille sig fra et referenceindeks. Ifølge en undersøgelse fra 2010 af Antti Petajisto med titlen "Active Share and Mutual Fund Performance" kan en forvalter gøre dette på to måder: ved aktieudvælgelse eller factor timing. Aktieudvælgelse indebærer aktiv satsning på individuelle aktier, for eksempel ved kun at vælge en enkelt aktie fra en bestemt branche. Factor timing indebærer satsning på bredere faktorporteføljer, for eksempel ved at overvægte bestemte økonomiske sektorer, eller ved en midlertidig præference for lavt værdifastsatte aktier, eller endog ved at bibeholde visse aktiver i kontanter snarere end at investere i aktiekapital. De to typer aktiv forvaltning kan beskrives ved hjælp af 'aktiv andel', som hovedsagelig måler aktieplukning, og 'tracking error', som hovedsagelig måler eksponeringen mod systematisk risiko (markedsrisiko). SKAGENS aktiefonde falder inden for den diversificerede aktieplukkergruppe. Over tid viser de globale porteføljer en aktiv andel på over 90 procent, mens tracking error historisk har ligget omkring medianen. De eneste aktive forvaltere, som har skabt værdi for deres investorer, er de mest aktive aktieplukkere.

en del af selve kernen i SKAGENS historie og kultur. Allerede som lille aktiebiks i Stavanger udfordrede vi de store banker, og vi havde tidligt kig på vækstlandenes aktiemarkeder. På den måde har viljen til at være ukonventionel, hvis vi finder det rigtigt, været nerven i det, vi gør. Vores ejere, ansatte og investorer er klar over dette og værdsætter det (forhåbentlig). SKAGEN vil blive ved med at være anderledes og indtage en aktiv investeringstilgang – det ligger i vores dna. Både teoretisk og baseret på vores hidtidige meritliste har vi tillid til, at solidt langsigtet investeringsafkast vil tilflyde vores investorer.

## AKTIV ANDEL HOS INVESTERINGSFORENINGER I USA OVER TID



**Andelen af virkelig aktive forvaltere er svundet ind siden 1980'erne.** Den stigende udbredelse af referenceindekser forklarer formentlig til dels dette. Der skete nemlig en stærk stigning i indeksforvaltning, da amerikanske investeringsforeninger blev pålagt at fremvise et relevant referenceindeks. Også at aktiver i den senere tid sidst i 00'erne har præsteret ringe, samt en formentlig forøget karriererisiko ved at agere anderledes, har formentlig reduceret antallet af ægte aktive forvaltere.

Torkell Eide

PORTEFØLJEFORVALTER



Harald Espedal

ADMINISTRERENDE DIREKTØR



# Årets holdepunkt i finansverdenen

SKAGENS Nytårskonference er blevet en dag,  
professionelle investorer ser frem til.



Den indisk-amerikanske topøkonom Raghuram G. Rajan var hovedtaler ved SKAGEN Fondenes Nytårskonference 2013 den 9. januar 2013. Han er berømt i finansmarkederne for en præcis, men kontroversiel forudsigtelse af finanskrisen leveret allerede i 2005. Fire hundrede deltagere i Øksnehallen fik en velopløst beskrivelse af verdensøkonomiens vigtigste udfordringer. Foto: Jacob Carlsen.

Den indisk-amerikanske topøkonom Raghuram G. Rajan var hovedtaler på SKAGENS nytårskonference 2012. Denne gang i Øksnehallen i København, hvor omkring 400 fremmødte lyttede opmærksomt.

Rajan er blandt andet kendt for at have skrevet en nærmest profetisk videnskabelig artikel om skjult og stigende risiko i det finansielle system og den kommende finanskrisen allerede i 2005, hvor han gjorde sig upopulær i ledende amerikanske cirkler med sit sortsyn. Eftertiden har, desværre, givet ham ret.

Den tidligere IMF-cheføkonom kom kloden rundt i sit indlæg og pegede blandt andet på, at middelklassen er under pres i de vestlige lande. Ifølge ham er halvdelen af den amerikanske arbejdsstyrke meget lavt kvalificeret, dårligt uddannet og reelt ikke i stand til at klare sig på et frit arbejdsmarked i en globaliseret verden. Nøglen til at løse den ameri-

kanske statsgælds-krise ligger blandt andet i at kunne tackle denne udfordring.

SKAGEN har afholdt konferencen seks år i træk i København. Markante indlæg er tidligere kommet fra blandt andre den amerikanske eks-finansminister Larry Summers, Yale-investeringschefen David Swensen, den altid skarpe schweiziske strateg Marc Faber, og fra den britiske økonomiske historiker Niall Ferguson, som i lighed med den svenske læge og statistiker Hans Rosling holdt konferencen i sin hule hånd.

Konferencen giver ligeledes anledning til en del medieomtale, og vi synes i flere tilfælde at kunne ane, at gode indlæg har været med til at udvikle den økonomiske debat i Danmark.

Ligeledes har vi kunnet konstatere, at andre aktører har taget udfordringen op og nu også satser på at lave stærke konferencer

for især den professionelle del af den danske finansverden.

Planlægningen af det kommende års konference starter altid dagen efter, at den sidste konferencegæst i København, Oslo, Stockholm, Amsterdam og London har sagt farvel. Det er for tidligt at løfte sløret for indholdet i 2014, men ambitionen vil som altid være at levere en konferencedag, som virkelig gør en forskel for de mange investorer, der skal træffe væsentlige finansielle beslutninger i det kommende år.



# Lavere omkostninger for danske kunder

**Finansrådet og VP Securites har underskrevet en ny aftale, som forhåbentlig gør det enklere og billigere at være privat investor i Danmark.**

Efter flere års tilløb er det blevet billigere at være SKAGEN-investor for en lang række af vores private investorer i Danmark. Finansrådet og VP Securities (tidligere Værdipapircentralen) underskrev i 2012 en aftale, som har gjort det muligt for endnu flere banker at handle og opbevare andele i SKAGENS fonde i et dansk VP-depot fremfor i bankens eget såkaldt udenlandske depot.

## Nordea

Siden er blandt andre Nordea gået over til denne afviklingsform. SKAGEN beviser hos Nordea er nu blevet navnenoteret, og dette giver investor flere og billigere muligheder. Investor slipper for at betale udenlandsk depotgebyr til Nordea, og SKAGEN Fondene kan nu handles direkte i Nordea Online Investering til en lav kurtage. Som investor vil man fremover også modtage invitationer til

investor-arrangementer samt vores kvartalsvise Markedsrapport, så man kan følge sine investeringer på nærmere hold.

Vi har fået en række positive tilkendegivelser i den anledning fra vores private investorer, og er glade for dette fremskridt.

# Ny skattehjælp for SKAGEN Vekst, Global og Kon-Tiki

## Frie midler

Der er indgået aftale med SKAT om, at den skattepligtige minimumsindkomst (udbytte) fra aktiefondene SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN Global og SKAGEN Vekst automatisk forprindes på selvangivelsen for året 2012. Dette gælder for alle, der opfylder SKATs kriterier for at få en såkaldt printopgørelse. Dermed bliver skattekontrollen nemmere for de fleste, som har investeret i SKAGENS tre aktiefonde.

Skæringsdatoen for om minimumsindkomsten beskattes i året 2012 er beholdningen af SKAGEN beviser den 26. januar 2012. Den skattemæssige minimumsindkomst andrager følgende:

Selvom minimumsindkomst nu forprindes på de flestes selvangivelse anbefaler vi, at du tjekker, at dette faktisk er sket, når du modtager din selvangivelse.

Bemærk at minimumsindkomsten ikke udbetales, men forbliver i fonden og at den derfor tillægges den skattemæssige anskaffelsessum, således at der ikke sker beskatning to gange.

Obligationsfondene SKAGEN Tellus og SKAGEN Avkastning udbetaler udbytte i nogle år, afhængigt af fondenes resultater gennem årene. I 2012 er der ikke udbetalt udbytte i SKAGEN Avkastning og SKAGEN Tellus. (Korrektion af andelsværdien i SKAGEN Avkast-

ning i januar 2013 påvirker ikke skatteåret 2012). Begge obligationsfonde beskattes efter det såkaldte lagerprincip, som betyder at såvel realiserede som urealiserede kursgevinster og tab samt evt. udbytte beskattes årligt som kapitalindkomst.

Ejendomsfonden SKAGEN m<sup>2</sup> beskattes ligeledes efter lagerprincippet. Det vil sige, at årets realiserede såvel som urealiserede gevinster og tab skal opgøres ved udgangen af året. Gevinst og tab beskattes som kapitalindkomst.

## Pensionsmidler

Har du investeret via en pensionsopsparing behøver du ikke foretage dig noget, din bank eller dit pensionselskab beregner og afregner skatten.

Har du spørgsmål omkring beskatning af SKAGEN beviser kan du finde mere information på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk). Du er også altid velkommen til at kontakte os på 7010 4001 eller [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk)

BESKATTES I 2012	MIN. INDKOMST PR. ANDEL	HERAF AKTIEINDKOMST	HERAF KAP. INDKOMST
SKAGEN Vekst	138,50 kr.	129,88 kr.	8,62 kr.
SKAGEN Global	57,25 kr.	56,23 kr.	1,02 kr.
SKAGEN Kon-Tiki	31,25 kr.	31,14 kr.	0,11 kr.

# Krisemaksimering

Midt under den frådende finanskrise flyttede Jan Svenäng en del af sine aktiver til SKAGEN. En beslutning, som han mener har vist sig at være den helt rigtige.



Foto: David Reiser

Stemningen var dystert, og der var usædvanligt stille på gader og pladser. Man kunne tydeligt mærke i forretningerne, at de seneste års købeufori var fuset ud. Den vestlige verdens rigeste banker vogtede nidkært på hinanden, og børserne faldt som blylod. Døningerne efter Lehmann Brothers' konkurs var stadig voldsomme, da Jan Svenäng valgte at investere i aktiefonde sidst på efteråret 2008.

– Med resultatet i hånden har det været det helt rigtige, siger han.

Nogle år tidligere havde Jan solgt sit selskab i emballageindustrien og anbragt kapitalen via en af de store banker. Nogle af de råd, han fik af sin bankrådgiver havde vist sig at være gode, men andre var helt katastrofale. Efter at være løbet ind i en række nedsmeltninger ønskede han at sprede sine risici og var åben for at finde nye aktører.

Her mødte han så SKAGEN-rådgiveren David Reiser på en messe, og det blev begyndelsen til en kontakt, de har bevaret lige siden.

– Jeg var blevet viklet ind i en del forretninger, som jeg ikke brød mig om, og ledte aktivt efter alternativer, husker Jan. SKAGEN følte sig meget personlig, og man kunne mærke, at de ansatte er i besiddelse af et stærkt engagement i deres fonde.

– Min bankrådgiver havde flere gange kommenteret SKAGENS høje rating. SKAGEN

virker meget spændende og anderledes – her møder man et personligt engagement, som er temmelig unikt. Bankerne ved mange gange knap nok, hvilke fonde de har. Jeg er overbevist om, at det er en god ting ikke at have for mange fonde, siger han.

Jan blev mere eller mindre tvunget til at sætte sig ind i investering, da han solgte sit selskab og skulle forvalte sin kapital. Med tiden er det blevet en interesse. De første år købte og solgte han selv og tog en hel del risici i små selskaber. Nu foretrækker han fonde, blandt andet fordi det er tidskrævende og vanskeligt at fordybe sig i årsrapporter og holde styr på udenlandske selskaber. Han har brug for at tjekke sine placeringer cirka en gang om måneden og ringer indimellem til David Reiser for at høre hans syn på markedssituationen. Jan har i dag alle SKAGENS aktiefonde og har fra starten i efteråret 2012 været med i den nye ejendomsfond SKAGEN m<sup>2</sup>. Selv hustruen Ann-Marie har købt SKAGEN-fonde.

– Investeringsfilosofien er sund og langsigtet. Jeg oplever det som meget fornuftigt at købe virksomheder med store underliggende værdier for en billig penge, siger han.

Jan ynder at gå til møder og præsentationer og mener, at det er interessant at lytte til porteføljeforvalterne.

## JAN SVENÄNG

**Familie:** kone Ann-Marie (også SKAGEN-kunde) og to voksne børn.

**Karriere:** uddannet civilingeniør. Har i store dele af sin karriere arbejdet i emballageindustrien og derefter i plastindustrien, blandt andet i Finland og Belgien. Har været selvstændig erhvervsdrivende i Småland i 13 år.

**I fritiden:** sommerhuset på Orust i Bohuslän, golf og ikke mindst whisky fra øen Isle of Sky.

– Jeg går til møder fem-seks gange om året. En del møder er sociale arrangementer, andre er mere vidensorienterede. Store stjerneinvestorer som Kristoffer Stensrud er ofte interessante og har anderledes indfaldsvinkler på den økonomiske situation. Desuden er de forbavsende ligetil og nemme at have med at gøre.

**Mange lyse udsigter globalt betyder, at 2013 økonomisk kan blive bedre end 2012. Der er samtidig også mange foruro-ligende ubalancer tilbage. Har du nogen gode råd, hvis man vil begynde at begynde at investere i 2013?**

Hvis jeg nu var i 30-årsalderen, ville jeg formentlig – efter at have sat penge i det nødvendige som for eksempel bolig – satse på aktiefonde. De er lettere at passe og kræver mindre engagement end enkeltaktier. Historisk har det givet bedre afkast på længere sigt. I min alder bør man måske minimere risiciene. Man jeg vil sikkert gøre, som jeg plejer – det kan være, jeg øger mine beholdninger i SKAGEN.

**Du er jo kunde hos flere forskellige finansielle aktører. Er der noget, som i særlig grad kvalificerer SKAGEN?**

– Rådgiverne er meget dygtige. Man skal selvfølgelig være klar over, at de er sælgere, griner Jan. Mine SKAGEN-placeringer har jo vist sig at være en rigtig god forretning. Det bedste er måske, at tingene er så personlige. SKAGEN opleves på mange måder som en stor familie.

Anna S. Marcus

KOMMUNIKATIONS RÅDGIVER



# Alle kan støtte

Vi mener, det er vigtigt at støtte, hvor vi kan. SKAGEN har derfor i 2012 bidraget med seks millioner kroner til vores forskellige samarbejdspartnere. Penge som går fra forvaltningsselskabet SKAGEN AS og ikke vores investorer.

”Ingen kan bære det hele, men alle kan gøre en smule for at gøre verden lidt bedre. I SKAGEN ønsker vi at støtte både lokalt og i den større målestok. Derfor samarbejder vi blandt andet med humanitære organisationer som Kolibri – Children at Risk Foundation, Læger uden Grænser og SOS-Børnebyerne, som alle arbejder for at bedre forholdene for dem, der har det sværest. Det er også grunden til, at vi gik rettens vej og kæmpede for, at spon-

soring af humanitære organisationer bør ligestilles med idræts- og kulturstøtte. Vi tabte slaget, men fortsætter alligevel samarbejdet,” siger administrerende direktør Harald Espedal.

Støtten går til børne- og ungdomsarbejde, forskning og uddannelse, friluftsliv, frivillige organisationer, kulturliv og humanitært arbejde. Vi samarbejder blandt andet med:

## Kolibri – Children at Risk Foundation

Kolibri – Children at Risk Foundation arbejder for at give gadebørn i Brasilien et værdigt liv uden kriminalitet. Organisationen har oprettet en række aktivitetscentre, hvor børn og unge får et trygt tilholdssted. Grundlæggeren

Gregory Smith fokuserer på unges kunst og kunstneriske udfoldelse, og Kolibri deltog selvfølgelig i Nuart-festivalen i Stavanger i år. Unge i Kolibri-regi bidrog med kunstværker og dans på gadekunstfestivalen.



Dansere fra Kolibri optrådte under gadekunstfestivalen Nuart i Stavanger. SKAGENS marketingkoordinator Marianne Gillies er med på scenen.

## Læger uden Grænser



Åge K. Westbø, Anne-Cecilie Kaltenborn, Silje Natland, Tone Willoch Rettedal, Margrethe Vika, Grete-Lise Christiansen og Marleen Dermout, fra SKAGEN og Læger uden Grænser, iført traditionelle uldtæpper i Lesotho.

SKAGEN tog i årets løb til det lille afrikanske land Lesotho og så nærmere på Læger uden Grænsers hiv-forebyggende arbejde. Landet er et af verdens fattigste, og 23 procent af befolkningen er hiv-smittet. SKAGEN har i syv år sponsoreret Læger uden Grænsers arbejde i blandt andet Lesotho. Det forebyggende sundhedsarbejde står i centrum, og det langsigtede mål er ’ingen nye hiv-infektioner’. I Lesotho dør 20.000 mennesker hvert år af hiv-relaterede sygdomme, og 100.000 børn bliver forældreløse. I Danmark støtter vi et projekt rettet mod underernæring af spædbørn i Niger.

## SOS-Børnebyerne



SKAGEN støtter SOS-børnebyers arbejde med at give udsatte børn i Rusland og Estland bedre opvækstvilkår.

Organisationen SOS-Børnebyerne arbejder for at give forældreløse børn og unge en familie og et trygt hjem. SKAGEN sponsorerer i særlig grad familiestyrkelsesprogrammer og børnebyer i Estland og Rusland og har givet støtte til fire familiehuse i den russiske børneby Pskov. SKAGEN-ansatte har gentagne gange besøgt de forskellige børnebyer – senest ved åbningen af de nye huse i Pskov.

Læs mere på

[SKAGENFONDENE.DK/SAMFUNDSANSVAR](http://SKAGENFONDENE.DK/SAMFUNDSANSVAR)

# Fem faldgruber for valueinvestorer

Nå, så du troede, at markederne er ineffektive og eksisterer, for at du kan slå dem? Det er desværre ikke helt så enkelt.

Du har orienteret dig i forskellige investerings-stilarter og besluttet, at valueinvestering er måden at opnå det største afkast eller alfa. Der skal dog en del mere til end at købe billigt udseende selskaber og læne sig tilbage, indtil afkastet kommer dumpende. Porteføljeforvalter Ole Søeberg følger i samtale med Nick Henderson op på artiklen Valueinvestorens fem bud fra Årsrapporten 2011. Han forklarer de mest almindelige farer, en aktiv forvalter med en valuebaseret filosofi kan komme ud for, og hvad man kan gøre for at undgå dem.

## Første faldgrube: Værdifælder

Værdifælder opstår, når den skjulte værdi, som investorer mener, de har spottet i et selskab, aldrig materialiserer sig konkret. De kan

have meget ødelæggende virkning – aktionærerne bliver billedligt talt enten spiddet eller udsat for en langsom, pinefuld død. Et eksempel på sidstnævnte i SKAGEN Veksts portefølje er den nu rekonstruerede Sevan Marine – en norsk producent og operatør af offshoreanlæg, som genererede et tab på 96 millioner NOK for fonden.

Sådanne finansielle luftkasteller viser sig i mange forkældninger og kan per definition opstå ud af det blå. Ole Søeberg forklarer: –Meget få investorer spurgte ind til virksomhedernes gæld i 2005-07. Men i 2008 reducerede bankerne deres kreditgivning, og mange selskaber med tilsyneladende lav værdifastsættelse blev pludselig endnu billigere, efterhånden som risikoen for misligholdelse gik i vejret.

Truslen kan hidrøre fra mange forskellige kilder. Men nogle årsager er mere almindelige end andre, og den menneskelige faktor er som regel i spil.

–Værdifælder skyldes i de fleste tilfælde ringe forvaltning, lavt afkast fra selskabsaktiver eller risiko for misligholdelse. Disse tre komponenter interagerer helt klart, men de mennesker, som kører virksomheden, er åbenlyst den mest almindelige enkeltårsag til værdifælder, forklarer Søeberg.

Men hvad kan man så gøre for at undgå fælderne? Søeberg mener, at det er vigtigt at se ud over selskabets forretningsmodel og kapitalstruktur.

– Vi kombinerer information om finansiell stabilitet i markedet for selskabsobligationer med vores egen vurdering af aktiemarkedets

værdifastsættelse. Derved bliver vi opmærksomme på advarselssignaler om potentielle værdifælder.

Desværre er det generelt sjældent, at ratingbureauerne belyser selve selskabsledelsen. SKAGEN indtager derfor en sund skepsis over for selskabsbestyrelser, når potentielle investeringer skal vurderes. Når man skal lodde, og ledelsen har tænkt sig at holde, hvad den lover, vil den relative sikkerhed i en revisorgodkendt årsrapport ofte være at foretrække frem for præsentationernes glittede kapitalberetning.

### Anden faldgrube: P/E-ratens farer

Pris/indtjenings-raten (P/E) er en af de mest populære anvendte målestokke for værdi, til dels takket være enkelheden. Men at købe en aktie, blot fordi den har en lav P/E, giver ingen garanti for godt afkast. Lav P/E kan skyldes lave vækstudsigter eller (midlertidig) lav skattesætning og kan være camouflage for højt gælds niveau og manipuleret indtjening. Efter Worldcom og Enron er pengestrømsopgørelser og analyse af off balance sheet poster blevet mere vigtige – er de ikke i harmoni med indtægts- og statusopgørelserne, skal man være meget på vagt, siger Sjøberg.

En løsning er at anvende en række forskellige redskaber til værdifastsættelse og være

særligt årvågen i perioder med ekspansion. – Hvis en virksomhed ikke genererer tilstrækkelige kontanter fra interne kilder til at finansiere sin egen vækst, skal man være meget forsigtig – EV/EBITDA eller EV/EBIT kan give en indikation af værdifastsættelsen justeret for gearing, men kontant nettoindtjening er et langt bedre mål for et selskabs helbred og præstation, siger Sjøberg.

### Tredje faldgrube: At sælge for tidligt

Desværre er ikke alle investeringer langtidsholdbare. SKAGENS investeringer i fx Olav Thon og Great Wall Motor har været mulige blot at købe og beholde, hvorefter de kontinuerligt har leveret god vækst og er forblevet attraktivt værdifastsat. Men de fleste investeringer skal på et eller andet tidspunkt sælges, og for tidligt salg af vindere – eller the disposition effect, som det hedder i behavioural finance – er et psykologisk fænomen. Sjøberg sammenligner det med dyr hvidvin:

– Druerne bliver udelukkende høstet sent på året, efter at frosten har sat ind. Risikoen er, at du lader dem hænge for længe, og de bliver værdiløse. Salg, inden de når den højeste mulige værdi, skal altså afvejes mod risikoen for at skille sig af med dem for sent.

SKAGEN har som mange investorer indimellem givet efter for den kløende salgsknap-finger og gjort et betydeligt internt arbejde for at imødegå dette. Prismål for selskaberne bliver jævnligt revideret og diskuteret i overensstemmelse med ny information. Salgsbeslutningen bliver så taget, enten fordi prismålet bliver nået, selskabet udvikler sig uventet, eller vi finder bedre investeringer andre steder. Beholdningerne bliver typisk reduceret gradvist for at minimere mulighedsomkostningerne.

– I SKAGEN er vi meget fokuserede på virksomhedsevaluering, dvs. fortjenestevækst og volatilitet, forretningens hoveddrivere og poster i statusopgørelsen. Kvartalsvis gennemgang af virksomhedens præstation giver en god fornemmelse af retning, fart og mulige problemer forude. Vores grundarbejde med værdifastsættelse foregår hele tiden og er normalt afgørende for beslutningen om både køb og salg af en virksomhed, forklarer Sjøberg.

### Fjerde faldgrube: at betale for meget

En god virksomhed kan blive for dyr, og man må modstå fristelsen til at betale for meget for den. Dette er en risiko for alle aktionærer. Men valueinvestorer har tendens til at være mere følsomme over for kapitalbevarelse, og

risikoen er særligt overhængende for dem, der i modsætning til SKAGEN fokuserer på relativ snarere end absolut værdi.

Risikoen skal mindskes, og mulige bobler identificeres, og det er derfor vigtigt at se på værdifastsættelse i relation til historisk gennemsnit og til andre selskaber og sektorer. Et aktuelt eksempel er vækstmarkederne, hvor basisvareselskaber i øjeblikket handles til en gennemsnitlig P/E på 21, som er meget højere end det historiske gennemsnit på omkring 14. Porteføljeforvalterne er naturligvis forsigtige. Det er endnu mere vigtigt at forstå et selskabs indre værdi og mulighederne for både nedside og opside. – Undgå risiko, som ikke belønnes, og tag kun risici, som du forstår fuldt ud.

Selv de største underskrivere af forsikringer begår fejl indimellem, men i det store hele tjener de masser af penge, fordi de forstår risikoen, forklarer Sjøberg.

### Femte faldgrube: mentale farer

Den sidste fare kommer indefra og kræver mod til at stole på din analyse og dine fornemmelser. Du må være klar til at stikke snuden frem og gå mod markedet og møde mulig kritik fra kollegaer og kunder. Omvendt betyder det ikke, at man skal tro blindt på et selskab, og det er lige så vigtigt, at man er i stand til at indrømme, hvis man har taget fejl.

– Hvis dine antagelser omkring ny værdifastsættelse af et selskab ikke materialiserer sig konkret, hvis driftens pengestrøm ikke som forventet forbedres, så se at komme ud, uddyber Sjøberg.

Mange af disse faldgruber hænger selvfølgelig sammen, og forsøger man at komme uden om den ene, kan man ryge over i en anden. Valueinvestoren må navigere så rent som muligt, hvilket Sjøberg kondenserer på følgende måde:

– I SKAGEN leder vi ideelt efter selskaber, som genererer netto kontanter, med begrænset gæld og en holdbar forretningsmodel, og som konsistent skaber værdi år efter år. Det er altså hovedsageligt et spørgsmål om at identificere gode indgangspunkter.

Formuleret således lyder det jo meget nemt, men det er selvfølgelig meget sværere at udføre i praksis. Den virkelige kunst er at gøre det konsistent – det er kunsten at anvende sund fornuft.

## BEGREBSFORKLARINGER

**Forholdet mellem pris og indtjening, P/E** – aktiekurs divideret med rapporteret indtjening (efter skat og af- og nedskrivninger) pr. aktie

**Enterprise value (driftsværdi)/EBITDA** er selskabets teoretiske købsværdi i forhold til driftsresultatet før af- og nedskrivninger. Driftsværdien anses for et mere 'korrekt' udtryk for et selskabs værdi end markedskursen. EBITDA anses nogle gange for et 'renere' udtryk for indtjeningen end den rapporterede indtjening, eftersom denne er justeret for skatte- og afskrivningsregler, som varierer fra land til land og fra branche til branche.

**Enterprise value (driftsværdi)/EBIT** er selskabets driftsværdi i forhold til driftsresultatet, dvs. hvor mange gange den teoretiske købsværdi er større end indtjeningen før skat.

**Disposition effect:** Investorer er ofte tilbøjelige til at sælge aktier, som har givet godt afkast, fordi det giver en god følelse at omsætte papirgevinster til ægte gevinster. Tilsvarende er investorer tilbageholdende med at sælge aktier, som det er gået dårligt for, idet man vægrer sig mod at realisere tab og i stedet håber på, at situationen vender.

Nick Henderson

INSTITUTIONAL SALES



# Hvem bliver ballademagerne i 2013?



Cowboy



Mandarin



Samurai

Foto: iStockphoto

**Vil der komme flere overraskelser fra Eurozonen? Næppe. Dem har vi haft i 2012 – skurkene er de samme. Mario Draghi er klar til at gøre, hvad der skal til. Og eventuelle sorte svaner vil sikkert dukke op andre steder.**

## Udfordring 1: cowbojerne

Politisk lagde 2013 så teatralisk ud, som kun Washington DC er i stand til. Den frygtede finanspolitiske afgrund blev undgået ved at sparke konservesdåsen endnu længere hen ad vejen.

De fleste af Bushs midlertidige skattesænkninger er ganske vist blevet permanente under Obama, om end der har været en mindre stigning for lav- og middelindtægterne og en mere betydelig for de mest velbeslåede. Beslutningstagerne foretog sig imidlertid intet for at standse den umådeholdne vækst i de offentlige udgifter og hævede heller ikke det statslige gældsloft. Disse sager vil man i stedet tage sig af i februar. Jeg regner med,

at gældsloftet vil blive hævet – for undlader man det, betyder det dommedag. Jeg forventer også en langsom nedbremsning af de offentlige udgifter – men ikke endnu, da det formentlig vil virke ødelæggende på genrejsningen.

Den offentlige gæld må derfor nødvendigvis stige. Om det er holdbart eller ikke, er hverken et spørgsmål om nuværende underskud eller gæld/BNP-raten. Det afhænger af udsigterne til fremtidigt overskud, der kan afdrage gælden. Vi hører nu dommedagsprædikanterne sige, at USA er inde i en lang periode med underdrejet vækst. Hvis det er sandt, bliver det svært at få fyldt statskassen – men jeg tror, at de undervurderer ameri-

kanernes evne til at opfinde, tilpasse sig, investere, arbejde og forøge deres økonomi.

Jeg tror faktisk, at de fleste analytikere er for pessimistiske omkring de nære udsigter for den amerikanske økonomi. Arbejdsmarkedet er blevet strammet op de seneste par måneder, produktiviteten har fået et tryk opad, og boligmarkedet er langsomt ved at komme i gang igen.

## Udfordring 2: mandarinerne

Vil Kina få en hård eller blød landing? Dette spørgsmål var sidste års mantra. Men der har dårligt nok været tale om nogen landing overhovedet. BNP-væksten blev ganske vist bremsset en smule, og år til år-væksten lå i

tredje kvartal på 7,8 procent. Det er en kende lavere end den gennemsnitlige 10 procents vækste siden 90'erne, men repræsenterer ikke en betydende nedbremsning. Kvartal til kvartal-væksten accelererede i årets løb og lå på 8,2 procent annualiseret i fjerde kvartal. Industriproduktionen og de seneste PMI-tal tyder på, at økonomien voksede endnu hurtigere i fjerde end i tredje kvartal.

Mange tillægger det stor betydning, at de kinesiske myndigheder har sat 7,5 procent som nyt vækstsmål. Men hvorfor skal man have tillid til politikernes evne til at fintune en økonomi bestående af 1,3 milliarder mennesker? Grunden til, at Kina er vokset så hurtigt de seneste tre årtier, er, at politikerne har blandet sig mindre og mindre i økonomien. Under formand Mao var livet grimt, rådt og kort. Lige præcis manglen på planlægning har bragt kineserne velstand. Lad ikke de kinesiske politikere tale dine forventninger til slangens år ned. Når det kommer til privatisering og deregulering, er det klart, at der kan gøres mere. Og går man ikke den vej, kommer man til at beskære væksten. Men det nye lederskab signalerer nye reformer.

Man kommer ikke uden om, at den kinesiske vækst primært er en vækst på vej mod et vestligt niveau. Når på et tidspunkt BNP pr. indbygger nærmer sig det vestlige, vil væksten bremse betragteligt op. Men det ligger årtier fremme – relativt set er Kina stadig et

fattigt land. Der er ingen grund til at tro, at økonomien vil ramme muren lige foreløbig – hvad enten den er blød eller hård. Jeg forventer, at væksten i år vil blive på omkring 9 procent.

### Udfordring 3: samuraierne

Japans liberale parti vandt en jordskredssejr ved valget i december. Den nye premierminister Shinzo Abe har talt lidenskabeligt for en mere ambitiøs pengepolitik og en løsere finanspolitik. Han ønsker, at Bank of Japan skal sætte et to procents inflationsmål og anvende ubegrænset QE (kvantitativ lettelse) for at nå det. Hvis banken ikke imødekommer det, har han lovet at ændre centralbanklovgivningen.

Nu mener jeg ikke, at QE effektivt kan trække inflationen op, men det kan være et skridt på vejen at hæve det uskrevne mål på en procent til et officielt på to procent. Går inflationsforventningerne et stykke op, vil realrenterne falde. Det vil stimulere investering og forbrug. Hvis den samlede efterspørgsel i Japan er utilstrækkelig, vil det anspre økonomien.

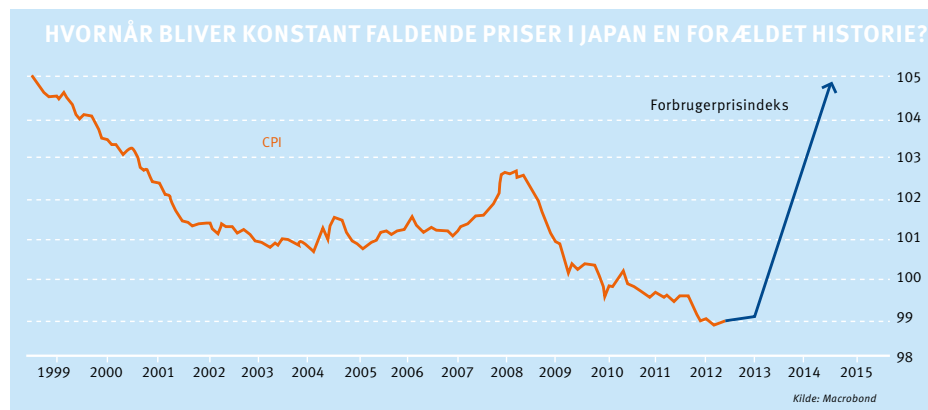
På den anden side vil en yderligere lempelse af finanspolitikken være storstilet økonomisk hasard. Den japanske stat står med et bjerg af gæld og låner for indeværende omkring 50 procent af, hvad den bruger. Bruttogælden er 230 procent af BNP – den japan-

ske regering har så sandelig vist sin evne til at låne og bruge. Men den private sektors vilje til at holde renten på statsgælden under 1 procent er bestemt ikke ubegrænset.

At størstedelen af gælden er i hænderne på japanerne selv, er et argument, der fremføres til fordel for de offentlige financers bæredygtighed. Den underliggende præmis er, at japanske obligationsinvestorer anser deres stat for at være solvent, i og med at den kan beskutte deres formue og tilbagebetale gælden. Det er muligvis tilfældet, men usandsynligt. Det er ikke alle japanere, som har deres formue anbragt i statsobligationer eller i værdipapirer fra obligationsudstedende institutioner, og en formueskat vil være upopulær på grund af den omfordelende effekt. Hæver man indkomsts-katten og beskatningen af forbrug, vil det hæmme investering og arbejdsindsats. Det vil dæmpe den økonomiske aktivitet og give meget færre skatteindtægter end nødvendigt.

Den mest sandsynlige vej til finanspolitisk bæredygtighed er derfor høj inflation. Inflation trækker den nominelle BNP op og sænker gæld/BNP-raten. Inflationen vil blive fremmet af en massiv flugt ud af statsobligationer, når markedet opdager, at inflation er den eneste mulighed, der er tilbage. I et sådant eksodus vil både indfødte og udlændinge skille sig af med yen som den berømte varme kartoffel.

Resultatet vil ikke blive den type let inflation og værditab, som kan stimulere økonomien. Høj inflation fører typisk til stagnation, ikke ekspansion. Man havde et ord for det i 70'erne: Stagflation. Er det mon, hvad der i vente i 2013? Jeg kan ikke sige, hvornår solen vil gå ned for de japanske offentlige finanser. Men jeg har ikke i sinde at sidde med yen, når boblen brister.



Porteføljeforvalter Torgeir Høien forventer inflation i Japan

Torgeir Høien

PORTEFØLJEFORVALTER



### Selskabsledelse og investeringsprocessen

# Selskabsledelse giver muligheder

**Selskabsledelse er et vigtigt element i udvælgelsen af investeringer til porteføljerne. Hvis virksomheder har vilje til at forbedre sig, kan det skabe værdi for investorerne.**

SKAGENS tilgang til selskabsledelse, i engelsksprogede lande kendt som corporate governance, er præget af anvendt, sund fornuft. Vi har en stor respekt for corporate governance-anbefalinger og for det meget store arbejde, som i mange år er lagt i at sikre gode rammer om virksomhederne, ikke mindst beskyttelse af minoritetsaktionærerne.

Samtidig ser vi mulighederne frem for begrænsningerne i de selskaber, som har gjort sig upopulære og undervurderede i aktiemarkedene. I praksis er en forbedret selskabsledelse en af de enkleste veje til aktiemarkedernes anerkendelse for et upopulært selskab. Store stigninger i markedsværdien kan blive resultatet.

Hvordan foregår det konkret? Forestil dig et bestyrelsesmøde i Upopulært Selskab A/S. Dagens emne er, hvorfor dog aktiekursen er så lav, kun otte gange indtjeningen. Hvad skyldes det? Driften er jo egentlig fin, investeringsplanerne lagt, og virksomhedernes markeder udvikler sig også fornuftigt. Svaret kommer fra finansdirektøren: Aktionærer og analytikere, især i London og New York, er

bekymrede over vores selskabsledelse og vores komplicerede struktur. De kan ikke se i regnskabet, præcis hvor vi tjener og taber penge, de undrer sig over, hvem vi handler med, og de lurer på, hvordan ledelsen egentlig er aflønnet.

Langsomt vokser en erkendelse frem rundt om bordet i vores tænkte eksempel. En udbygget rapportering på datterselskabsniveau, tydeligere regler for transaktioner med nærtstående parter samt en udførlig beskrivelse af optionsprogrammet vil være vejen frem. Og sammenlignet med at forbedre driftsmarginerne, så er det en enkel og indbringende vej at gå, som kan gennemføres i løbet af et års tid. Vi har set det ske mange gange, og vi leder derfor efter sådanne upopulære selskaber i vores selskabsudvælgelse.

#### **Minoritetsbeskyttelse**

Hvordan tør vi så investere i disse ofte uigenkuelige holdingselskaber, som der findes en del af i porteføljerne? Der er tale om særdeles upopulære og undervurderede sel-

skaber. Det tør vi, fordi vi er på samme hold som selskabets kontrollerende aktionærer. Hvis vi kan finde investeringer i moderselskaber, hvor vi er med på samme vilkår som hovedaktionærerne, er vi overbeviste om, at vi bliver belønnet trods uigenkueligheden. Selskaber med en uperfekt selskabsledelse kan forbedre sig; det kan de allerede perfekte ikke.

#### **Milepæle for selskabsledelse**

Mængden af selskabsledelses-anbefalinger vokser altid, når der har været økonomisk krise i samfundet, og erhvervslivet har oplevet skandaler. Kæmpetab forbundet med konkurser fører helt naturligt til reformer.

Hver enkelt anbefaling om selskabsledelse, som på papiret lyder indlysende i dag, er vokset frem efter alvorlige problemer. Når det understreges, at regnskaber skal være retvisende og gennemskuelige, skyldes det regnskabskandaler. Når der kræves uafhængige bestyrelsesmedlemmer i selskaber, skyldes det indspiste og uduelige bestyrelser i konkursramte selskaber. Regler for transaktio-



## *Hvis vi kan finde investeringer i moderselskaber, hvor vi er med på samme vilkår som hovedaktionærerne, er vi overbeviste om, at vi bliver belønnet trods manglende gennemsigthed.*

ner med nærtstående parter skal forhindre, at værdi overføres fra et aktieselskab til et andet, til skade for minoritetsaktionærer. Og når der konstant arbejdes på at aflønne ledelsen korrekt, så skyldes det, at bonusordninger i perioder har været et tagselvbord.

Den britiske Cadbury-rapport fra 1992 og siden OECD's anbefalinger fra 1994 har sat standarderne for størstedelen af arbejdet siden da. Energikæmperne Enron og tele-selskabet WorldCom's spektakulære sammenbrud i USA i begyndelsen af 2000-tallet førte til Sarbanes-Oxley-lovgivningen i 2002, hvor regnskabsstandarder blev strammet op. Men reelt har arbejdet stået på helt siden 1930'ernes depressionsramte USA.

I USA er det således fortsat normen, at bestyrelsesformanden og den administrerende direktør er en og samme person. Det har man sagt farvel til i en række lande. I USA antager man også, at selskaber udelukkende drives for at varetage aktionærernes interesse, selv om praksis ofte viser, at især ledende ansatte bliver godt betalt. Andre steder som Tyskland, Japan og Indien betones selskabers forhold til samfundet som helhed.

Alle selskaber har reelle interessekonflikter, som skal håndteres via god selskabsledelse. Långivere i et selskab ønsker maksimal sikkerhed, mens aktionærer har gavn af vækst og måske lidt mindre sikkerhed, fordi de kan sprede deres risiko. Ansatte ønsker højest

mulig løn, aktionærernes interesse er at få kvalificeret arbejde billigst muligt. Kunder forlanger på en gang billige produkter, lang levetid og god sikkerhed, hvad der rummer en iboende modsætning. Og samtlige interessenter omkring virksomheden forventer, at den optræder redeligt, for ellers tør ingen indgå forpligtende samarbejde.

Læs mere om SKAGENS ejerstyring på:

[SKAGENFONDENE.DK/OM-OS/ETIKK-OG-CORPORATE-GOVERNANCE/](http://SKAGENFONDENE.DK/OM-OS/ETIKK-OG-CORPORATE-GOVERNANCE/)

Christian Jessen

ANALYTIKER



# Bedre end frygtet

**Flere mennesker går mod bedre tider verden over, trods alarmerende rapporter om det modsatte. Har finansbranchen lært lektien, spørger de fremtrædende professorer Hans Rosling og John Kay.**

SKAGEN arrangerer hvert år i januar en nytårskonference, hvor førende eksperter inden for forskellige områder er inviteret til at delagtiggøre publikum i deres syn på den globale udvikling. Både John Kay og Hans Rosling har de seneste år været meget eftertragtede foredragsholdere. Hans Rosling tilhører ifølge det amerikanske Time Magazine den eksklusive klub af ”verdens 100 mest indflydelsesrige personer”. John Kays tanker om finansbranchen har fundet vej til regerings- og oppositionskontorer i hele verden.

En fællesnævner for de to tænkere er, at de forsøger at sætte deres ekspertise ind i en større sammenhæng. Det generer dem ikke at fremføre opfattelser, der bryder med konsensus. De udgør et korrektiv til det bestående i et erhverv, hvor information gøres mere og mere strømlinet, klassificeres og fragmenteres: Alt, hvad der ikke på et mikrosekund kan lægges ind i et Facebook-indlæg eller en tweet, har ingen eksistensberettigelse.

## Kortsigtethed præger aktiemarkedet

John Kay præsenterede sommeren 2012 sin rapport ”UK Equity Markets and Long-term

Decision Making” – en analyse af finanssektoren på bestilling fra den britiske regering. Finansbranchen er ikke en hvilken som helst sektor i Storbritannien. Den er vital for hele den engelske økonomi. London er i mange henseender hjertet i verdens finansielle organisme, selvom nye finansielle centre som Hongkong, Singapore og Shanghai puster den engelske hovedstad i nakken. Rapporten har høstet stor opmærksomhed også uden for Storbritannien.

John Kay viser ingen nåde i sin kritik af den finansielle sektor og dens aktører. Han påpeger i sin rapport, at Londonnoterede børsselskaber i jagten på højere aktiekurser det seneste årti har reduceret deres aktiekapital gennem aktietilbagekøb og virksomhedsovertagelser. Pengene er altså taget ud frem for at forrente sig på Londonbørsen – samtidig med at finanshjerne har tjent kassen på disse transaktioner i form af bonusser og provision. John Kay stiller spørgsmålstegn ved, om aktiemarkedet har glemt sin rolle – nemlig at være et sted, hvor virksomheder kan få adgang til aktiekapital fra investorer, der ønsker at forrente deres kapital.

*John Kay, vi lægger nu et ret så dystert 2012 med flere finansskandaler bag os. Vil 2013 blive et bedre år end 2012 for finansverdenen?*

– Det er svært at sige. 2012 var et år, hvor mange, der fulgte Libor-skandalen, indså, at finansbranchens problemer er kroniske og ikke kun et resultat af det uventede og uforudsigelige. Det er i sig selv en stor forandring.

Libor-skandalen, som blev afsløret i 2012, bestod i, at medarbejdere i et antal banker i London medvirkede til rentemanipulation. Det skete enten for at tjene penge på enkeltstående forretninger eller for at få det til at se ud, som om bankerne var mere kreditværdige, end de egentlig var. Disse manipulerede renter indgik i den toneangivende referencerente Libor (London Interbank Offered Rate), som påvirker boliglån, studielån og en række andre finansielle produkter med global rækkevidde.

*Du har tidligere foreslået, at almindelige banker og det, du kalder mere ”kasinoprægede” investeringsbanker, skal adskilles. Er der noget, der tyder på, at dette er ved at blive gennemført?*

## OM EKSPERTERNE



**John Kay** er forfatter og fremtrædende britisk økonomiprofessor på London School of Economics. Han er uddannet på Nuffield College i Oxford. Hans speciale er interaktionen mellem virksomheder og nationaløkonomi. John Kays karriere har omfattet en række poster i den akademiske verden samt ledende funktioner og bestyrelsesposter i erhvervslivet. Hans præferencer ligger i den politiske midte, og han har været rådgiver for regeringer af forskellig observans. Han er nok mest kendt som fast columnist i Financial Times siden 1995.



**Hans Rosling** har studeret medicin og statistik og er professor i folkesundhed på Karolinska Institutet. Han har været sundhedsrådgiver i WHO, UNICEF og flere andre hjælpeorganisationer. Rosling er en af grundlæggerne af Gapminder Foundation, som arbejder med brede sociale og økonomiske udviklingstendenser. Hans præsentationer er alt andet end ukonventionelle, hvilket har gjort ham til en af Sveriges mest velansete talere. Rosling er en pragmatiker, som ikke rigtig forstår konflikten mellem erhvervsliv og politik – eftersom begge er nødvendige, for at den globale folkesundhed kan blive styrket.



Foto: Bloomberg

**Tegneseriehelten Tintin:** Ser hele verden med alt for europæiske briller til skade for folks perspektiv, mener Hans Rosling.

– Debatten har skiftet dramatisk karakter siden 2008-2009, hvor en sådan adskillelse blev anset for umulig. Siden er der sket en del både med Vickersrapporten i Storbritannien og Liikanens initiativ i EU (der begge diskuterer en opdeling af banker). Der er stadig lang vej igen, men presset øges.

John Kay har længe anbefalet, at forretnings- og investeringsbanker bør adskilles, omtrent som man gjorde i USA fra depressionen i 30'erne og indtil slutningen af 90'erne. Derpå blev lovene blødt op, og det blev tilladt for forretnings- og investeringsbanker at gå sammen. Dette bidrog til den finansboble, som bristede i efteråret 2008, mener John Kay. I den senere tid har hans opfattelse fået yderligere støtte fra andre økonomer.

#### Nærhed mellem kunde og forvalter vigtig

John Kay giver også kapitalforvaltningsbranchen en over næsen. Den er blevet for kompleks. Der er kommet for mange og for omkostningsfyldte led mellem investor og forvalter, og de må beskæres. Han mener, at det er vigtigt at genoprette tilliden i de finansielle mellemlid. Men det er en lang og møjsommelig proces.

John Kay er tilbageholdende med at anbefale alt for vidtgående reguleringer i finanssektoren. Det har været prøvet tidligere og er ikke lykkedes. Han peger i stedet på, at branchen selv må gøre noget ved problemerne ved

at udføre selvrensning. Han foreslår blandt andet, at man indfører etiske retningslinjer. John Kay har også konkrete forslag til ændringer i incitamentsprogrammer. Virksomhedsledere bør have flydende godtgørelse i form af aktier, som kun kan sælges, når lederen forlader virksomheden, og præstationsbaseret løn til fondsforvaltere bør investeres i de fonde, de selv forvalter. At langsigtetheden er afgørende, er noget, der gennemsyrrer hele John Kays tænkemåde. Han mener desuden, at systemet med forskellige aktietyper, som for eksempel ergældende i Sverige, kan være værd at afprøve i lande som Storbritannien, hvis det gavner langsigtetheden.

*John Kay – har finansbranchen overhovedet lært noget (holdbart) i den seneste finanskriser?*

– Ikke meget, selv om branchen har forandret sig mere fundamentalt, end det virkede sandsynligt i 2010. På det tidspunkt var folk klar til at gå tilbage til 'business as usual'. Grådige personer spiller imidlertid stadig en dominerende rolle i finansbranchen.

#### Myter om mennesker i udviklingslande

Hans Rosling blev i 2012 tildelt prisen Årets Svensker i Verden. Han modtog den blandt andet for sit vedholdende arbejde med at formidle viden om verdens og menneskets udvikling. Hans Rosling var i begyndelsen

af 2012 hovedtaler på SKAGENS nytårskonference. Her holdt han et meget værdsat foredrag, hvor han aflivede en række myter om verdens folkesundhed. For eksempel tror mange mennesker i Sverige, at kvinder i Bangladesh får fem børn i gennemsnit (de får i virkeligheden 2,5 børn pr. kvinde), og at kun cirka halvdelen af de unge i Tanzania kan læse og skrive (det korrekte tal er 80 procent).

*Hans Rosling, tror du, at 2013 vil blive et bedre eller værre år for verden end 2012, og hvilke faktorer tror du, vil forme året ud fra dit perspektiv?*

– Det nye år vil formentlig blive lige så godt som 2012. Fortsat stabilisering i Latinamerika, Asien og Afrika som følge af høj økonomisk vækst og social udvikling er faktorer som vil forme året.

#### Tintin gør verden mindre

*I dit indlæg på Nytårskonferencen 2012 i Stockholm sagde du, at svenskeres (og andre vesterlændinges) syn på verden er farvet af forestillinger fra 1970'erne. Kan du se nogen tegn på, at dette er ved at ændre sig?*

– Ikke af betydning, bortset fra hos visse administrerende direktører i store virksomheder, smarte investorer og en sluttet kredsløb inden for medier, universitetsverdenen og politik.

*Jeg læste for nylig i Veckans Affärer, at du mener, at Tintin har bidraget til et utidssvarende tidsbillede hos mange svenskere. Er der noget positivt ved Tintin, i og med at serien kan have fået en del unge mennesker til at interessere sig mere for geografi og for verden?*

– Jeg har brugt Tintin i årtier som et eksempel på noget, som er et meget godt kulturprodukt, men har et alt for eurocentrisk verdensbillede. Jeg befinder mig netop nu i Beijing for at holde et foredrag på et chefmøde i en af Indiens største virksomheder. Selskabet holder mødet i Kina, da produkterne, som bliver produceret i Indien, sælges i Kina. Det må betragtes som historisk. Mig bekendt er jeg den eneste europæer her. Jeg kan høre Bob Dylan synge The Times They Are a-Changin' et sted i baggrunden.

Jonas A. Eriksson

KOMMUNIKATIONSCHEF I SVERIGE



# Porteføljeforvalternes beretning

## Overblik



Foto: iStockphoto

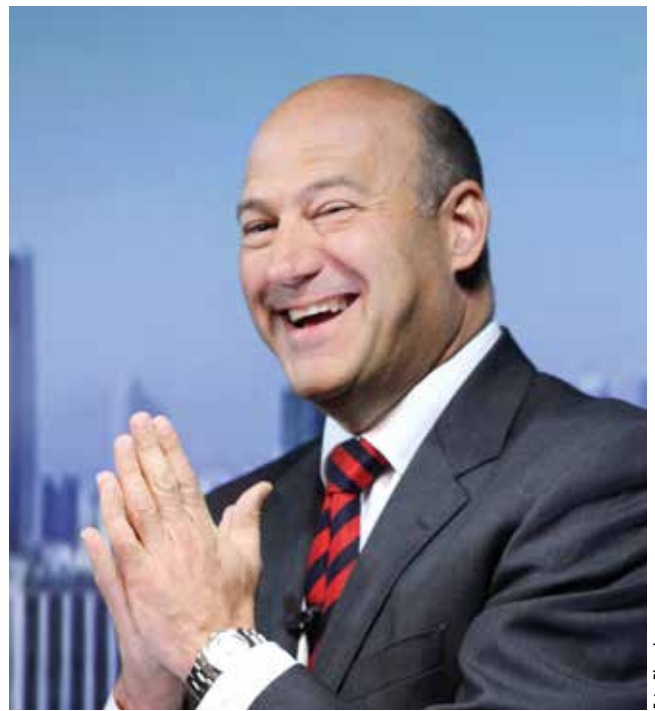
**Holdt balancen:** Markedet havde en fod i både pessimistens og optimistens lejr i 2012, men for 2013 fremstår verden handelsmæssigt mere balanceret.

### FOND

<b>SKAGEN Global</b>	› 24
<b>SKAGEN Kon-Tiki</b>	› 28
<b>SKAGEN Vekst</b>	› 32
<b>SKAGEN m<sup>2</sup></b>	› 36
<b>SKAGEN Tellus</b>	› 38
<b>SKAGEN Avkastning</b>	› 40



Fremtidsudsigterne er ikke de lyseste for Japan, her repræsenteret ved tidligere finansminister Ikko Nakatsuka



Den amerikanske finanssektor var en stærk bidrager i fondene i 2012. Blandt andet fra Goldman Sachs ved præsident Gary D. Cohn.

Foto: Bloomberg

## En fod i begge lejre

**2012 blev et år, hvor markedet havde en fod i hver lejr hos både optimister og pessimister – ingen af dem fik ret i alt. Heldigvis kunne det bedst betale sig at være optimist.**

Aktiemarkederne var for tredje år i træk præget af store makroøkonomiske spørgsmål. Især spøjte eurokrisen og den europæiske recession, frygten for, at det spinkle opsving i amerikansk økonomi ville falde tilbage, samt faren for en yderligere opbremsning i Kina. Obligationinvestorerne søgte tilflugt i, hvad de anså for sikre havne, dvs. amerikanske, tyske og japanske statspapirer.

Den makroøkonomiske baggrund prægede enkeltaktiernes udvikling i årets løb. Investorenes risikovilje bevægede sig op og ned i takt med svingende tvivl og tro på konjunkturudviklingen. Det makroøkonomiske fokus førte tilsvarende til en høj samvariation mellem aktier – som steg og faldt i takt. Den globale økonomi voksede acceptabelt i årets løb på trods af stemningsskiftene. Investorerne fokuserede på øjeblikkelig indtjening, og de store, likvide selskaber med forudsigelig indtjening og højt direkte afkast blev belønnet med stigende aktiekurser.

Det er dejligt at se, at en del selskaber med stærk balance er begyndt at tilpasse sig investorenes præferencer ved at øge udbyttegraden. Sidst på året så man også generelt et større fokus på selskabernes

fundamentale værdier og prisfastsættelsen af disse. Valueaktier havde en bedre udvikling end markedet generelt. Eurokrisen var ganske vist et dominerende tema i 2012, men aktierne i Eurozonen endte alligevel som vindere i de store regioner. Prisfastsættelsen af aktier handler om fundamentale værdier og forventninger til fremtiden. Den gryende optimisme i fjerde kvartal slog derved klart igennem i aktiekurserne.

Året endte samlet med en opgang i de brede markeder på mellem 14 og 17 procent målt i danske kroner. Såkaldt risikofrie placeringer gav et væsentligt lavere afkast.

Eftersom investorerne var optaget af makroforhold og bare fokuserede nervøst på stabilitet og kortsigtet indtjening, rummede 2012 mange muligheder for valueforvaltere som os for at plukke undervurderede selskaber. Selskaber, som blev omvurderet, blev gradvis solgt fra og erstattet af billigere selskaber. Da selskaberne desuden har haft indtjeningsvækst og kapitalakkumulation, har det betydet, at vores porteføljer ved udgangen af 2012 har været lavere prisfastsat end ved årets start – selv om fondskurserne er steget. Aktiefondene går ind i 2013 med porteføljer, som er historisk lavt vurderet, både

på pris i forhold til indtjening, i forhold til egenkapital og med historisk stor rabat i forhold til aktiemarkedet generelt.

### En mere afbalanceret verden

Handelsmæssigt ser verden mere afbalanceret ud her i starten af 2013. USA, Eurozonen og Storbritannien er blevet langt mere konkurrencedygtige målt i forhold til handelspartnerne – bedre handelsbalancer er blevet resultatet. Det er også vigtigt, at USA med skifergas- og skiferolierevolutionen har øget sin selvforsyningsgrad inden for energi.

Vi er kommet ind i 2013 med en amerikansk økonomi, som har vundet momentum. Amerikanske husholdninger har i rimelig grad konsolideret deres økonomiske status. Boligbyggeriet, som er vigtigt for beskæftigelsen, er ved at komme tilbage efter at have været nede siden 2006. Investorer må dog belave sig på mere usikkerhed, trakasserier og diskussioner mellem Det Hvide Hus og Kongressen. Selv om der inden årsskiftet blev indgået aftale for at undgå de automatiske budgetstramninger, kan vi to måneder inde i det nye år regne med en ny runde med den amerikanske stats gældsloft.

## – Vedvarende mangel på vækst er i sig selv den største kilde til ustabilitet.

Væksten tiltager i Kina, hvilket også kan mærkes hos handelspartnerne i Kinas randzoner. Læs mere om Kinas udvikling på side 14 og 15.

Markederne i den udskældte Eurozone virker overfokuserede på de negative sider af de finanspolitiske stramninger. Der foregår en underliggende stabilisering af økonomien. I de fleste af de kriseramte økonomier i Sydeuropa er omkostningerne på arbejdskraften dalet kraftigt, og konkurrenceevnen er betydeligt forbedret. Det virker efterhånden stabiliserende på økonomien. De makroøkonomiske indikatorer ser generelt heller ikke ud til at være så svage som først antaget.

### **Fortsat usikkerhed**

Dårlig selvtilid og manglende tro på fremtiden har præget beslutningstagerne både i den finansielle økonomi og i virksomhederne, hvor realkapitalen investeres. Der er ingen synderlig vilje til at skue gennem den kortsigtede konjunkturudvikling. Denne blindhed er antagelig den største hindring for, at vi omsider kan lægge klimaet fra finanskrisen i 2008/09 bag os.

Den fortsatte mangel på vækst er nemlig i sig selv den største kilde til ustabili-

tet. Får vi ikke gang i væksten, vil problemerne i de statslige finanser i Eurozonen, USA og Japan eskalere og finde nye former – som for eksempel finanspolitisk inflation.

Eurozonens største usikkerhedsfaktorer er Frankrig, som ikke tager hånd om sine finansielle problemer, og Italien, som går til valg i 2013. Det er derfor usikkert, om reformpolitikken i landet vil fortsætte.

Japan kan meget vel blive en økonomi, der går hen og overrasker negativt i 2013. Japan finansierer fortsat sit betydelige underskud på statsfinanserne billigt i obligationsmarkedet. Den nye regerings retorik peger samtidig i retning af en risikabel økonomisk politik, hvor underskuddet skal øges, og ynnen svækkes. Det skal så føre til øget inflation. Men på samme måde som Italien i sidste ende blev straffet af obligationsmarkedet, da landets problemer forblev uløste, kan det samme blive tilfældet i Japan.

### **SKAGENs år**

Obligationsfondene i SKAGEN havde et godt år. Det gælder især SKAGEN Tellus, der leverede et afkast på 12,53 procent målt i danske kroner. Det er 13,22 pro-

centpoint bedre end referenceindekset. SKAGEN Avkastning opnåede et afkast på 13,56 procent – 5,32 procentpoint bedre end indekset.

Samtlige aktiefonde præsterede et afkast, som lå pænt over den risikofrie rente. SKAGEN Global opnåede tillige et merafkast på hen ved 2 procentpoint i forhold til referenceindekset. SKAGEN Vækst landede over to procent bag sit referenceindeks, og SKAGEN Kon-Tiki fik brudt sin tiårige sejrserie og landede knap 5 procentpoint efter indekset. Sidst på året lancerede vi ejendomsaktiefonden SKAGEN m<sup>2</sup> – vores første nye aktiefond i ti år. Den leverede et positivt resultat i de to første måneder.

For en helhedsbetragtning trak to områder SKAGENs aktiefondes afkast ned i 2012 – nemlig energisektoren og forsyningsselskabet Eletrobras, som gav negative bidrag på hhv. 1,6 mia. og 3 mia. kr.

Eletrobras afstedkom et permanent værditab (se Kon-Tikis beretning). Tabene i selskaberne i energisektoren vurderer vi som mere midlertidige. Således havde Petrobras en negativ udvikling som følge af øget skepsis over for statsdominerede selskaber – især i Brasilien – omkost-



Foto: Bloomberg

**God fart:** Indiske Mahindra & Mahindra oplever stærk vækst i efterspørgslen på deres biler. Her er et potentielt salg i gang hos en bilforhandler i New Delhi.

ningsinflation i den brasilianske olieaktor og et dårligt eftersøgningsår. Også Gazprom faldt i værdi på grund af skepsis over for statsdominerede selskaber, denne gang i Rusland. Dertil kom, at russiske aktiers popularitet dalede kraftigt. Vi kan dog glæde os over en meget lav værdifastsættelse og høj underliggende værdiskabelse.

Vores to største investeringer inden for olieservice Baker Hughes og Weatherford har indtil nu ikke formået at udnytte det indtjeningspotentiale, som den forhøjede aktivitet i leverandørindustrien til lands og til vands åbner for. Selskaberne binder også langt større arbejdskapital i deres operationer med deraf følgende lavere kapitalafkast og lavere prisfastsættelse af selskabets aktier.

#### Bilproduktion på vej fremad

På den positive side melder sektoren indtægtsafhængige konsumvarer sig med et positivt afkast på 2,1 mia. kr. Tre motorkøretøjsproducenter skiller sig særlig positivt ud, nemlig Hyundai Motor, Great Wall Motor og Mahindra & Mahindra. Stikordene i kursstigningen er stærk konkurrenceevne i voksende markeder, øgede markedsandele og

meget god indtjening.

Defensive konsumvarer leverede ligeledes et meget godt bidrag med et afkast på 1,4 mia. kr. Cosan var et lyspunkt i de brasilianske aktier. Vi har ventet på en omvurdering i SCA, og den begyndte at udkrystallisere sig, da selskabet foranstaltede vigtige indgreb i strukturen samt forbedrede indtjeningen. Drikkevareselskaberne Heineken og Royal Unibrew gav fortrinlige bidrag. Det samme var tilfældet for vores tyrkiske konglomerat Yazicilar Holding, som har stor aktivitet ind mod drikkevaresektoren.

Aktiefondene tjente hele 3,4 mia. kr. på selskaber inden for finans. Vores amerikanske eksponering i Citigroup og Goldman Sachs opvejede i 2012 det foregående års tab, i takt med at indtjeningen blev bedre, problematiske aktiver blev afviklet og troen på amerikansk økonomi gik i vejret. Det tyrkiske konglomerat Haci Omer Sabanci Holding med tyngdepunkt inden for bank og finans leverede 1 mia. kr. i afkast til vores fonde.

It bidrog med hele 2,4 mia. kr. i afkast i 2012 – heraf bidrog Samsung Electronics med 1,8 mia. kr. Kursen på Samsung Electronics-aktierne blev drevet op af en stærk

indtjeningsvækst, i og med at selskabet fastholdt sin position som ledende inden for smartphone-, tablet-pc- og tv-teknologi. Markedsandelene voksede i løbet af 2012 – det er dejligt at kunne konstatere, at Samsung Electronics på trods af en kraftig kursstigning stadig er en moderat prisfastsat aktie.

Som altid ligger der et hårdt arbejde bag resultaterne. På de følgende sider uddyber porteføljeforvalterne udviklingen i hver enkelt fond i 2012.

Harald Espedal

INVESTERINGS-DIREKTØR



# Porteføljeforvalternes beretning

## SKAGEN Global



Porteføljeforvalterne Kristian Falnes, Torkell Eide, Søren Milo Christensen og Chris-Tommy Simonsen

### › **Bank og finans**

Fra et begrædeligt 2011 var finans en af vindersektorerne i 2012. Vi foretrækker foreløbig amerikanske banker frem for europæiske.

### › **Hygiejne**

En af sidste års deciderede vindere var svenske SCA, hvor triggerne til omvurdering af aktien blev indfriet i stor grad.

### › **Rabatten forsvandt**

Amerikanske Tyco blev splittet op og mistede dermed konglomeratrabatten. Der er fortsat en række trigger til en omvurdering.





**Vindersektor:** Bank og finans var en af årets bedste bidragydere i fonden efter et begrædeligt 2011. Amerikanske Citibank var en af vinderne med en kursstigning på 50 procent.

Foto: Bloomberg

## Acceptabelt resultat

**I løbet af efteråret slap nervøsiteten noget af sit tag i de globale investorer. Solide, lavt vurderede selskaber med god resultatudvikling blev højere værdifastsat. Det førte til, at 2012 absolut og relativt blev et acceptabelt år for SKAGEN Global.**

Fondens afkast på 16,7 procent var et acceptabelt resultat, især når man holder det op mod det rekordlave renteniveau. Verdensindekset præsterede 14,8 procent, målt i danske kroner.

### 15,6 procent om året

2012 var det fjortende år i SKAGEN Globals 16-årige levetid, at fonden kunne demonstrere bedre afkast end referenceindekset. Investorer, som har været med på turen hele vejen siden lanceringen i august 1997, kan glæde sig over et årligt gennemsnitligt afkast på 15,6 procent mod verdensindeksets 2,1 procent.

Første halvår var svagt og præget af et negativt makrofokus hos investorerne, men i løbet af efteråret blev vi bedre betalt for vores undervurderede selskabsvalg. En af fondens største poster, Eletrobras, havde en elendig kursudvikling, men SKAGEN Global opnåede alligevel et merafkast på 5,9 procentpoint i forhold til verdensindekset.

Den højere risikopræmie i 2011 blev delvis rullet tilbage i 2012. En del af kursstigningen på aktier skyldtes højere multipler på selskabernes indtjening (P/E). Selskabernes generelle indtjening udviklede sig fladere, og forventningerne til fremtidig indtjening blev en del lavere i løbet af året.

Risikopræmierne erganske vist reducerede, men vi mener alligevel, at de holder sig på et højt niveau – grundlaget skulle således være til stede for en revurderet prisfastsættelse af aktier som aktivklasse.

### Mindre appetit på Brasilien

Året sluttede med en stigning i olieprisen på fem procent målt i dollar. Alligevel var energi blandt de svageste sektorer i det globale aktiemarked. For SKAGEN Globals vedkommende betød det, at vores aktier i sektoren faldt med ni procent.

Skuffende produktionsudvikling og et foruroligende højt gælds niveau førte til, at vi solgte over halvdelen af beholdningen i brasilianske Petrobras. Øget statslig indgriben i selskabernes rammebetingelser dæmpede vores appetit på brasilianske aktier. Vi forøgede desuden vores beholdninger i Gazprom og Baker Hughes oven på en periode med svag kursudvikling – der ikke kunne bindes op på en dårligere langsigtet indtjeningsevne.

### Ud af Cliffs med tab

Faldende jernmalpriser kombineret med dårlig operationel udvikling fik os til at sælge os ud af Cliffs Natural Resources med betydeligt tab. Et andet selskab inden

for råvarer, nemlig malingproducenten Akzo Nobel, viste derimod god kursudvikling. En afgørende trigger for kursen var her salget af den tabsgivende amerikanske division til en overraskende god pris.

### Konglomeratrabatten røg

Amerikanske Tyco International gennemførte en tredeling af selskabet, hvorefter konglomeratrabatten forsvandt. Flow control-divisionen fusionerede med Pentair og spunnet av til aktionærene. Alarmvirksomheden ADT blev også udskilt som selvstændigt selskab, men brand- og sikkerhedsdivisionen forblev i det oprindelige Tyco International.

Det meste af konglomeratrabatten er ganske vist forsvundet, men vi har alligevel ikke solgt nogen af Tyco-selskaberne. Triggere for en yderligere revurderet prisfastsættelse vil være en optimering af kapitalstrukturen, og at Tyco-selskaberne bliver potentielle mål for strategiske opkøbere.

### Betydeligt mindre Tesco og Unilever

Først på året så vi os nødsaget til at revurdere vores hypotese vedrørende resultatvækst for den engelske supermarkeds kæde Tesco, hvorpå vi solgte to tredjedele af vores aktier. 2012 vil formentlig blive det



Foto: Bloomberg

**Papirpønge:** Europas største producent af hygiejneprodukter, Svenske Cellulosa AB (SCA), blev en af fondens deciderede vinderaktier. Triggerne for omvurdering blev indfriet som perler på en snor.

første år i selskabets historie, hvor indtjeningen falder. Vi foretog også et tilsvarende nedsalg i Unilever. Årsagen var meget mere behagelig – aktiekursen nærmede sig vores fundamentale kursmål. Da vi købte aktierne i Unilever, var værdien af selskabets stærke position i vækstmarkederne ikke indregnet i aktiekursen. Denne kurstrigger blev realiseret i løbet af året.

Vi opnåede også en revurdering af det amerikanske tv-selskab Comcast. Estimerne for selskabets indtjening blev ganske

vist kun hævet med ti procent, men alligevel blev der lagt 50 procent oven i aktiekursen. Selskabet er dermed blevet betydeligt dyrere baseret på løbende indtjening, og vi halverede posten.

### Svensk vinder i hygiejne

Svenske SCA blev en af fondens regulære vinderaktier. Triggerne til revurdering er blevet realiseret som perler på en snor. Det vigtigste er, at SCA ikke længere bliver set som et cyklisk råvareselskab, men som en ledende global producent af papirbaserede hygiejneprodukter. Der ligger fortsat betydelige 'skjulte værdier' i SCA's store skovbesiddelser. Vores kursmål ved årets begyndelse er overskredet med god margin, og vi har derfor solgt fra af SCA-aktien.

### Dyrere medicin

Medicinalsektoren kæmper stadig med at erstatte produkter, hvor patentet udløber, med ny innovativ medicin. Angående vores investering i Teva mener vi, at aktiemarkedet overdriver betydningen af, at patentet udløber på selskabets hovedprodukt Copaxone i 2014. Vi har derfor vægtet os højere i aktien. Situationen minder om, hvad der skete for Pfizer for tre år siden. Her havde investorerne en overdrevet frygt for, hvad der ville ske med indtjeningen, når patentet på bestselleren Lipitor udløb.

Pfizer blev revurderet i årets løb, og vi reducerede fondens beholdning i takt med kursstigningen.

### Bankerne slog igen

2012 blev i modsætning til 2011 et særdeles godt år for SKAGEN Globals banker. Citigroup blev den bedste bidrager. En stor del af forrige års tab blev opvejet af en kursstigning på 50 procent. Vi foretrækker stadig amerikanske banker frem for europæiske. Adskillige europæiske banker har for lav egenkapital og skal opkapitaliseres, hvis de skal bevare det nuværende aktivitetsniveau.

### Billigere efter stigning på 30 procent

Vores gammelkendte kumpan Samsung Electronics kunne fremvise et meget stærkt år. Af de større poster i porteføljen var Samsung Electronics det selskab, som skabte mest øgede forventninger til indtjeningen i 2012. Ved årets start regnede man med, at selskabet ville tjene 100.000 won pr. aktie. Slutresultatet kan blive på hen ved 160.000 won. Selskabets succes inden for smartphones og tablet-pc'er er hovedårsagen til denne fantastiske udvikling.

Kursen på vores præferenceaktier steg ganske vist med 30 procent i 2012, men aktien var alligevel lavere prisen fastsat i forhold til indtjening ved udgangen af året end ved årets start. Samsung Electronics' gode kursudvikling medførte, at posten blev lige stor nok i porteføljen. Vi var derfor "tvunget" til at frasælge en del.

### Udbyttet tilbage i Vimpelcom

2012 blev et turbulent år for teleselskabet Vimpelcom. Diverse trakasserier udspillede

## SKAGEN GLOBAL 2012 (MILL. NOK)

### 5 største positive bidragydere

Samsung Electronics	673
Citigroup	491
ADT	361
Comcast	254
Svenska Cellulosa	248

### 5 største negative bidragydere

Eltrobras	-868
Cliffs Natural Resources	-236
Weatherford	-164
Tesco	-159
Banrisul	-153

### 5 største køb

China Unicom	748
AIG	519
General Motors	432
Baker Hughes	357
Gazprom	355

### 5 største salg

China Mobile	-937
Pfizer	-783
Tesco	-445
Unilever	-418
Comcast	-402

sig mellem storaktionærerne Telenor og russiske Altime. Dertil kom udbyttestop og forsinket løsning på salget af en majoritetspost i det algeriske mobilfirma Djezzy. Udbytte blev genindført sidst på året, og en algerisk løsning så ud til at nærme sig. Det vigtigste er, at den operationelle udvikling i de fleste markeder har været bedre end forventet i løbet af 2012. Vimpelcom-aktien sluttede året med et plus på ti procent.

Vi øgede eksponeringen mod russisk telekommunikation ved at hente Sistema, hovedejeren af Ruslands største mobilfirma MTS, ind i porteføljen. Efter en god tur realiserede vi gevinsten i China Mobile. Midlerne blev investeret i konkurrenten China Unicom, som har haft en betydeligt dårligere kursudvikling og fremstår mere attraktivt prisfastsat. Selskabet har en højere finansiel og operationel "gearing" end China Mobile og opnår bedre resultat-effekt ved, at stadig flere kinesiske mobilbrugere anvender 3G-nettet.

**Elektrobras – en sørgelig historie**

Sidste års store kurstaber var det brasilianske energiselskab Elektrobras, hvis aktiekurs dykkede med 60 procent. Værditabet svarede til et reduceret afkast for fonden på 2,6 procentpoint. Myndighederne – som er majoritetssejer – introducerede dramatiske ændringer i selskabets rammebetingelser, men blev dog presset til at lempe betingelserne en del som følge af modstand fra uafhængige energiproducenter og private aktionærer som SKAGEN.

Ganske vist må vi regne med betydelige nedskrivninger af Elektrobras' aktiver, når 2012-regnskabet skal opgøres. Alligevel er der mulighed for, at selskabet kan overholde præferenceaktiernes udbytteforpligtelser. Vi har valgt at reducere den ordinære aktiepost, der efter alle solemerker at dømmes vil blive uden udbytte de førstkomende år.

Se yderligere kommentarer i portefølje-forvalterens beretning om SKAGEN Kon-Tiki.

**Lave forventninger skaber opside**

Kapitalmarkedernes aktører har lave forventninger til den globale BNP-vækst i 2013. Konsensus har lagt sig marginalt højere end i 2012. Det er et godt udgangspunkt for, at væksten kan overraske positivt opad.

I Sydeuropa ser sidste års dramatiske omkostningsreduktioner og skatteforhøjelser ud til at skabe resultater og stabilisere de statslige finanser. Væksten vil fortsat være lav, men mulighederne skulle absolut være til stede for, at Sydeuropa kommer fri af recessionen i 2013.

Kina har fortsat masser af tørt krudt i penge- og finanspolitikken til at øge vækstantakten fra det nuværende relativt lave niveau omkring de syv procent. Også andre vækstmarkedslande har et godt potentiale for øget økonomisk vækst. De rentefald, vi har set i løbet af 2012, vil sandsynligvis fortsætte ind i 2013 og skabe de rette betingelser for højere vækst i lande som Indien og Brasilien. Økonomien i USA vil drage nytte af et bedre boligmarked, hvormod finanspolitiske stramninger kan få en dæmpende effekt.

SKAGEN Globals portefølje værdifastsettes på omtrent det samme niveau som ved starten af 2012, baseret på selskabernes indtjening. Det vægtede gennemsnit af fondens ti største investeringer prisfastsettes til 8,3 gange indtjeningen (P/E 8,3), og selskabernes børsværdi ligger på linje med den bogførte egenkapital (P/B =1). Det er et stykke under aktiemarkedets generelle niveau og meget attraktivt i historisk perspektiv. Porteføljen består af en lang række selskaber, som vi mener fortjener højere prismultipler. Der er mange triggere til, at det kan blive tilfældet. Vi har med andre ord høje forventninger til, at også 2013 kan blive et velbehageligt år for fondens investorer.

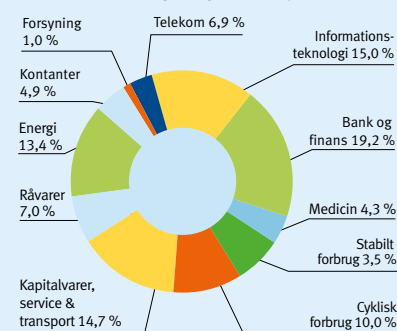


**SKAGEN Global**

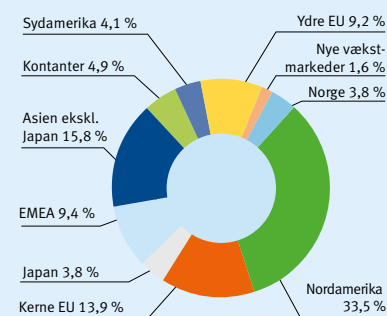
En verden af muligheder

Fra heden nord for Skagen.  
1885. Udsnit. Af P.S. Krøyer  
Billedet tilhører Skagens Museum

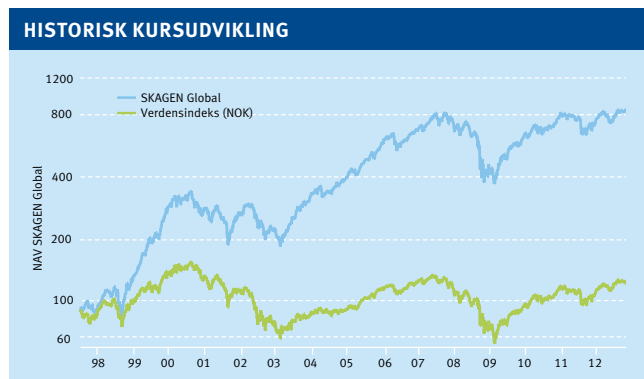
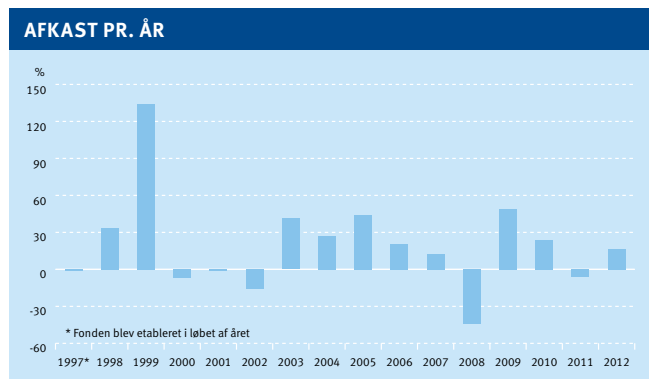
**BRANCHEFORDELING**



**GEOGRAFISK FORDELING**



Fondets startdato	7. august 1997
Afkast siden lancering	833,2 %
Gennemsnitligt årligt afkast	15,6 %
Totalomkostning i år	1,19 %
Forvaltningskapital	34.805 mio. DKK
Antal kendte investorer	97.146



# Porteføljeforvalternes beretning

## SKAGEN Kon-Tiki



Porteføljeforvalterne Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether og Ross Porter

### › Permanent tab

Brasilianske myndigheders diktat om lavere strømpriser førte til tab i Eletrobras på 1,6 milliarder NOK.

### › Fart i bilmarkedet

Mahindra & Mahindra og Great Wall Motor fik for alvor fart på deres hjemmemarkeder og oplevede globale gennembrud.

### › IT-vækst

Trods patentretssager og produktionsproblemer var teknologisektoren godt repræsenteret på listen over de bedste bidragydere. Vækst i vækstmarkederne var en vigtig årsag.



Foto: Bloomberg

**Værditab:** Den brasilianske stats prisdiktat på electricitet påførte SKAGEN Kon-Tiki et permanent tab på 1,6 mia. NOK. Eletrobras-dæmningen Itaipu.

# Uvelkomment tilbageslag

Efter ti år med merafkast blev 2012 blev det første år, hvor fondens resultat var lavere end referenceindekset.

**S**KAGEN Kon-Tiki leverede 11,9 procent, mens referenceindekset opnåede 16,8 procent. Vi har haft en vellykket udvælgelse af selskaber i de fleste af aktiemarkedets sektorer. Det overskygges dog af negative bidrag inden for tjenesteydelser, råvarer og energi.

Vi fastholdt vores fokus på lavt vurderede selskaber og havde fordel af en god udvikling i forbruget i vækstmarkederne. Udviklingen i valutakurser påvirkede resultatet negativt, men en række selskaber klarede sig godt målt i lokal valuta, og en del af dem satte kursrekorder. Porteføljens 35 største selskaber er ved indgangen til 2013 lavt værdifastsat i forhold til deres fundamentale værdier med en P/E på 6,3.

Den generelle udvikling i de globale vækstmarkeder har været tilfredsstillende. Finanskrisen, eurokrisen og andre vederstyggeligheder har kun i beskedent grad påvirket den fundamentale markedsøkonomi og udelukkende haft tidsbegrænset virkning i finansmarkederne. Dette følger naturligt af meget solide fundamentale økonomiske forhold.

## Offentligt ejerskab

Globale aktieinvestorer er ofte negativt indstillede over for statsligt dominerede aktieselskaber. Vi har i årenes løb tjent

gode penge på ikke at være bange for statslig indflydelse i selskaber inden for blandt andet energi og tjenesteydelser. Vi har altid fokus på værdiskabelsen og prisfastsættelsen, og disse selskaber forvalter ofte unikke ressourcer.

I 2012 blev vi påført et tab på 1,6 mia. norske kroner i vores investering i det statsdominerede brasilianske service-selskab Eletrobras. Det betød et negativt bidrag til fondens samlede resultat på næsten fire procentpoint. Vi betragter nu tabet som permanent, hvilket sjældent sker i fonden.

Tab på aktieinvesteringer kan forekomme i mange sektorer, men som udgangspunkt er frygten ikke størst for en lavt prisfastsat aktie i forsyningssektoren. Brasiliens elektricitetspolitik blev omlagt helt tilbage i 2003, hvorefter vi øgede investeringen i Eletrobras. Målet var, at priser på strøm og værdifastsættelsen af aktiver skulle tilnærme markedspriser, for at gøre en tiltrængt udbygning af kapaciteten rentabel. Eletrobras reagerede på signaler, øgede investeringerne og forbedrede sine økonomiske resultater. Frem til 2011 var selskabet en stærk bidragyder i fonden.

Hovedparten af Eletrobras' koncessioner udløber mellem 2015 og 2017. Vores berettigede forventning var en fortsat

tilnærmelse til markedsvilkår. I stedet skiftede den brasilianske regering fuldstændig spor og valgte at diktere lavere strømpriser på bekostning af sit eget selskabs drift og værdiudvikling.

Eletrobras blev stillet over for et trist valg mellem at lade sine koncessioner gælde til udløb eller forny dem i 2012 på særdeles ugunstige vilkår. Den statslige hovedaktionær gennemtrufede en beslutning om fornyelse, som hverken er i selskabets eller aktionærernes interesse. Det vil medføre et tab på 20 mia. BRL, svarende til hele selskabets historiske børsværdi. Staten giver kompensation, men slet ikke i tilstrækkeligt omfang. Selskabets kreditrating kommer derfor i fare, og et ellers rentabelt stort investeringsprogram ser pludselig tvivlsomt ud. Vi er forundrede over, at selskabets bestyrelse ikke handlede i alle aktionærers interesse, hvilket vil få langsigtede konsekvenser for Eletrobras og for andre statsdominerede selskaber i Brasilien. Vores aktiepost er nu beskedent.

## Statsdominerede selskaber var dårligt bekendtskab

Fonden oplevede negative bidrag fra energiselskaberne Petrobras og Gazprom. De er nu prisfastsat til historisk lave multipler og står foran gigantiske investeringspro-



Foto: Bloomberg

**Højteknologi:** Samsungs vicepræsident i USA Joe Stinziano præsenterer selskabets nye ultra HDTV under teknologimessen CES i Las Vegas i januar. Teknologisk nyvinding, omstillingsevne og konkurrenceevne gjorde Samsung til en af de bedste bidragydere i året som gik.

grammer, som forekommer lige ambitiøse nok. Til gengæld er der stigende accept af højere indenlandske produktpriser. I Rusland erfarer vi også en bedre varetagelse af minoritetsaktionærs interesser, blandt andet gennem fastlæggelse af minimumsudbytte i forhold til indtjening.

Olieserviceselskaberne Baker Hughes og Archer blev en stor skuffelse på grund af overkapacitet inden for olieudvindingsudstyr. Et gigantisk teknologisk spring inden for ny boreteknik var ikke nok til at sikre

selskabernes indtjening. Høje oliepriser sørgede i øvrigt for fremragende rammebetingelser. Vi forventer bedre omkostningsdisciplin fremover.

### Positiv overraskelse

Forventningerne til lavere vækst i Asien lagde pres på den vigtige jernmalmpris. Det betød trykkede kurser på Vale, sydafrikanske Exxaro og det nyskaffede kazakhstanske Eurasian Natural Resources. Branchen døjer med øgede krav fra værtslandene om at få andel i det økonomiske udbytte, og med stærke omkostningsstigninger. Jernmalmprisen blev styrket i fjerde kvartal, priserne på uædle metaller har holdt niveauet – og får vi samtidig en mærkbart bedre global vækst i 2013, ligner det et godt potentiale i det nye år. Selskabernes vurdering er rekordlav.

Flyselskabet Norwegian blev i kraft af god trafikvækst og omkostningskontrol årets positive overraskelse inden for industri og transport. Dermed blev der med god margen kompenseret for tabet på AirAsia, som ellers har givet gode bidrag i nogle år. Den mexicanske entreprenør ICA blev revurderet, og nye selskaber som CNH Global, Bidvest og Orascom Construction Industries udviklede sig også godt.

Indtægtsafhængige forbrugsvarer – i vores tilfælde især bilerne – er den af vores sektorer, som står for det bedste resultat. Disse selskaber leverer produkter og services til vækstmarkedernes voksende middelklasse. De formår samtidig at vokse glo-

balt, hvilket vi i en række tilfælde er begejstrede over.

Great Wall og indiske Mahindra & Mahindra fik for alvor gang i deres hjemmemarkeder og brød igennem globalt, både organisk og via Mahindras køb af koreanske Ssangyong Motors. Hyundai Motors fortsatte med at ekspandere globalt og øgede det europæiske salg med 12 procent i et marked, som faldt med 15 procent. Det betyder, at selskabet med hastige fartstriber er på vej mod en global markedsandel på 5 procent. Malaysiske Proton blev solgt med gevinst til DRB Hicom, som kan blive en regionalt dominerende producent i Sydøstasien.

Den spanske hard-discount supermarkeds kæde DIA udnytter skiftende forbrugerpræferencer på den iberiske halvø. Desuden vokser den organisk i Argentina og Brasilien og kan restrukturere i Frankrig og Tyrkiet. Royal Caribbean Cruises er ny i vores fond. Rederiet er det første globale rederi, som border det gigantiske asiatiske marked med bedre indtægts-/omkostningsrelationer end hovedkonkurrenten.

### Til te i porteføljen

En vindende sektor i 2012 var defensive forbrugsvarer. Vurderingen af selskaberne er ved at blive ikke så lidt krævende. Brasilianiske Cosan omstrukturerede og synliggjorde sin værdiskabelse bedre, og i bryggeriet Heineken fik investorerne øje på væsentlig substans i en række associerede selskaber i vækstmarkederne.

### SKAGEN KON-TIKI 2012 (MILL. NOK)

#### 5 største positive bidragydere

Great Wall Motor	906
Samsung Electronics	847
Sabancı Holding	686
Hyundai Motors	350
Cosan	310

#### 5 største negative bidragydere

Elektrobras	-1.638
Banrisul	-373
Baker Hughes	-353
Eurasian Natural Resources	-312
Petrobras	-220

#### 5 største køb

HSBC	988
Royal Caribbean Cruises	629
Eurasian Natural Resources	596
Heineken	475
Dia	418

#### 5 største salg

China Mobile	-1507
Shoprite	-760
Standard Chartered	-752
Seadrill	-543
Stada Arzneimittel	-412

Tata Global Beverages og Vinda International er nye i porteføljen. Tata er verdens største te-franchise, som også er klar til at vokse inden for kaffe. Svenske SCA er hovedaktionær og vagthavende i kinesiske Vinda, som vokser inden for både toiletpapir, bleer og sanitet.

Inden for medicinal har vores selskaber klaret sig marginalt bedre end dem i indekset. Det kan tilskrives en fordobling af værdierne af vores koreanske selskaber og god udvikling for vores hovedinvestering Gedeon Richter. Vi solgte vores beholdning af tyske Strada efter at have afdækket irregulære regnskabsprincipper.

Inden for bank og finans erfarede vi særdeles gode resultater hos Sabanci Holding og Aberdeen Asset Management, tyrkiske Yapi Kredi og Bangkok Bank. State Bank of India demonstrerede, at statselskaber er i stand til at levere, hvorimod den russiske statsbank VTB og den delstatsejede brasilianske Bank Banrisul klarede sig mindre godt.

**Mangeårig hovedinvestering**

Vores mangeårige hovedinvestering inden for informationsteknologi Samsung Electronics leverede et særdeles godt bidrag i det forløbne år. De fleste investorer fokuserer på konkurrencediskussioner og dagsaktuelle nyheder om patentretssager mod Apple. Disse temaer har vi løbende kommenteret for at komme en berettiget interesse i møde. Men det afgørende for os har de seneste 15 år været Samsung Electronics' evne til kontinuerlig omdefinering af arbejdsområdet koblet med stor innovations- og konkurrenceevne. For fremtiden ser vi også gerne, at selskabet formår at definere en fornuftig aktionærpolitik.

Taiwanesisk-kinesiske Hon Hai leverede et godt resultat i det forløbne år efter at have lagt produktionsproblemerne fra 2011 bag sig. Kinesiske Lenovo er verdens hurtigst voksende hardwareleverandør, som

bygger på IBM's gamle pc-virksomhed. Det ser ud til, at selskabet kommer til at gøre sig gældende globalt.

Inden for telekommunikation er væksten enorm i vækstmarkederne, både som følge af ny teknologi og kolossal markedsudvidelse. Indtjeningen følger dog ikke altid med, når markederne vokser kraftigt. Vi solgte os ud af den statsdominerede vinder China Mobile og købte yderligere op i indiske Bharti. Forbedringer erved at finde vej til Indiens regulatoriske regime, og Bharti har desuden en stærk tilstedeværelse i Afrika.

**Fortsat tro på værdier**

Investering i globale vækstmarkeder har de seneste år i høj grad været præget af, at investorerne flytter penge uden at skele til, hvor der egentlig skabes værdier. Vores investeringsproces er fortsat at udvælge lavt prisfaste selskaber, som sætter deres præg på markederne og har evne til at udvikle deres forretning. Vi går endvidere efter selskaber, der arbejder i aktionærernes interesse og leverer afkast fra den investerede kapital.

2012 har været et uvelkomment tilbageslag oven på en årrække med succesrig valueorienteret forvaltning, der både har skabt og varetaget værdier. I og med at økonomierne i vækstmarkederne er stærkt voksende, er der også risiko for at lade sig lokke til at betale for meget for selskaber. Vi forventer dog fortsat, at en solid valueorientering i selskabsudvælgelsen vil give de bedste resultater over en længere horisont. Det vigtigste er, at der fortsat foregår en rekordstor værdiskabelse i de selskaber, fonden ejer. SKAGENs valuefokus kan derfor danne basis for gode investeringsresultater i tiden frem.

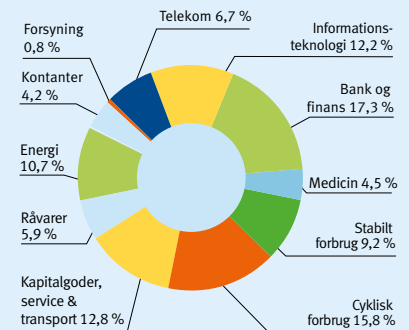


**SKAGEN Kon-Tiki**

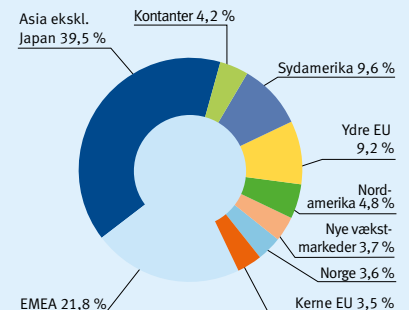
Viser vej i nyt farvand

Skagen Rev fyrskib. 1892. Udsnit. Af Carl Locher. Billedet tilhører Skagens Museum

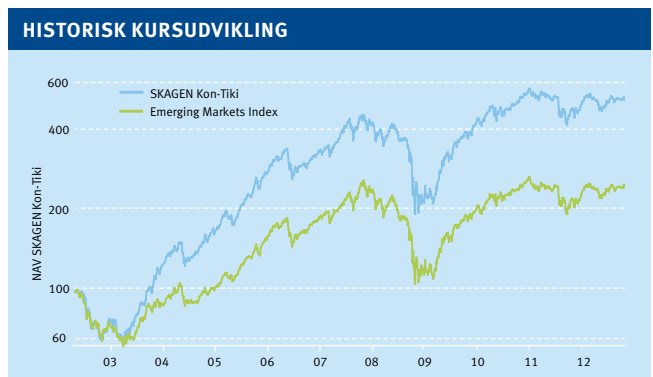
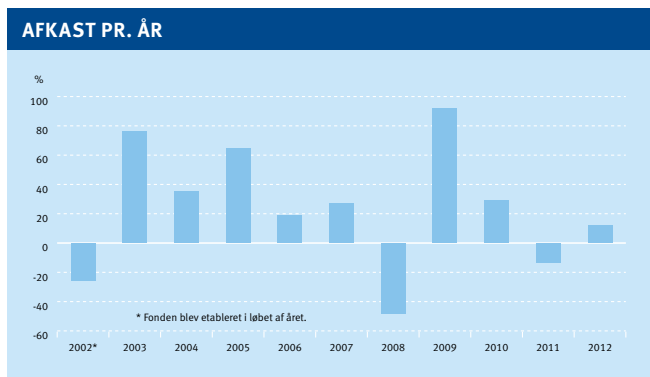
**BRANCHEFORDELING**



**GEOGRAFISK FORDELING**

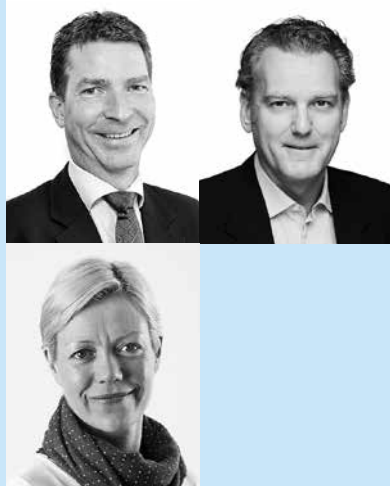


Fondets startdato	5. april 2002
Afkast side lancering	443,1 %
Gennemsnitligt årligt afkast	17,1 %
Forvaltningskapital	46.908 mio. DKK
Totalomkostning i år	1,51 %
Antal kendte investorer	85.518



# Porteføljeforvalternes beretning

## SKAGEN Vekst



Porteføljeforvalterne Geir Tjetland, Ole Sæberg og Beate Bredeesen (på barsel)

### › God start og slutning

I begyndelsen og slutningen af året var risikoviljen større – små og mellemstore bedrifter var populære.

### › Oprydningsaktion i porteføljen

Antallet af selskaber er reduceret, og porteføljen er indrettet efter kvalitet, likviditet og solid kontantstrøm.

### › Cruise, maling og medicin

Vi købte betydeligt op i gode bidragydere som RCCL og Akzo Nobel. Vi købte også op i medicinproducenten Teva, som på trods af et stejlt år har gode fremtidsudsigter.





Foto: Péter Andrasovszky

**Flyer højt:** Lavprisselskabet Norwegian overraskede mange, da de bestilte 222 nye fly. Skepsissen lagde sig efter kort tid, og kursen steg mod tidligere højder.

# Kvalitet og likviditet i fokus

**Processen med at rydde op i porteføljen og koncentrere den på færre selskaber af høj kvalitet gav god betaling sidst på året.**

**E**t afkast på 16,0 procent i 2012 var ikke tilstrækkeligt for SKAGEN Vekst til at indhente sit referencindeks, der endte på 18,4 procent.

## Begyndte og sluttede godt

Året begyndte særdeles godt for SKAGEN Vekst, både absolut og relativt i forhold til fondens referenceindeks. Investorerne havde øget appetit på risiko, og især vores små og mellemstore selskaber i Norge havde vind i sejlene.

I løbet af foråret og sommeren oplevede vi dog, at risikoviljen gik kraftigt tilbage. Investorerne søgte atter i retning af likviditet og børsens større selskaber. Tredje kvartal blev derfor meget svagt i relative termer. SKAGEN Vekst blev overhalet af referenceindekset med hele 6 procentpoint. Senere i fjerde kvartal svingede pendulet tilbage mod de mindre selskaber, og en betydelig del af det tabte blev vundet ind igen.

## Oprydningsprojektet

Vi foretog omfattende ændringer i porteføljen i årets løb. Fokus lå på likviditet, kvalitet, solid pengestrøm og en betydeligt højere koncentrationsgrad.

Antallet af selskaber er blevet reduceret fra 135 til 83. Fondens 12 største poster står nu for 43 procent af porteføljens samlede værdi, og de 25 største udgør to tredjedele.

Likviditeten er blevet betydeligt forbedret. Analyser af volumen i selskabernes aktier peger på, at 50 procent af vores porteføljekan realiseres indenfor blot ti dage mod 20 dage ved årets start.

## 2012's VINDERE

### Takeoff for Norwegian

Mange spærrede øjnene op, da Norwegian bekendtgjorde, at selskabet havde indgivet ordre på ikke mindre end 222 fly. God resultatudvikling og bekræftelse af, at flyenes finansiering var hjemme, førte til, at investorerne skeptis begyndte at vige for mere positive toner. Hvor på aktiekursen steg til tidligere højder.

Norwegian har et meget højt ambitionsniveau. Selskabet fortsætter ufortrødent med at øge antallet af destinationer, samtidig med at passagertallene vokser med ekspresfart. Selskabet viser også god omkostningskontrol. Det lover godt for det kommende år. Den nye satsning på langdistance og flere

nye knudepunkter uden for Skandinavien forhøjer naturligvis den operationelle risiko en del. Men i og med at Norwegian de seneste år har gjort det meste rigtigt, tror vi, at selskabet også vil overraske positivt i 2013. Posten i Norwegian udgjorde ved årsskiftet tre procent af SKAGEN Veksts portefølje. SKAGENS tre aktiefonde ejer tilsammen ni procent af Norwegian.

SKAGEN Vekst er også blandt de større aktionærer i Bank Norwegian, som luftfartselskabet Norwegian ejer 20 procent af. Banken har demonstreret en formidabel vækst siden starten i 2007 og opererer med en rentemargin på over otte procent. Vi har i løbet af året reduceret vores aktiepost en del, men ønsker fortsat at have part i bankens værdiskabelse fremover.

## Tykkere dæk og højere præmier

Verdens næststørste dækproducent Continental kunne glæde sig over lavere råvarepriser og bedre indtjening. Også bilteknologi-divisionen (sikkerhed, brændstoffektivitet osv.) viste klart bedre takter. Det er noget, aktiemarkedets aktører forstår at værdsætte, så aktien endte i et plus på 77 procent til 87,50 euro. Selskabet har stadig

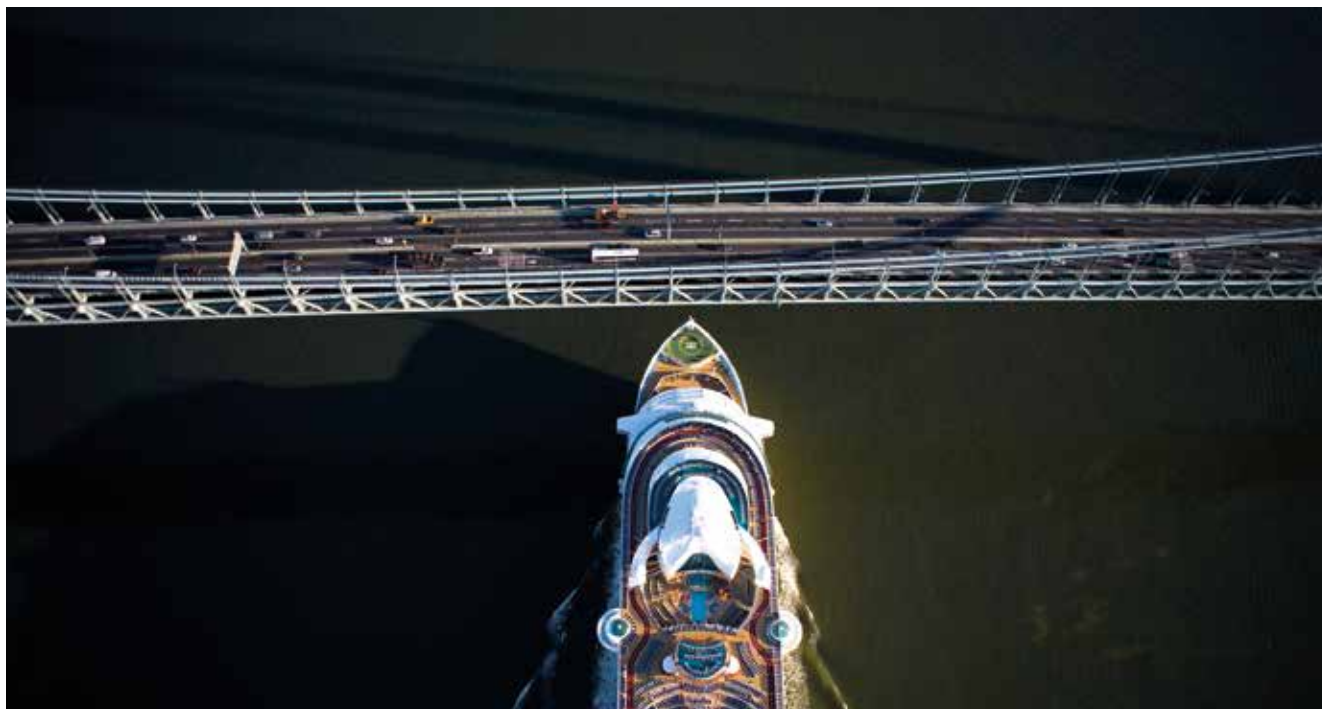


Foto: Bloomberg

**Verdens største:** Royal Caribbean Cruise Lines "Liberty of the Seas" var i sin tid verdens største, da det passerede Verrazano-Narrows broen i New York på jomfruturen. Selskabet endte som den næststørste post i SKAGEN Vekst i løbet af året.

meget at komme efter på indtjeningsiden, og vores kursmål på 150 euro skulle være inden for rækkevidde i løbet af nogle år.

Rekordhøje udbetalinger oven på tsunamien i Japan i 2011 og desuden oversvømmelser i Australien og Thailand betød højere forsikringspræmier for kunderne i det tyske genforsikringselskab Hannover Rueckversicherung i 2012. Samtidig blev udbetalingerne væsentlig lavere, og det betød, at selskabet og aktionærene kunne glæde sig over et år med stærk resultat-

og kursudvikling. Kursmæssigt nærmer vi os, hvad vi betragter som det langsigtede potentiale for Hannover Rueckversicherung, og vi solgte os derfor ned i selskabet.

### Øgede i cruise

Prisen på Royal Caribbean Cruises (RCL) udviklede sig i løbet af foråret som mere attraktiv end på konkurrenten Carnival. Vi valgte derfor at sælge aktierne i sidstnævnte og købe RCL-aktier for pengene. Desuden øgede vi vores position yderligere i det norsk orienterede cruiserederi i løbet af sommeren og efteråret, og selskabet sluttede året som porteføljens næststørste. Ordrebogen med nye cruiseskibe de førstkommande år har et historisk lavt niveau. Højere billetpriser, større forbrug om bord og en god positionering på det asiatiske marked er også godt brændstof til yderligere kursstigning for RCL-aktien.

Vi har også købt os betydeligt op i den globalt førende malingproducent Akzo Nobel. Den tabsgivende amerikanske division blev solgt sidst på året til overraskende god pris, og aktiekursen gik derefter i vejret.

### Ud efter en fordobling i Dixons

Kursen på den engelske elektronik kæde Dixons Retail blev fordoblet i løbet af årets første ni måneder, hvorefter vi solgte alle aktierne i selskabet. I baglogskabens lys havde det betalt sig at blive siddende, men usikkerhed på, om nethandel vil overtage en større andel af det traditionelle butiks-

salg, fik os til at trykke på salgsknappen.

Vi vinkede også farvel til seismikselskabet TGS Nopec og realiserede en betydelig gevinst. TGS Nopec er veldrevet, men prisen er efter vores vurdering blevet for høj. Vi investerede pengene fra salget i amerikanske Baker Hughes, som er betydelig lavere prisfastsat.

Vores største investering Samsung Electronics kunne demonstrere en meget god resultatudvikling, og aktiekursen fik tilføjet hele 30 procent. Se SKAGEN Global side 26 og SKAGEN Kon-Tiki side 31 for yderligere kommentarer.

### Mange bud

I årets løb dukkede bejlere op, som ønskede at opkøbe flere af selskaberne i porteføljen. Buddene på Origio, Glamox, Fairstar og Dockwise blev accepteret, om end sidstnævnte blev solgt med et lille tab i forhold til historisk kostpris. Tidligt i januar i år accepterede vi også budet på AKVA Group.

Prisen, som polske Arctic Paper var villig til at give for aktierne i den svenske papirmasseproducent Rottneros, syntes vi var for lav, og vi sagde derfor pænt nej tak.

### TABERNE I 2012

#### Brasiliansk energi og fransk telefoni

SKAGEN Vekst fik ligesom vores to andre aktiefonde en hård medfart i Brasilien. Energiselskabet Eletrobras var den store syndebuk. Selskabets kursfald spiste 2,2

## SKAGEN VEKST 2012 (MILL. NOK)

### 5 største positive bidragydere

Norwegian	133
Samsung Electronics	114
Royal Caribbean Cruises	67
Continental	56
Hannover	51

### 5 største negative bidragydere

Eletrobras	-157
Petrobras	-44
Fjord Line	-31
Teva Pharmaceutical	-31
France Telecom	-26

### 5 største køb

Royal Caribbean Cruises	181
Statoil	170
Baker Hughes	170
Teva Pharmaceutical	143
Akzo Nobel	134

### 5 største salg

TGS-NOPEC	-179
Winn-Dixie	-138
Dockwise	-131
Petrobras	-122
Gjensidige Forsikring	-101

procentpoint af fondens afkast. I sensommeren valgte vi at sælge alle vores ordinære Eletrobras-aktier. Vi ventede desværre med at sælge præferenceaktierne, som ud på efteråret blev solgt til en betydeligt lavere kurs. En kombination af reducerede forventninger til Petrobras' operationelle virksomhed og myndighedernes optræden som majoritetsejer i Eletrobras fik os til at sælge os helt ud af det brasilianske oleselskab.

France Telecom blev hårdt ramt af øget konkurrence i det franske marked for mobiltelefoni. Det skete, samtidig med at selskabet øgede investeringerne inden for fibernet og 4G mobilnet. Pengestrømmen blev derfor reduceret betydeligt, og det samme gjaldt aktionærernes udbytte. Den implicite værdi af France Telecoms mobiltelefoni er efter et kursfald på 50 procent tilnærmelsesvis lig nul. Alene aktiviteterne uden for landets grænser er efter vores mening tilstrækkelige til at forsvare selskabets børsværdi. Indikationer fra EU tyder på, at der kan blive tale om regulatoriske ændringer, der kan motivere til udbygning af fibernet. Det er positivt for France Telecom.

Fjord Line, som driver færgefart mellem Vestlandet og Danmark, udviklede sig svagt. Forsinkelser på to nye færger betød, at sommersæsonen blev spoleret. Også den kommende sommer vil blive negativt påvirket. Fjord Lines forretningsmodel er dog intakt, og vi forventer positiv resultatudvikling i tiden frem.

### Sevan Drilling fik nødvendig kapital

Sevan Drilling har to flydende borerigge i drift hos Petrobras, og yderligere to er under opførelse. Startvanskeligheder og tekniske udfordringer betød en langt svagere pengestrøm end forventet, og selskabet misligholdt sine lånebetingelser. En aftale med bankerne har sammen med tilvejebringelse af kapital ind i 2013 skabt det nødvendige spillerum for selskabet. Den største aktionær med 30 procent af aktierne, John Fredriksen, ligger stadig på lur mellem sivene.

Investeringen i bioteknologiselskabet Clavis blev noget nær en katastrofe. SKAGEN Vekst var primo 2012 den tredjestørste aktionær i selskabet. Vi udnyttede aktiemarkedets forventninger om positive forskningsresultater til at sælge to tredjedele af vores beholdning. Desværre sad vi tilbage med den sidste tredjedel, da selskabet bekendtgjorde, at resultaterne var negative, hvorefter aktiekursen styrtdykkede. Clavis har samlet bidraget med 20 millioner kroner i den femårsperiode, hvor fonden har været aktionær i selskabet.

### Betydeligt op i Teva

Verdens største producent af generisk medicin Teva oplevede et år med svag kursudvikling og endte som en af fondens dårligste bidragydere. Mange lukrative patenter inden for medicinalbranchen udløber de nærmeste år. For Tevas vedkommende mister Copaxone, som anvendes mod multipel sklerose, patentet i 2014.

Der er store muligheder inden for generisk medicin, og samtidig har Teva igangsat et omstrukturingsprogram. Men denne kombination overskygges i øjeblikket af aktiemarkedets overdrevne frygt for virkningen af, at patentet på Copaxone udløber. Vi har udnyttet Teva-aktiens kursfald til at vægte selskabet betydeligt højere. Det handles lavt til syv gange indtjeningen mod tolv gange i branchen generelt. Teva er nu fondens fjerdestørste investering.

### Prisfatsat lavere end bogførte værdier

SKAGEN Veksts portefølje var ved starten af 2013 meget lavt værdifatsat. De 25 største poster, svarende til to tredjedele af porteføljen, er prisfatsat til 0,9 gange selskabernes bogførte egenkapital og 10 gange deres indtjening i 2012 (P/E 10). Baseret på vores forventninger til 2013 vil P/E-niveauet falde til otte, mod lige over 11 for referenceindekset.

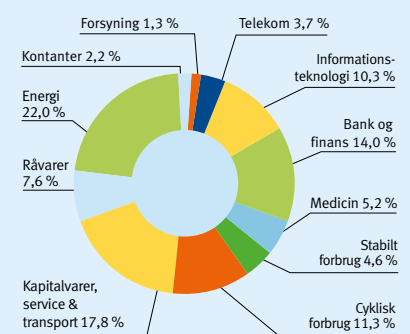


## SKAGEN Vekst

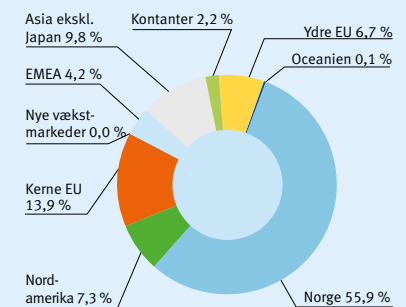
Håndplukket for dig

Børn og unge piger plukker blomster på en mark nord for Skagen. 1887. Udsnit. Af Michael Ancher. Billedet tilhører Skagens Museum

### BRANCHEFORDELING



### GEOGRAFISK FORDELING



Fondets startdato 1. december 1993

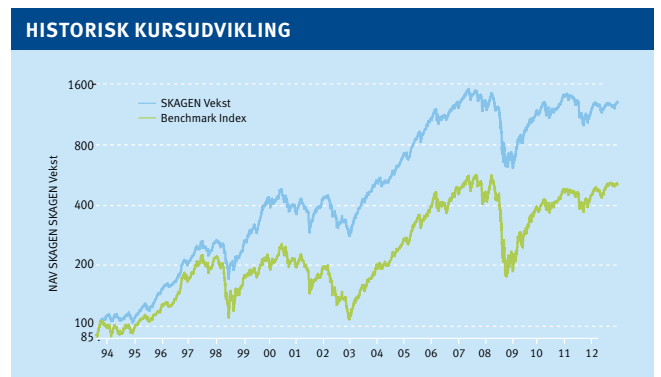
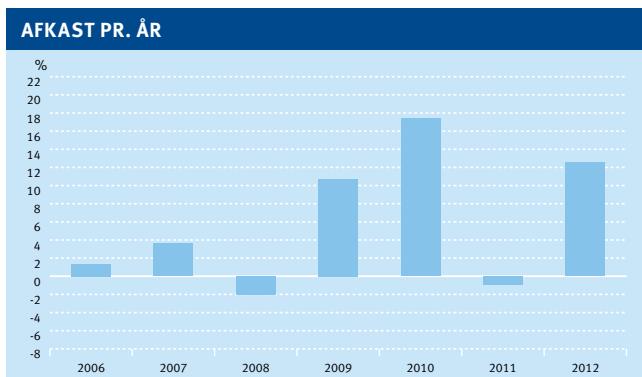
Afkast siden lancering 1336,5 %

Gennemsnitligt årligt afkast 15,0 %

Totalomkostning i år 1,29 %

Forvaltningskapital 7.294 mio. DKK

Antal kendte investorer 88.795



# Porteføljeforvalternes beretning

## SKAGEN m<sup>2</sup>



Porteføljeforvalterne Peter Almström,  
Harald Haukås og Michael Gobitschek

### › **Undervægtet**

Porteføljen er kraftigt undervægtet mod USA sammenlignet med referenceindekset.

### › **Globalt ejendomsfokus**

Vi leder efter selskaber med interessante specialiseringer og attraktive vurderinger.

### › **Makrospørgsmål**

Heller ikke det globale ejendomsmarked slip uden om konsekvenserne af de store spørgsmål omkring USA, Europa og Kina.

# Stabil start for SKAGEN m<sup>2</sup>

Interessen fra kunderne har været stor, siden SKAGEN m<sup>2</sup> blev lanceret 31. oktober sidste år. På nuværende tidspunkt er der allerede mere end 200 mio. kr. investeret i fonden.

Fondens budskab er gået rent igennem – ejendomsaktier afspejler faktisk et underliggende ejendomsafkast i en lidt længere tidshorizont. Desuden skaber SKAGENS valuebaserede investeringsfilosofi forudsætning for et bedre afkast via børsen end direkte i ejendomsmarkedet.

## Basis af forvaltende ejendoms-selskaber

Vi valgte en startportefølje koncentreret på 30 aktier, som i forhold til vores referenceindeks var kraftigt undervægtet mod USA og stærkt overvægtet mod Sydøstasien. Porteføljrisikoen måtte betegnes som høj målt som aktiv risiko i forhold til referenceindekset, men denne opgørelse tillægger vi ikke nogen større vægt. Vores fokus ligger i stedet på langsigtet absolut afkast, og startporteføljens absolutte risiko var faktisk lavere end referenceindeksets på trods af en høj eksponering mod vækstmarkederne. Udfaldet har da også indtil

nu svaret til vores forventninger i absolute termer – afkastet nåede i 2012 på to måneder 2,2 procent efter omkostninger. To måneder er dog en kort periode, så vi vil ikke overanalysere udfaldet.

Vi forvalter ikke fonden som en traditionel aktiefond med fokus på sektorer, men tænker snarere som globale ejendomsinvestorer. Vores udgangspunkt er ”hvilke ejendomme ville vi gerne selv eje?”. Derpå gør vi brug af aktiemarkedet for at finde selskaber med interessant sammensætning og attraktiv vurdering. Vi har valgt at opbygge porteføljen på en basis af forvaltende ejendomsselskaber, som har stærke pengestrømme fra lejeindtægter og højt aktieudbytte. Vi har begrænset eksponeringen mod udviklingsselskaber, idet vi ikke bryder os om høj risiko i selskabernes indtjening. Samtidig har vi også undgået mange selskaber med alt for lav pengestrømsrisiko, idet vi mener, at ejendomme med få, meget lange lejeaftaler kommer alt for tæt på obligationer og derfor normalt har for lavt forventet afkast.

## Indkøbscentre og hoteller bidrog

Afkastet fra porteføljens forskellige segmenter har været relativt jævnt fordelt. Enkelte aktier har haft en meget god udvikling. Et eksempel er indkøbscenterselskabet SM Prime på Filippinerne, hotelselskabet Ashford i USA og Evergrande, som er en kinesisk udvikler af boliger til det almindelige boligmarked i Kina. På den negative side har et par brasilianske beholdninger – BR Properties og General Shopping – udviklet sig svagt. Det samme gjaldt flere indonesiske udviklingsselskaber, som slog bak i december. Ved indgangen til 2013 betragter vi disse beholdninger som nogle af porteføljens mest interessante.

Uroen omkring den finanspolitiske afgrund i USA har ikke haft nogen dramatisk indvirkning på fondens afkast. Det samme gælder eurokrisen, hvor der har været relativt lille turbulens i årets sidste



## SKAGEN m<sup>2</sup>

En andel i det globale ejendomsmarked

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel. 1892. Udsnit. Af Johan Peter von Wildenrad. Billedet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato	31. oktober 2012
Afkast siden lancering	2,21 %
Totalomkostning i år	0,78 %
Forvaltningskapital	216 mio. DKK
Antal kendte investorer	3070

måned. Det ejendomsmarked, der stak mest ud, var Japan, hvor spekulationer om højere inflation i forbindelse med præsidentvalget igangsatte et kolossalt rush i mange af de større japanske boligselskaber. Den japanske valuta blev svækket med 10 procent mod bl.a. den norske krone, men det japanske ejendomsindeks steg alligevel med 15 procent i norske kroner. Det bidrog til en stærk afslutning på året for vores referenceindeks, hvor japanske ejendomsaktier udgør omkring 10 procent. SKAGEN m<sup>2</sup> fravalgte aktivt japanske ejendomsaktier, da vi mener, at de er fundamentalt dyre, og ikke forventer, at opgangen vil holde sig. Dette kostede os hen ved 1,5 procent i relativt afkast.

Vi er langsigtede, og det betyder, at vi vil have i situationer, hvor vi mister afkast kortsigtet. Vi regner med i rigt mål at kompensere for dette over længere tidsperioder og mener, at det er vigtigt at holde os til vores strategi uden at jage kortsigtede gevinster.

**Hvordan er udsigterne for 2013? Porteføljeforvalteren udpeger sine favoritter på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk).**

## FORDELING SKAGEN m<sup>2</sup>



43 procent af fondens kapital var ved lanceringen anbragt i forvaltende selskaber, hvoraf størstedelen giver udbytte på 5-6 procent om året eller mere. Størstedelen af dem har REIT-status eller har REIT-lignende egenskaber. Lidt over en tredjedel af kapitalen blev placeret i værdiskabende selskaber med stærk pengestrøm, men som hellere geninvesterer gevinst end tillader højt udbytte. Den resterende kapital på 22 % blev placeret i ejendomsaktier, som vi har klassificeret som opportunistiske investeringer af forskellig art. Antallet af aktier er på de to første måneder i fonden steget successivt fra 30 til 40 – med god spredning mellem forskellige typer ejendomme (kontor, indkøbscentre, industri, boliger osv.).

# Porteføljeforvalternes beretning

## SKAGEN Tellus



Porteføljeforvalterne Torgeir Høien og Elisabeth Warland

### › **Rekordår**

Aldrig før har SKAGEN Tellus leveret så godt et merafkast til sine investorer.

### › **Periferi**

Vi valgte at investere i udkanten af Eurozonen, selv før ECB kom med sine garantier.

### › **Ingen nødhavn**

I fonden valgte vi bevidst at styre uden om tilsyneladende sikre værdipapirer og gæld udstedt i yen.

# God fortælling fra 2012

**SKAGEN Tellus havde i 2012 sit relativt set bedste år og leverede et afkast på 12,53 procent; 13,22 procentpoint bedre end referenceindekset.**

Fonden har siden lanceringen i 2006 leveret et annualiseret afkast på 6,59 procent, 1,23 procentpoint foran indekset. Volatiliteten har været lavere end sit referenceindeks, hvilket har sikret investorerne et godt risikosteret afkast.

SKAGEN Tellus er en global obligationsfond, som udnytter makrotendenser. Vi investerer i statsobligationer og valutaer for at skabe det bedst mulige risikosterede afkast til vores investorer. Fondens investeringsfilosofi er at finde undervurderede obligationer og valutaer ved at gøre brug af opdateret økonomisk research, viden om økonomisk historie og et skarpt fokus på de aktuelle forhold.

De bedste absolutte bidragydere i 2012 var vores beholdninger i Portugal, Polen, Mexico, Colombia og Litauen. Endnu inden chefen for Den Europæiske Centralbank Mario Draghi proklamerede, at han var klar til at gøre "alt hvad der skal til" for at redde euroen, gik vi ind i Eurozoneperiferien ud fra den overbevisning, at man ikke vil tillade et kollaps af den fælles valuta. Vi forventede dog endnu en misligholdelse fra grækerne, men den kom ikke. Fonden holdt sig fra langsigtede 'sikker havn'-papirer og al yendenomineret gæld.

Gældende fra 1. januar 2013 har SKAGEN Tellus skiftet referenceindeks til JP Morgan Global Broad Government Bond

Index. Dette indeks måler statsobligationers samlede afkast i euro uden begrænsning i varighed og afspejler bedre det investeringsunivers, som SKAGEN Tellus agerer i. Det er ligeledes et bedre internationalt kendt indeks end det tidligere referenceindeks, Barclay's Capital Global Treasury Index 3-5 years. Det historiske afkast for de to indekser har dog siden SKAGEN Tellus' lancering i 2006 ligget tæt op ad hinanden.

Vi anbefaler, at vores investorer sigter efter en investeringshorisont på mindst tre år. Så lang tid mener vi er nødvendigt for at få det fulde udbytte af vores investeringsfilosofi. Tre væsentlige forhold gør sig gældende: For det første er obligations- og valutamarkedet fuldt af kortsigtet støj. For det andet findes der en iboende usikkerhed i alle former for økonomi – økonomi er i den sidste ende betinget af milliarder af menneskers beslutninger og bevæger sig ikke som et urværk. For det tredje træffer vi indimellem det forkerte valg. Vi giver os ikke ud for at være alvidende, men til gengæld lærer vi af vores fejl – og nøglen til succes i en usikker verden er omhyggeligt at justere fondens portefølje ud fra klare fakta og sund økonomisk analyse.



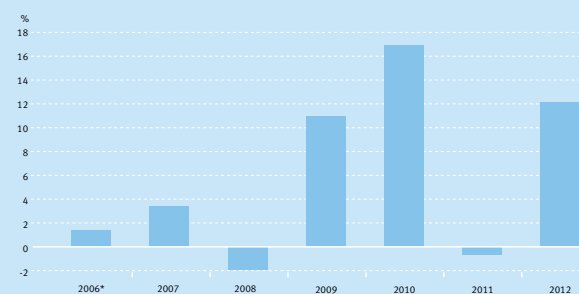
## SKAGEN Tellus

Døråbner til globale obligationer

*Interiør. Brøndums anneks.  
Ca. 1920. Udsnit. Af Anna Ancher.  
Billedet tilhører Skagens Museum.*

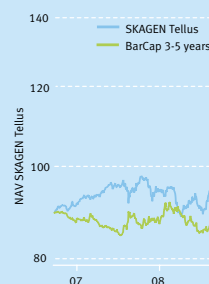
Fondets startdato	29. september 2006
Afkast siden lancering	49,02 %
Gennemsnitligt årligt afkast	6,59 %
Forvaltningskapital	477 mio. DKK
Antal kendte investorer	1.956

### AFKAST PR. ÅR



\* Fonden blev etableret i løbet af året

### HISTORISK KURSUDVIKLING



# Porteføljeforvalternes beretning

## SKAGEN Avkastning



Porteføljeforvalterne Torgeir Høien, Jane Tvedt og Elisabeth Warland

### › Gode placeringer

Næsten alle af fondens investeringer uden for Norge gav positiv gevinst.

### › Sikret

Valutasikringer i forhold til den norske krone har givet gode resultater med højt afkast og få udsving.

### › Billige obligationer

Vi holder os væk fra eksempelvis dyre norske statsobligationer.



# Afkast for alle pengene

Den norske obligationsfond SKAGEN Avkastning har klaret sig særdeles godt i 2012. Baggrunden er, at fonden har haft frihed til også at plukke interessante ikke-norske statsobligationer.

De bedste bidragydere sidste år var fondens placeringer i Mexico, Slovakiet, Sydafrika og Spanien. Fondens opnåede gevinst på alle udenlandske placeringer bortset fra et lille tab i Polen. Det positive bidrag fra udlandet skyldtes løbende renteindtægter og gevinst på fald i markedsrenterne – vi har investeret i den høje ende af rentekurven, og når renterne så falder, stiger obligationerne markant i værdi.

Den norske del af porteføljen har været placeret i bankpapirer og indskud på særlige vilkår. Bankpapirer og indskud bidrog tilsammen med 45 procent af det samlede afkast. Det øvrige afkast skal tilskrives de udenlandske investeringer, som gennemsnitligt udgjorde lige under 20 procent af fonden.

Alle de udenlandske investeringer er valutasikrede, således at en ændring i valutakurserne ikke spiller nogen rolle for fondens afkast. Valutasikringen har givet gode resultater – afkastet har været højt med en lav grad af volatilitet og har ligget på seks procent om året siden slutningen af 2008, hvor vi introducerede den mere aktive valutasikring. Det er 1,4 procent over referenceindeksets årlige afkast i samme periode. Svingningerne i fondskursen har

ikke været højere end i referenceindekset. Investorerne har med andre ord fået godt risikjusteret afkast.

Hvad med fremtiden? "Obligationer er dyre, aktier er billige," er et omkvæd, man ofte hører. Men billedet er unuanceret. Der findes dyre og billige aktier, og det samme gælder for obligationer. Vi holder os fra norske statsobligationer. En rente på 2,1 procent i ti år er ikke attraktiv. Når den forventede inflation ligger på 2,5 procent, vil det sige, at man i realiteten betaler for at låne finansministeren penge. De lange realrenter er også negative i USA, Tyskland og Storbritannien. Men rundt om i verden er der lande, som tilbyder et attraktivt renteniveau. Det er sådanne obligationer, vi forsøger at trække hjem, og vi beholder dem i porteføljen, så længe vi mener de er undervurderede.

De norske bankpapirer har flydende rente. Det betyder, at hvis Norges Bank sætter renten op, kommer bankerne til at betale mere for, at fonden låner investorernes penge til dem.

Et afkast på 13,56 procent er nok lige i overkanten af, hvad vi kan foregøgle vores investorer i 2013. Men vores ambition er at skabe det bedst mulige risikjusterede afkast til investorerne.



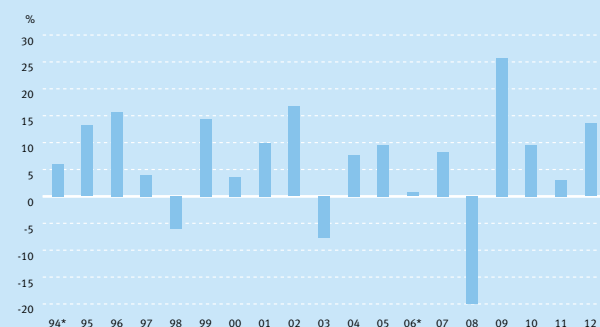
## SKAGEN Avkastning

Aktiv obligationsforvaltning

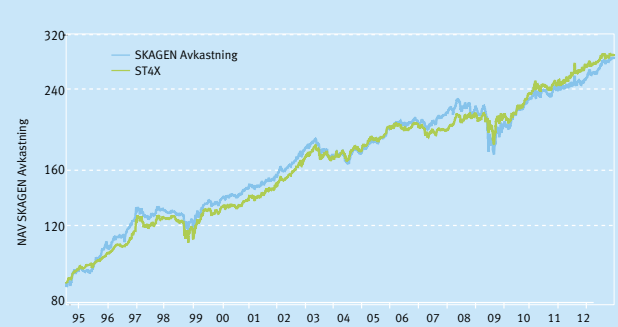
Båden sættes i søen.  
1884. Udsnit. Af Oscar Björck.  
Billedet tilhører Skagens Museum.

Fondets startdato	16. september 1994
Afkast siden lancering	216,59 %
Gennemsnitligt årligt afkast	6,50 %
Forvaltningskapital	1.132 mio. DKK
Antal kendte investorer	14.411

### AFKAST PR. ÅR



### HISTORISK KURSUDVIKLING



# Afkast oversigt

	SENESTE ÅR	SENESTE 2 ÅR	SENESTE 3 ÅR	SENESTE 5 ÅR	SENESTE 10 ÅR	LEVETID
<b>AFKAST OVER 1 ÅR ER ANNUALISEREDE</b>						
SKAGEN Global	16,7 %	4,6 %	10,7 %	2,3 %	14,6 %	15,6 %
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)*	14,8 %	4,7 %	9,7 %	0,7 %	5,0 %	2,1 %
SKAGEN Kon-Tiki	11,9 %	-1,6 %	7,7 %	4,5 %	22,1 %	17,1 %
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	16,8 %	-0,9 %	7,7 %	1,2 %	13,9 %	9,2 %
SKAGEN Vekst	16,0 %	-3,4 %	4,7 %	-1,7 %	14,8 %	15,0 %
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index**	18,4 %	4,1 %	10,3 %	-0,6 %	14,3 %	9,5 %
SKAGEN Tellus	12,53%	5,6 %	9,37%	7,26%		6,59%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 - 5 years (DKK)	-0,69%	3,3 %	6,53%	7,13%		5,36%
SKAGEN Avkastning	13,56%	8,2 %	8,62%	5,22%	4,37%	6,50%
Oslo Børs Statsobligasjonsindeks 3.0 (ST4X)	8,24%	7,4 %	8,68%	6,81%	4,87%	6,59%

\* Ref. Indeks før 1.1.2010 var MSCI World Index

\*\* Ref. Indeks før 1.1.2010 var Oslo Børs Hovedindeks

## Risiko- og præstationsmålinger

	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN VEKST	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN TELLUS
<b>TRADITIONELLE RISIKO- OG PRÆSTATIONSMÅL SENESTE 5 ÅR</b>					
Standard afvigelse, fond	20,2 %	24,8 %	25,5 %	10,0 %	7,64%
Standard afvigelse, reference indeks	15,9 %	23,4 %	31,2 %	8,2 %	9,40%
Sharpe-ratio, fond	0,02	0,10	-0,14	0,33	0,68
Sharpe-ratio, reference indeks	-0,07	-0,03	-0,08	0,58	0,54
Relativ volatilitet / Tracking error	7,8 %	5,2 %	10,4 %	5,7 %	10,39%
IR	0,20	0,63	-0,11	-0,26	0,01
Korrelation	0,93	0,98	0,95	0,82	0,27
alfa	1,4 %	3,2 %	-1,3 %		
beta	1,19	1,04	0,78		
R2	87%	96%	91%		

### GEVINST OG TABSANALYSE SENESTE 5 ÅR

Relativ gevinst	118%	107%	86%	111%	88%
Relativt tab	112%	96%	90%	140%	82%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,06	1,11	0,95	0,79	1,08
Positive indeksafvigelser	10,15	8,99	11,93	5,32	11,72
Negative indeksafvigelser	8,71	5,74	13,22	6,85	11,71
Indeks afvigelse-ratio	1,17	1,57	0,90	0,78	1,00
Mængde positive afvigelser	54%	61%	47%	44%	50%
Mængde positive afvigelser, fremgang	68%	60%	26%	45%	20%
Mængde positive afvigelser, tilbagegang	41%	62%	75%	43%	84%
Konsistens	55%	55%	37%	57%	58%
Konsistens, fremgang	66%	56%	26%	51%	39%
Konsistens, tilbagegang	43%	54%	50%	64%	79%

### VALUE AT RISK 5 ÅR

Value at risk: ex-post, historisk NAV	-15,2 %	-19,1 %	-20,4 %	-7,7 %	-5,0 %
Value at risk: ex-post, historisk, reference indeks	-10,2 %	-17,0 %	-27,0 %	-5,1 %	-3,7 %
Relativ Value at Risk, ex-post, historisk	-6,4 %	-3,9 %	-5,0 %	-6,5 %	-9,5 %

### GEVINST OG TABSANALYSE SIDEN START

Relativ gevinst	158%	121%	96%	110%	91%
Relativt tab	104%	100%	79%	114%	78%
Relativ gevinst/tab-ratio	1,52	1,21	1,22	0,96	1,17
Positive indeksafvigelser	20,32	12,69	14,77	4,38	12,07
Negative indeksafvigelser	8,37	5,88	9,92	4,39	11,09
Indeks afvigelse-ratio	2,43	2,16	1,49	1,00	1,09

## GODE RESULTATER ER INGEN GARANTI FOR FREMTIDIGT AFKAST

Historisk afkast er ingen garanti for fremtidigt afkast. Fremtidigt afkast vil blandt andet afhænge af markedsudviklingen, forvalternes dygtighed, fondens risiko samt omkostninger ved tegning og forvaltning. Afkastet kan blive negativt som følge af kurstab. Investeringer i udenlandsk kapital er ikke valutasikret.

# Begrebsforklaring

I SKAGEN Fondene beregner vi de traditionelle finansielle mål for risiko og præstationer, som er baseret på anvendelse af middelværdi og varians i data. Meget finansteori er bygget op om anvendelse og tolkning af disse begreber, som kan have klare fordele i kommunikationen, men også nogen begrænsninger.

I tilgift til dette beregner vi derfor en række mål, der er baseret på risikoanalyse som anvendes i andre industrier. Vi kalder det gevinst- og tab analyse. I gevinst- og tabsanalysen får vi et stærkere fokus på det, som virkeligt bekymrer os som investorer; nemlig risikoen for at tabe penge i en given periode. Alle beregninger af mål er baseret på månedlige observationer af udviklingen for fondene og referenceindeks.

## Traditionelle risiko- og præstationsmål

**Standardafvigelse** er et mål for variationen i det årlige afkast. Der er en 65 procent tilnærmet sandsynlighed for, at det årlige afkast ligger i området plus/minus en standardafvigelse. Sandsynligheden for, at afkastet afviger med over to standardafvigelser fra forventet afkast er cirka fem procent. En høj standardafvigelse kan betyde høj risiko.

**Sharpe ratio** er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end risikofri rente. Jo højere score, jo større er denne sandsynlighed. Jo større sandsynlighed, des sikrere er muligheden for at opnå merafkast ved at være på aktiemarkedet. Størrelsen kan derfor bruges som et absolut mål for risikostyret afkast.

**Relativ volatilitet (tracking error)** er standardafvigelsen fra det årlige merafkast i forhold til indekset i den pågældende periode. Relativ volatilitet måler forvalterens evne til at frembringe et jævnt merafkast i forhold til referenceindekset, men bruges ofte som et mål for et fonds uafhængighed af indekset.

Information ratio er et indirekte mål for sandsynligheden for, at fonden vil give højere afkast end referenceindekset. Jo højere score, des højere er sandsynligheden for at opnå merafkast. Information ratio bruges som mål for et risikostyret merafkast, hvor risiko fortolkes som faren for et ujævnt merafkast. Information ratio måler dermed forvalterens evne til jævnt merafkast.

**Alfa** er et risiko-justeret mål for det såkaldte aktive afkast af en investering. Det er merafkastet ud over den kompensation man får for den påtagede risiko, og anvendes derfor ofte til at vurdere aktive forvalteres præstationer. Det kan vises, at i et effektivt marked, vil den forventede værdi af alfa koefficienten være nul. Derfor angiver alfa koefficienten, hvor godt en investering har klaret sig når man tager højde for den risiko der er givet:

En alfaværdi under nul, betyder at investeringen har givet for lidt afkast i forhold til den givne risiko (eller havde for høj risiko i forhold til afkastet).

En alfaværdi lig med nul, betyder at investeringen har givet et afkast der svarer til den påtagede risiko.

En alfaværdi over nul, er ensbetydende med at investeringen har givet et afkast, der overstiger præmien for den antagede risiko.

**Beta** af en aktie eller portefølje er et tal, der beskriver forholdet mellem dets afkast og det finansielle marked som helhed. Et aktiv med en beta på 0 betyder, at kursen på ingen måde er korreleret med markedet. En positiv betaværdi betyder, at aktivet generelt følger markedet. En negativ betaværdi viser, at aktivets udvikling går modsat af markedet, så hvis markedets værdi går op, så går aktivets værdi ned og vice versa. Som tilnærmelse til markedet anvendes fondenes referenceindeks.

**R<sup>2</sup>** anvendes i forbindelse med statistiske modeller, hvis hovedformål er en forudsigelse af fremtidige resultater på grundlag af andre relaterede oplysninger. Det er den del af variationen i et datasæt, der tegner sig for den statistiske model. Det indeholder et mål for hvor godt de fremtidige resultater sandsynligvis vil blive forudsagt af modellen. En høj værdi (tæt på 100%) angiver en høj og god forklaringsgrad af modellen.

**Korrelation** i statistik er et mål for en sammenhæng mellem et sæt af to variable eller målinger. En høj korrelation betyder, at det ene sæt af variable kan forudsiges fra det andet og omvendt. I det her tilfælde fortæller en høj korrelation (tæt på 100%) at aktivet eller porteføljen følger markedet tæt.

**Value at Risk (VaR)** er i finansiell risikostyring, et meget anvendt risikomål for risikoen for tab på en specifik portefølje af finansielle aktiver. I det her tilfælde svarer det til hvor meget du kan risikere at tabe i løbet af en måned med 2,5% sandsynlighed.

Beregningerne er både parametriske og observerede tal fra de sidste 5 år. I og med at observationerne de sidste 5 år er blandt de værste inden for de sidste 30 år, er det forventet at beregningen baseret på observationer giver større nedgangspotentiale end ved parametriske beregning (baseret på standardafvigelse).

**Den relative VaR** er et mål for den værste underperformance i løbet af en måned.

## Gevinst og tabsanalysen

**Relativ gevinst og relativt tab** er mål for evnen til at opnå et merafkast i henholdsvis opgangs- og nedgangsperioder. Et relativt tab

på 80 procent vil sige, at fonden i en tabsperiode i markedet har opnået et tab, som svarer til, at fonden havde investeret blot 80 procent af sine midler i indekset og 20 procent i risikofri rente (ST1X). Relativt tab på mindre end 100 procent vil sige, at fonden taber mindre end det nedadgående marked. Relativ gevinst vil sige, at fonden tjener mere end det opadgående marked. Hvis man sammenligner med en fonds standardafvigelse, kan disse mål give indikationer af, hvorfor standardafvigelsen er højere eller lavere end indekset.

**Relativ gevinst/relativt tab-ratio** udtrykker forholdet mellem relativ gevinst og relativt tab. Er ratioen over 1, vil det sige, at fonden bliver bedre betalt for den risiko, den løber, sammenlignet med referenceindekset. Målet er stærkt korrelerende med Sharpe-indekset ved rangering af fonde, der investerer i samme marked, men udtrykker derudover om det risikostyret afkast er bedre end markedets risikostyret afkast. Målet kan derfor bruges til at sammenligne fonde i forskellige markeder. Sharpe-indekset kan kun bruges til at sammenligne fonde, der investerer i samme marked.

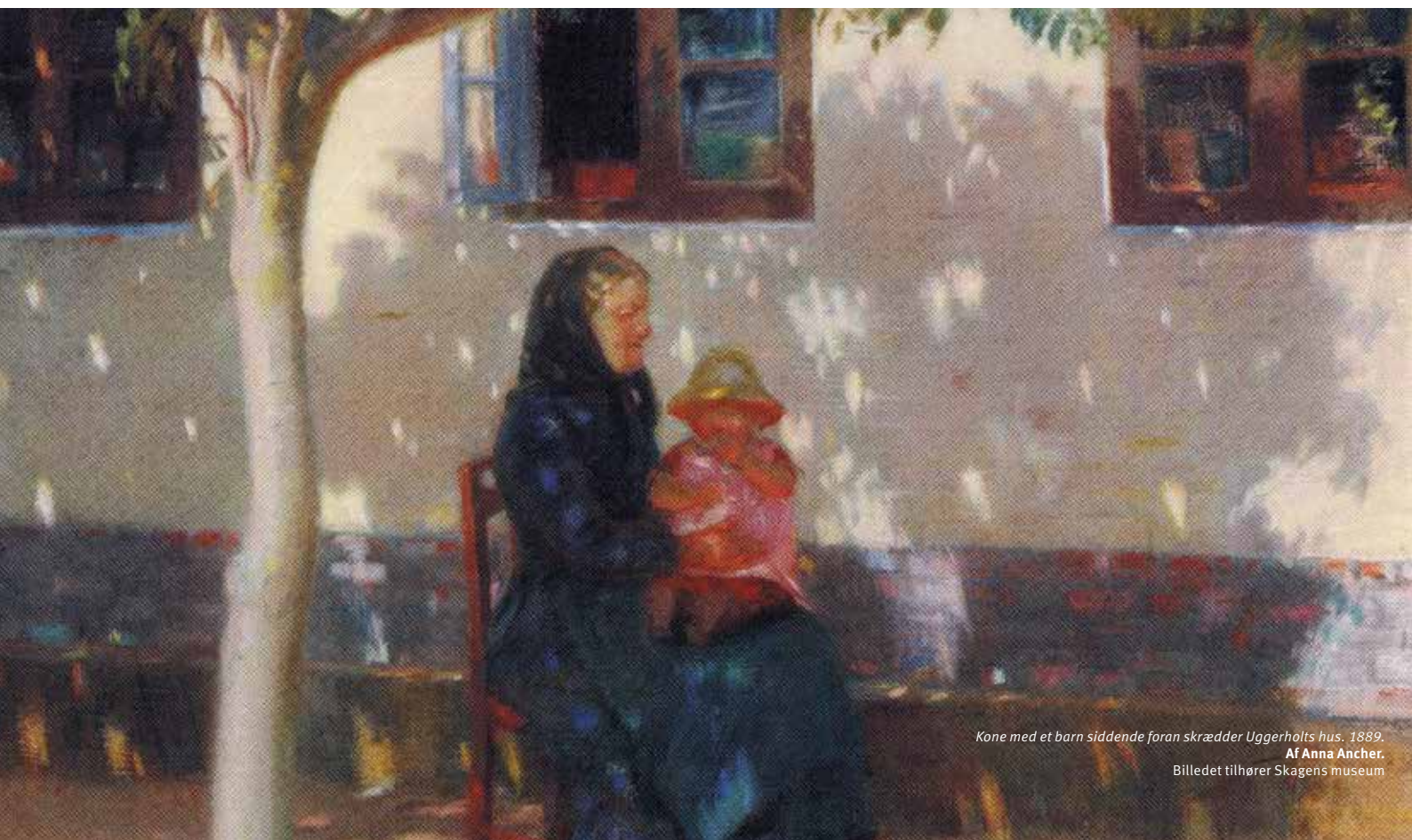
**Positiv og negativ indeksafvigelse** udtrykker den positive eller negative indeksafvigelse pr. år i den pågældende periode. Hvis de positive afvigelser er større end de negative, har fonden opnået højere afkast end indekset.

**Indeksafvigelses-ratio** udtrykker forholdet mellem positive og negative indeksafvigelser. Dette er et mål for evnen til at skabe merafkast ved at være en aktiv og ikke en passiv forvalter. Jo højere tal, des bedre betaling pr. negativ indeksafvigelse. Indeksafvigelses-ratio fortolker risikoen som faren for negativ indeksafvigelse i modsætning til information ratio, der tolker risikoen som ujævnt merafkast (og ikke nødvendigvis negativt merafkast).

**Summen af de numeriske positive og negative afvigelser** er et mål for fondens uafhængighed af referenceindekset.

**Antal positive afvigelser** (justerer for størrelsen på afvigelse). En positiv afvigelse på 2% udligter to negative på 1%. Dette inkluderer antallet og ikke bare konsistensen. Denne afviger fra konsistent hvis de positive afvigelser i snit er større eller mindre end de negative.

**Konsistens** (andel af måneder med overperformance). Hvis antal måneder med overperformance er 36 af 60 bliver konsistensen lig med 60% (36/60)



*Kone med et barn siddende foran skrædder Uggerholts hus, 1889.  
Af Anna Ancher.  
Billedet tilhører Skagens museum*

### EJERSTRUKTUR

#### SKAGEN AS ejes af:

T.D Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Månebakken AS	7,29 %
Westbø AS	7,29 %
Andre	14,88 %

### BESTYRELSEN OG NØGLEPERSONERS ANDELE I FONDENE

NAVN	ANTAL ANDELE	FUNKTION
Martin Gjelsvik	13.795	Bestyrelsesformand og ejer
Tor Dagfinn Veen	744.624	Bestyrelsesmedlem og ejer
Barbro Johansson	342	Bestyrelsesmedlem, valgt af ejerne
Yuhong Jin Hermansen	301.002	Bestyrelsesmedlem, valgt af investorerne
Per Gustav Blom	412	Bestyrelsesmedlem, valgt af investorerne
Jesper Rangvid	0	Suppleant, valgt af ejerne
Anne Sophie K. Stensrud	1.455	Suppleant og ejer
Martin Petersson	898	Suppleant, valgt af investorerne
Harald Espedal	442.090	Administrerende direktør og ejer
Kristian Falnes	1.569.599	Porteføljeformaler og ejer
J. Kristoffer C. Stensrud	2.993.444	Porteføljeformaler og ejer
Åge K. Westbø	939.212	Vice adm. direktør og ejer

### VALGKOMITÉEN

Valgkomitéen består af Sigve Erland (chef), Mette Lundh Håkestad og Ola Lauritzson. Dens opgave er at foreslå kandidater til investorvalgte medlemmer af bestyrelsen i SKAGEN AS

# Tro og tvivl

**Også i 2012 var der mindre fokus på det centrale i SKAGENS investeringsfilosofi, nemlig selskabsværdierne. Gældskrisen i Europa og dens konsekvenser, ”finanspolitiske afgrund” og præsidentvalg i USA samt vækstbetyrninger kombineret med lederskifte i Kina påvirkede stemningen. Finansmarkederne har store dele af året været domineret af skiftende makroøkonomiske forhold – og i mindre grad udviklingen i de enkelte selskaber. Vi mener fortsat, at kursudviklingen med tiden vil følge selskabernes værdiskabelse.**

Året har også været udfordrende for nogle af SKAGENS værdipapirfonde, selv om alle fondene har leveret afkast, som lå et godt stykke over den risikofrie rente. Bestyrelsen er taknemmelig for den tillid, som kunderne også i år har vist os ved at tilføre SKAGENS værdipapirfonde netto 3,3 milliarder kroner i kapital.

## Hvad skete der i 2012?

Optimisme og øget risikovilje hos aktieinvestorerne gav en stærk udvikling i det globale aktiemarked i første kvartal – faktisk har vi kun seks gange tidligere de sidste 40 år set så stærk en udvikling. Forbrugerne i de udviklede markeder har oven i købet fortsat været tilbageholdende med forbruget, og virksomhederne har holdt på pengene frem for at foretage nye investeringer.

Skuffende økonomiske nøgletal, fornyet gældsfrøgt i Europa og svagere væksttal fra Kina i andet kvartal vendte den gode start på året, og ved halvårsskiftet var aktiemarkederne kommet lige langt. Investorerne anvendte oftere og oftere udtrykkene ”grexit” og ”spainout”.

I tredje kvartal stimulerede centralbankerne i Europa og USA risikoviljen ved at ”trykke” penge. Derved fik aktiemarkederne endnu et løft, selv om der fortsat var bekymringer omkring væksten i Kina og social uro i Sydeuropa.

Fjerde kvartal forløb uden de store begivenheder. Det globale aktiemarked udviklede sig sidelæns med en positiv undertone sidst på året. Markedet havde også større fokus på selskabernes udvikling og mindre på makroøkonomiske forhold, og det blev dermed et godt kvartal for flere af SKAGENS aktiefonde.

Den negative udvikling i brasilianske Eletrobras var den største enkeltårsag til det svage relative afkast i to af SKAGENS aktiefonde i 2012. El-producenten har ikke desto mindre bidraget positivt til fondenes udvikling over tid.

Eletrobras er et eksempel både på det potentiale, som ligger i vækstmarkederne og den risiko, de repræsenterer. Samtidig er det vigtigt at understrege, at det blandt andet er denne form for risiko, som skaber de afkastmuligheder, SKAGEN søger efter.

## Hvad kan vi vente i 2013?

Det makroøkonomiske fokus, som førte til høj samvariation mellem aktier og skabte udfordringer for aktive forvaltere som SKAGEN, aftog sidst i 2012. Mindre usikkerhed på konjunkturudviklingen gav større fokus på de individuelle værdier og prisfastsættelsen af selskaberne. Vi tror, at der er grundlag for, at det vil fortsætte i 2013. Verden fremstår desuden som mere afbalanceret ved indgangen til 2013. USA, Eurozonen og Storbritannien er blevet langt mere konkurrencedygtige i forhold til handelspartnerne, og det har ført til en forbedring af handelsbalancerne. I de fleste kriseramte økonomier i Sydeuropa faldt arbejdskraftomkostningerne, og konkurrenceevnen blev betydeligt forbedret. En stabiliserende virkning på økonomierne er ved at indfinde sig. Væksten er tiltagende i Kina – hvilket også er synligt hos handelspartnerne omkring Kinas randzoner.

Der er dog også bekymringer. Selv om der findes indikationer på øget tro på fremtiden, har sidste år vist, at beslutningstagerne både i finansverdenen og i virksomhederne hurtigt bliver præget af stemningsskift. Hvis væksten skal i vejret, skal markederne vise større vilje til at se ud over den kortsigtede konjunkturudvikling. Problemerne med statsfinanserne i Eurozonen, USA og Japan er stadig aktuelle, og hvis væksten ikke kommer i gang, vil disse problemer kunne eskalere og få nye udtryk.

SKAGEN går ind i 2013 med aktiefondporteføljer, som historisk er usædvanligt lavt vurderet – både hvad angår prisfastsættelse i forhold til indtjening og i forhold til egenkapitalen – og har historisk stor rabat mod aktiemarkederne generelt. Og i det lange løb forventer vi, at selskabernes udvikling bestemmer aktiekursudviklingen.

## Nye fonde i 2012

SKAGEN har oprettet to nye fonde i 2012.

Kombinationsfonden SKAGEN Balanse 60/40 blev lanceret 29. februar 2012. Fonden består af 60 procent aktiefonde og 40 procent rentefonde. Den er en fond-i-fonden, som investerer i SKAGENS fonde: tre aktiefonde, to pengemarkedsfonde og en obligationsfond. Målet er at opnå bedst muligt afkast i forhold til risikoen inden for fondens inve-

steringsmandat. SKAGEN Balanse 60/40 skal gøre, hvad mange investorer finder vanskeligt: Fonden køber andele i aktiefonde, når aktiemarkederne falder, og andele i rentefonde, når aktiemarkederne stiger. På den måde oprettholdes en balance på 60/40 over tid. Fonden passer til investorer, som ikke ønsker at være 100 procent eksponeret i aktiemarkedet, men som godt kan tåle en højere risiko end ved ren opsparing i banken.

SKAGEN m<sup>2</sup> blev oprettet 31. oktober og er en aktiefond, som investerer i undervurderede, underanalyserede og upopulære ejendomselskaber over hele verden. Målet er at opnå bedst muligt afkast i forhold til risiko inden for fondens investeringsmandat. SKAGEN m<sup>2</sup> passer til investorer, som ønsker at få del i værdiudviklingen i det globale ejendomsmarked ved hjælp af SKAGENS valuebase-rede investeringsfilosofi og på en let måde sprede sine ejendomsinvesteringer. SKAGEN m<sup>2</sup> er en fornuftig adgangsbillet til det globale ejendomsmarked, hvor det normalt er dyrt og besværligt at etablere sig og kræver indgående lokalkendskab til det marked, man investerer i.

## Forvaltningskapital

Forvaltningskapitalen blev i 2012 forøget med 10,5 milliarder kroner fra 98,8 milliarder til 109,3 milliarder norske kroner. Få indløsninger i årets løb og en pæn stigning i nyttegningen sidst på året gav fondene en god netto nyttegning på 3,3 milliarder norske kroner. Værdistigningen var på 7,2 milliarder norske kroner.

SKAGEN har bevaret sin position som norsk fondsindustriens største aktieforvalter, selv om fondene i Norge har haft netto indløsning. Netto nyttegningen i Sverige, Danmark og øvrige internationale markeder bidrog til, at SKAGENS aktiefonde fik en samlet netto nyttegning på 3,8 milliarder norske kroner i 2012.

Rentefondene havde en netto indløsning på 0,5 milliarder norske kroner, der samlet set skyldtes indløsning i Norge, hvorimod Sverige havde god netto nyttegning.

SKAGENS markeder uden for Norge udviser tilfredsstillende vækst. Det største bidrag til væksten i 2012 kom fra investorer i Holland. Norske kunder stod ved udgangen af 2012 for 42 procent af den samlede forvaltningskapital,



*Martin Gjelsvik*  
Bestyrelsesmedlem og ejer



*Tor Dagfinn Veen*  
Bestyrelsesmedlem og ejer



*Barbro Johansson*  
Bestyrelsesmedlem, udpeget af ejerne



*Yuhong Jin Hermansen*  
Bestyrelsesmedlem, udpeget af andelsejerne

øvrige nordiske kunder for 33 procent, mens kunder uden for Norden udgjorde 25 procent.

Der har ikke været ekstraordinært store indløsninger i aktie- eller rentefondene i 2012.

### Afkast i fondene

2012 har været et krævende år for valueforvaltere, og flere af SKAGENS aktiefonde leverede ikke godt nok målt i relativt afkast.

SKAGEN Global har leveret et tilfredsstillende resultat, både absolut og relativt. Fonden gik op med 10,2 procent mod verdensindeksets 8,3 procent. Fondens gennemsnitlige årlige afkast siden lanceringen i 1997 er 14,8 procent. SKAGEN Global var de seneste fem år mellem de bedste 13 procent af fondene i Standard & Poor's oversigt over globale aktiefonde.

SKAGEN Kon-Tiki gik op med 5,6 procent; vækstmarkedsindekset steg til sammenligning med 10,3 procent. Fonden har derved for første gang siden starten i 2002 gjort det dårligere end referenceindekset. Fondens gennemsnitlige årlige afkast siden lanceringen er 16,6 procent. SKAGEN Kon-Tiki har de seneste fem år været mellem de bedste 7 procent af fondene i Standard & Poor's oversigt over vækstmarkeds-aktiefonde.

SKAGEN Vekst opnåede 9,5 procent mod referenceindeksets stigning på 11,8 procent. Fondens gennemsnitlige årlige afkast siden lanceringen i 1993 er 14,3 procent.

SKAGEN m<sup>2</sup>, som blev lanceret 31. oktober, steg 1,5 procent. Referenceindekset steg til sammenligning med 2,6 procent.

SKAGENS rentefonde havde både absolut og relativt et meget godt år i 2012.

SKAGEN Tellus gik hele 12,09 procent op målt i euro, som er fondens basisvaluta. Referenceindekset faldt med -1,08 procent.

SKAGEN Avkastning opnåede et afkast på 7,19 procent mod referenceindeksets 2,17 procent.

SKAGEN Høyrente leverede et afkast på 3,59 procent, mens årets gennemsnitlige 3-måneders NIBOR var 2,24 procent, og referenceindekset gav 1,5 procent. SKAGEN Høyrente Institusjon opnåede 3,37 procent.

SKAGEN Krona opnåede 3,83 procent afkast målt i svenske kroner mod referenceindeksets 1,21 procent.

SKAGEN Balanse 60/40, som blev lanceret 29. februar, steg med 1,8 procent sammenlignet med referenceindekset, som steg 2,5 procent.

### Investormøder

Den nye værdipapirfondlov i Norge, som trådte i kraft 1. januar 2012, har styrket investorernes demokrati ved at indføre investormødet som et nyt organ. Investorerne har gennem investormødet fået myndighed til at godkende vedtægtsændringer og fusion af fonde, hvor 75 procent af de repræsenterede stemmer skal stemme for ændringen. Finanstilsynet skal som tidligere føre kontrol med, at ændringerne er lovlige, og at forvaltningsselskabet har fulgt de nødvendige procedurer. Efter de nye regler får investorerne imidlertid mulighed for selv at vurdere og stemme for, hvilke ændringer de mener er i deres interesse.

Et sådant investormøde blev i 2012 afholdt i SKAGEN Tellus, hvor man godkendte ændring af referenceindekset. Der er endvidere indkaldt til investormøder d. 27. februar i år, hvor man blandt andet skal behandle indførelse af nye standardvedtægter. Her er stemmeafgivning på forhånd faciliteret via SKAGENS hjemmeside for at sikre størst mulig deltagelse.

### Kundediolog i fokus

SKAGEN skal give kunderne bedst mulig service, opfølgning og kommunikation og ønsker at være innovative og anderledes i sin kundeservice og kommunikation.

SKAGENS hjemmeside giver et godt overblik over fondenes udvikling og kurser, direkte chat-dialog med SKAGENS rådgivere og forbedret nyhedstjeneste, som giver mulighed for direkte kommunikation med SKAGENS medarbejdere. Møderne med forvalterne overnettet fortsatte også i 2012, og "Min side" giver investorernes skræddersyet information, rapporter og analyser af deres beholdninger i SKAGENS fonde.

Der har været høj aktivitet i alle de lande, hvor SKAGEN markedsfører sine fonde. På kontorerne i Norge, Sverige og Danmark har der været både informationsmøder, frokost- og temamøder med godt fremmøde. Kontoret i Holland, som blev oprettet i 2011, er kom-

met godt i gang med kundearbejdet gennem flere kanaler. I Storbritannien har SKAGEN flest institutionelle kunder. Det er en kunde-gruppe, som ofte har egne lovpligtige krav til forvaltningen af deres midler, og de ansatte på Londonkontoret har brugt meget tid sammen med kunderne og deres konsulenter på at gennemgå SKAGENS investeringsfilosofi, risikohåndtering og interne kontrol. SKAGEN bruger også betydelige ressourcer på sine distributører i de forskellige lande for at sikre, at de har tilstrækkelig viden om SKAGENS fonde, og at kunderne også, når de handler gennem distributører, får den rigtige oplevelse af SKAGEN.

SKAGEN gennemfører hvert år en kundeundersøgelse i Norge og Sverige, hvor vi har flest direkte privatkunder, for at se, om selskabet opfylder målsætningen om bedst mulig service og opfølgning. Kundeundersøgelser i 2012 viser, at kunderne fortsat er tilfredse med SKAGEN.

### SKAGENS medarbejdere

SKAGEN har ved udgangen af 2012 177 medarbejdere fordelt på seks kontorer i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo og Tønsberg), to kontorer i Sverige (Stockholm og Göteborg), et kontor i Danmark (København), i Storbritannien (London) og i Holland (Amsterdam). SKAGENS fonde markedsføres desuden i Finland, Schweiz, Luxembourg, Italien og på Island.

I sit snart tyveårige virke har SKAGEN haft en incitamentstruktur og ejerskabsmodel, som fremmer langsigtet tænkning og tage bæredygtig risiko. Forvaltningsselskabets indtjening svinger kraftigt i takt med finansmarkederne, og det har været nødvendigt at have et lavt fast omkostningsgrundlag for at være forberedt på at bevare en intakt organisation og kompetence i dårlige tider. SKAGEN skal for at kunne rekruttere og holde på de bedste medarbejdere i et globalt marked have mulighed for at udbetale variabel aflønning, når selskabets resultater er gode.

SKAGEN har en aflønningsmodel, som skal stimulere medarbejderne til at samarbejde for at opnå det højest mulige risikojusterede afkast til kunderne. Modellen understøtter samarbejde mellem alle afdelinger for at sikre,



Martin Petersson  
Suppleant, udpeget af andelsejerne



Per Gustav Blom  
Bestyrelsesmedlem, udpeget af andelsejerne



Jesper Rangvid  
Suppleant, udpeget af ejerne



Anne Sophie K. Stensrud  
Suppleant og ejer

at kunderne får den bedst mulige oplevelse af SKAGEN, også når det gælder service, opfølgning og kommunikation. Ingen medarbejders løn er direkte knyttet til tegningsresultater. Selskabet undgår derved uheldig intern konkurrence og salgspres, værnen om egen ekspertise og dårlig udnyttelse af medarbejdernes ressourcer, som kan kendetegne sådanne ordninger.

Medarbejdernes viden og kompetenceudvikling er helt afgørende for SKAGEN og vores kunder. Tilnærmelsesvis alle SKAGENS kunderådgivere i Norge er ved udgangen af 2012 autoriserede som finansielle rådgivere. Ordningen stiller høje krav til både teoretisk og praktisk viden, og medarbejdere med kunderelationer skal bestå prøver under kontrol af et uafhængigt nævn. En tilsvarende autorisationsordning blev indført i Sverige i 2005, og alle vores svenske rådgivere er autoriseret i henhold til den.

SKAGEN rekrutterer medarbejdere med forskellig baggrund og søger at opnå en balance mellem mandlige og kvindelige medarbejdere. Ved årets udgang var 62 kvinder og 115 mænd ansat i virksomheden. Kønnene er ligestillede med hensyn til arbejdsvilkår og aflønning. SKAGEN havde i 2012 et sygefravær på 3,7 procent.

Bestyrelsen ønsker at takke alle medarbejdere for en fortrinlig indsats i 2012. Medarbejdernes kompetence og holdninger er afgørende for SKAGENS resultater.

## Organisering

Forvaltningsselskabet SKAGEN AS er under opsyn fra Finanstilsynet og er SKAGEN-Fonde-

nes forretningsfører. Handelsbanken er SKAGENS depotmodtager, og Verdipapirsentralen (VPS) fører SKAGENS register over investorer.

## Risikostyring

Bestyrelsen har godkendt fondenes risiko-profil, som skal revideres mindst en gang om året, og modtager jævnligt risikorapporter. SKAGEN-Fondene styrer markedsrisiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko, operationel og juridisk risiko samt omdømmerisiko på en helhedsorienteret måde. Risiko- og complianceansvarlige arbejder tæt sammen med de forskellige forretningsområder, men er samtidig uafhængige og rapporterer direkte til bestyrelsen.

## Finansiel risiko

Der er ingen finansiel risiko i fondene, eftersom de kun har kortsigtet gæld i forbindelse med opgørelse af værdipapirer.

## Markedsrisiko, kreditrisiko og likviditetsrisiko

Der er knyttet risiko til investeringer i fondene grundet markedsbevægelser, udvikling i valuta, renteniveauer, konjunkturer og branche- og selskabsspecifikke forhold. I 2012 lå risikoen på det forventede niveau på porteføljeniveau, men nogle selskaber som for eksempel førromtalte Elektrobras viste større udslag end forventet. Ud over lovbestemte krav styrer SKAGEN de relevante risikokategorier på forskellig måde. Markedsrisikoen søges reduceret ved spredning af investeringerne mellem forskellige typer brancher, lande og valutaer. I overensstemmelse med

investeringsfilosofien analyserer SKAGEN selskabernes værdifastsættelse, produkt/markedsmatrice, gældsgrad og det finansielle instruments likviditet. Rentefondenes investeringer er baseret på en vurdering af den enkelte udsteders kreditværdighed og de økonomiske og institutionelle forhold i det land, hvor udsteder befinder sig, og kreditrisikoen begrænses ved hjælp af minimumskrav til kreditværdighed og modpartens art.

Likviditetsrisiko følges jævnligt bl.a. ved at se på historisk store nettoindløsninger i forhold til konservative estimater af hvert værdipapirs nedsalgsmuligheder.

SKAGEN har udarbejdet interne rutiner for at reducere risikoen for operationelle fejl, som kan påvirke fondene.

Både lovpligtige krav og interne retningslinjer har været opfyldt i 2012.

Bestyrelsen bekræfter, at forudsætningen for fortsat drift af forvaltningsselskabet er til stede.

## Investeringsfilosofi

Bestyrelsen fastholder SKAGENS investeringsfilosofi og forretningside. Vi tror på, at den bedste måde at skabe merafkast til kunderne – nu som før – er at anvende en aktiv investeringsfilosofi, hvor forvalterne leder efter upopulære, underanalyserede og undervurderede selskaber. Det samme princip er gældende for SKAGENS rentefondenes forvaltere: Fondene skal forvaltes aktivt på basis af egne analyser af markedet, udstederne og de enkelte værdipapirer.

## Forslag til fordeling af fondenes overskud:

RESULTATREGNSKAB 2012 I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN m <sup>2</sup>	SKAGEN BALANSE 60/40	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA (I SEK)
ÅRSRESULTAT	666 539	3 072 860	2 139 995	3 116	1 282	72 238	142 379	49 173	27 244	19 475
<b>Som disponeres</b>										
Overført til/fra optjent egenkapital	666 539	3 072 860	2 139 995	3 116	1 282	35 632	23 093	10 662	27 244	-9 056
Afsat til uddeling til andelsejerne	-	-	-	-	-	36 606	119 286	38 511	-	-
Netto uddelt til andelsejerne i løbet af året	-	-	-	-	-	-	-	-	-	28 531
<b>SUM</b>	<b>666 539</b>	<b>3 072 860</b>	<b>2 139 995</b>	<b>3 116</b>	<b>1 282</b>	<b>72 238</b>	<b>142 379</b>	<b>49 173</b>	<b>27 244</b>	<b>19 475</b>

Stavanger 24. januar 2013

Martin Gjelsvik

Tor Dagfinn Veen

Martin Petersson

Yuhong Jin Hermansen

Barbro Johansson

Anne S.K. Stensrud

Jesper Rangvid

Per Gustav Blom

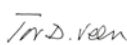
# Årsregnskab 2012

RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)	Noter	SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN m**	SKAGEN Avkastning	
		2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2012	2011
<b>Porteføljeginntekter og -kostnader</b>										
Renteinntekter/-kostnader		-2024	2968	-5 913	10 718	5 790	3 095	50	37 264	47 929
Aksjeutbytte		195 731	229 888	884 975	865 689	1 195 258	1 186 069	427	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		-37 525	599 268	590 257	1 878 281	273 256	1 939 949	41	5 506	-10 206
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	652 076	-2 714 579	2 222 686	-4 789 248	1 589 782	-8 678 665	3 585	21 251	-8 818
Garantiprovisjon		-	935	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-7 640	-5 529	-26 867	-41 368	-47 478	-48 264	-474	-10	-15
Valutagevinst/tap		-21 866	15 037	-101 630	29 323	-80 649	20 414	-185	13 451	11 421
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>		<b>778 751</b>	<b>-1 872 011</b>	<b>3 563 508</b>	<b>-2 046 605</b>	<b>2 935 959</b>	<b>-5 577 402</b>	<b>3 444</b>	<b>77 463</b>	<b>40 311</b>
<b>Forvaltningsinntekter og -kostnader</b>										
Forvaltningshonorar fast	8	-74 873	-88 680	-330 487	-328 727	-888 357	-877 109	-466	-5 225	-6 493
Forvaltningshonorar variabelt	8	-25 740	-	-63 312	-	222 463	-123 697	183	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>		<b>-100 613</b>	<b>-88 680</b>	<b>-393 799</b>	<b>-328 727</b>	<b>-665 894</b>	<b>-1 000 806</b>	<b>-283</b>	<b>-5 225</b>	<b>-6 493</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>		<b>678 139</b>	<b>-1 960 691</b>	<b>3 169 709</b>	<b>-2 375 332</b>	<b>2 270 065</b>	<b>-6 578 208</b>	<b>3 161</b>	<b>72 238</b>	<b>33 818</b>
Skattekostnad	10	-11 600	-11 836	-96 849	-91 281	-130 070	-115 280	-45	-	-149
<b>ÅRSRESULTAT</b>		<b>666 539</b>	<b>-1 972 527</b>	<b>3 072 860</b>	<b>-2 466 614</b>	<b>2 139 995</b>	<b>-6 693 488</b>	<b>3 116</b>	<b>72 238</b>	<b>33 669</b>
<b>Som disponeres</b>										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	666 539	-1 972 527	3 072 860	-2 466 614	2 139 995	-6 693 488	3 116	35 632	33 669
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	-	-	-	-	-	-	-	36 606	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM</b>		<b>666 539</b>	<b>-1 972 527</b>	<b>3 072 860</b>	<b>-2 466 614</b>	<b>2 139 995</b>	<b>-6 693 488</b>	<b>3 116</b>	<b>72 238</b>	<b>33 669</b>
<b>BALANSE</b>										
		31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2012	31.12.2011
<b>Eiendeler</b>										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	3 448 770	4 105 295	914 112	834 454	1 042 332	1 534 084	4 720	793 547	810 238
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	3 178 796	3 397 189	29 264 262	29 672 148	38 524 216	35 051 221	191 991	153 977	256 987
Urealiserte kursgevinster/tap	7	398 998	-253 078	2 403 282	180 596	4 657 004	3 067 222	3 585	13 168	-8 083
Opptjente renter verdipapir	7	-	857	-	-	-	-	-	6 950	8 221
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>		<b>7 026 564</b>	<b>7 250 263</b>	<b>32 581 656</b>	<b>30 687 198</b>	<b>44 223 552</b>	<b>39 652 527</b>	<b>200 296</b>	<b>967 642</b>	<b>1 067 363</b>
Til gode havende aksjeutbytte		8 091	14 021	150 691	152 460	137 273	148 611	151	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>		<b>8 091</b>	<b>14 021</b>	<b>150 691</b>	<b>152 460</b>	<b>137 273</b>	<b>148 611</b>	<b>151</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Til gode fra meglere		794	1 244	16 912	369	14 210	5 701	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		1	2	4	2	8	7	5	-	-
Til gode havende skatt på aksjeutbytte		5 602	3 159	30 658	23 590	2 284	2 570	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>		<b>6 398</b>	<b>4 405</b>	<b>47 574</b>	<b>23 961</b>	<b>16 503</b>	<b>8 277</b>	<b>5</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Bankinnskudd		190 556	85 091	1 726 057	710 937	1 973 195	1 350 158	14 583	148 923	89 938
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>7 231 609</b>	<b>7 353 780</b>	<b>34 505 978</b>	<b>31 574 557</b>	<b>46 350 522</b>	<b>41 159 574</b>	<b>215 034</b>	<b>1 116 565</b>	<b>1 157 301</b>
<b>Egenkapital</b>										
Andelskapital til pålydende	9	559 112	624 396	4 103 250	4 148 123	8 889 649	8 268 739	210 869	788 149	874 664
Overkurs	9	-1 588 476	-845 214	17 287 148	17 496 070	23 779 564	21 034 537	7	277 172	303 416
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>-1 029 364</b>	<b>-220 818</b>	<b>21 390 398</b>	<b>21 644 193</b>	<b>32 669 214</b>	<b>29 303 275</b>	<b>210 876</b>	<b>1 065 321</b>	<b>1 178 080</b>
Opptjent egenkapital	9	8 211 354	7 544 815	12 882 465	9 809 605	13 518 639	11 378 644	3 116	13 420	-23 261
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	-	-	-	-	-	36 124	-483
<b>SUM EGENKAPITAL</b>		<b>7 181 990</b>	<b>7 323 997</b>	<b>34 272 863</b>	<b>31 453 798</b>	<b>46 187 853</b>	<b>40 681 919</b>	<b>213 992</b>	<b>1 114 865</b>	<b>1 154 337</b>
<b>Gjeld</b>										
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	12	-	-
Skyldig til meglere		4 334	6 467	50 841	7 789	127 765	118 077	607	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		43 379	18 305	147 900	78 034	2 589	321 669	283	1 373	1 571
Annengjeld		1 905	5 011	34 373	34 935	32 316	37 908	140	327	1 394
<b>SUM ANNEN GJELD</b>		<b>49 619</b>	<b>29 783</b>	<b>233 114</b>	<b>120 758</b>	<b>162 670</b>	<b>477 655</b>	<b>1 042</b>	<b>1 700</b>	<b>2 965</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>7 231 609</b>	<b>7 353 780</b>	<b>34 505 978</b>	<b>31 574 557</b>	<b>46 350 522</b>	<b>41 159 574</b>	<b>215 034</b>	<b>1 116 565</b>	<b>1 157 301</b>

\* Oppstart fond 31.10.2012

Stavanger 24. januar 2013  
Styret for SKAGEN AS


Martin Gjelsvik



Tor Dagfinn Veen



Martin Petersson



Yuhong Jin Hermansen



Barbro Johansson



Anne S.K. Stensrud



Jesper Rangvid



Per Gustav Blom



RESULTATREGNSKAP (angitt i hele tusen kroner)	Noter	SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Tellus		SKAGEN Krona*		SKAGEN
		2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	Balanse 60/40**
<b>Porteføljeginntekter og -kostnader</b>										
Renteinntekter/-kostnader		135 347	138 839	47 518	54 374	18 315	12 205	18 933	8 532	693
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		1 456	337	-566	-628	5 898	-30 714	-	-	-104
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	15 772	-5 563	4 511	-815	8 035	7 492	1 732	93	930
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-99	-139	-64	-86	-15	-31	-97	-63	-
Valutagevinst/tap		-	-	-	-	-1 022	-740	-	-	-
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>		<b>152 475</b>	<b>133 473</b>	<b>51 399</b>	<b>52 845</b>	<b>31 210</b>	<b>-11 788</b>	<b>20 569</b>	<b>8 563</b>	<b>1 518</b>
<b>Forvaltningsinntekter og -kostnader</b>										
Forvaltningshonorarfast	8	-10 096	-9 924	-2 225	-2 342	-3 889	-5 636	-1 094	-584	-
Forvaltningshonorarvariabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>		<b>-10 096</b>	<b>-9 924</b>	<b>-2 225</b>	<b>-2 342</b>	<b>-3 889</b>	<b>-5 636</b>	<b>-1 094</b>	<b>-584</b>	<b>-</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>		<b>142 379</b>	<b>123 550</b>	<b>49 173</b>	<b>50 503</b>	<b>27 322</b>	<b>-17 424</b>	<b>19 475</b>	<b>7 979</b>	<b>1 518</b>
Skattekostnad	10	-	-	-	-	-78	-290	-	-	-236
<b>ÅRSRESULTAT</b>		<b>142 379</b>	<b>123 550</b>	<b>49 173</b>	<b>50 503</b>	<b>27 244</b>	<b>-17 713</b>	<b>19 475</b>	<b>7 979</b>	<b>1 282</b>
<b>Som disponeres</b>										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	23 093	-9 553	10 662	-4 670	27 244	-17 713	-9 056	-1 520	1 282
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	119 286	133 102	38 511	55 173	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	-	-	28 531	9 499	-
<b>SUM</b>		<b>142 379</b>	<b>123 550</b>	<b>49 173</b>	<b>50 503</b>	<b>27 244</b>	<b>-17 713</b>	<b>19 475</b>	<b>7 979</b>	<b>1 282</b>

BALANSE	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2012	
<b>Eiendeler</b>										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	2 984 971	3 340 674	797 137	1 286 629	-	29 393	-	-	68 277
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	-	-	-	-	439 235	468 383	795 819	396 565	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7	10 651	-5 121	3 480	-1 031	14 717	6 682	1 558	-174	930
Opptjente renter verdipapir	7	13 202	19 787	5 193	7 631	7 940	6 086	3 359	1 835	-
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>		<b>3 008 825</b>	<b>3 355 340</b>	<b>805 810</b>	<b>1 293 229</b>	<b>461 892</b>	<b>510 544</b>	<b>800 736</b>	<b>398 226</b>	<b>69 207</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Til gode fra meglere		-	-	-	-	-	-	-	10 042	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	-	-	1	1	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	852	893	-	-	-
Andre fordringer		179	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>		<b>179</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>854</b>	<b>894</b>	<b>-</b>	<b>10 042</b>	<b>-</b>
Bankinnskudd		850 446	832 701	489 951	425 173	8 951	24 278	29 083	6 191	408
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>3 859 449</b>	<b>4 188 041</b>	<b>1 295 761</b>	<b>1 718 402</b>	<b>471 696</b>	<b>535 716</b>	<b>829 819</b>	<b>414 459</b>	<b>69 615</b>
<b>Egenkapital</b>										
Andelskapital til pålydende	9	3 693 165	4 019 037	1 256 286	1 666 756	423 042	508 973	818 539	390 066	68 116
Overkurs	9	33 864	37 727	-2 937	-3 256	44 285	48 907	6 171	1 891	-43
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>3 727 029</b>	<b>4 056 764</b>	<b>1 253 349</b>	<b>1 663 500</b>	<b>467 327</b>	<b>557 880</b>	<b>824 710</b>	<b>391 957</b>	<b>68 073</b>
Opptjent egenkapital	9	10 274	-5 251	3 123	-1 172	3 301	-23 942	1 647	1 035	1 282
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	119 583	133 570	38 750	55 411	-41	-41	-	-	-
<b>SUM EGENKAPITAL</b>		<b>3 856 886</b>	<b>4 185 083</b>	<b>1 295 222</b>	<b>1 717 740</b>	<b>470 588</b>	<b>533 897</b>	<b>826 357</b>	<b>392 991</b>	<b>69 356</b>
<b>Gjeld</b>										
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	-	-	29
Skyldig til meglere		-	-	-	-	-	-	-	9 915	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		2 563	2 712	539	662	959	1 228	363	203	-
Annengjeld		-	246	-	-	150	591	3 099	11 350	230
<b>SUM ANNEN GJELD</b>		<b>2 563</b>	<b>2 958</b>	<b>539</b>	<b>662</b>	<b>1 109</b>	<b>1 819</b>	<b>3 462</b>	<b>21 468</b>	<b>259</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>3 859 449</b>	<b>4 188 041</b>	<b>1 295 761</b>	<b>1 718 402</b>	<b>471 696</b>	<b>535 716</b>	<b>829 819</b>	<b>414 459</b>	<b>69 615</b>

\* Angitt i hele tusen svenske kroner

\*\* Driftsoppstartfond 29.02.2012

Stavanger 24. januar 2013

Styret for SKAGEN AS

Martin Gjelsvik

Tor Dagfinn Veen

Martin Petersson

Yuhong Jin Hermansen

Barbro Johansson

Anne S.K. Stensrud

Jesper Rangvid

Per Gustav Blom

# Generelle noter 2012

## NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

Alle tall oppgis i hele tusen om ikke annet er angitt.

Regnskapet for 2012 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

### Finansielle instrumenter:

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

### Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2012.

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

Unoterte aksjer er verdsatt etter siste omsetningskurs, verddivurderinger foretatt av meglerforbindelser og/eller interne verddivurderinger.

### Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2012.

### Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasje til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunktet.

### Avsatt til utdeling til andelseierne:

For rentefondene er skattemessig resultat, bestående av renteinntekter, realisert gevinst/tap samt andre inntekter med fradrag for forvaltningskostnader og transaksjonsdrevne depotomkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2012.

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

## NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

Ingen av fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2012.

## NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs-, valutakurs- og likviditetsrisiko. Rentefondene er eksponert for renterisiko, kredittrisiko, likviditetsrisiko og valutarisiko i de tilfeller fondene investerer i annen valuta enn NOK.

Foruten lover, forskrifter og vedtekter som regulerer fondenes risiko, styres fondenes risiko ut fra en bevisst holdning til selskapsespesifikk risiko knyttet til selskaper som inngår i fondenes porteføljer.

## NOTE 4: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

## NOTE 5: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på gjennomsnittlig varighet på fondets investeringer.

Omløpshastigheten er beregnet som det minste av henholdsvis samlet kjøp og samlet salg av verdipapirer i porteføljen i løpet av året, delt på gjennomsnittlig forvaltningskapital i løpet av året. Formelen er en tilnærming for beregning av fondets omløpshastighet.

### Omløpshastighet for 2012:

SKAGEN Vekst	28 %
SKAGEN Global	25 %
SKAGEN Kon Tiki	21 %
SKAGEN m <sup>2</sup>	1 %
SKAGEN Balanse 60/40	28 %
SKAGEN Avkastning	63 %
SKAGEN Høyrente	41 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	81 %
SKAGEN Tellus	139 %
SKAGEN Krona	320 %

## NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondet har ikke tegnings- eller innløsnings-provisjoner.

## NOTE 7: SE SIDENE 53 – 65

## SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	624 396	-845 214	7 544 815	7 323 997
Utstedelse av andeler	65 125	753 974		819 099
Innløsning av andeler	-130 409	-1 497 236		-1 627 645
Årsresultat			666 539	666 539
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>559 112</b>	<b>-1 588 476</b>	<b>8 211 353</b>	<b>7 181 990</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>	
Antall andeler	5 591 123	6 243 962	6 977 271	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	1 284,4768	1 173,0200	1 463,6198	

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

### NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradretsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Fra og med inntektsåret 2012 er skatteplikt på 3 prosent av skattefrie realiserte gevinster opphevet.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst for årene 2012 og 2011 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

### NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

## SKAGEN Global Note 8, 9 og 10

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 1 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner.

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	4 148 123	17 496 070	9 809 605	31 453 798
Utstedelse av andeler	772 054	5 475 030		6 247 083
Innløsning av andeler	-816 927	-5 683 951		-6 500 878
Årsresultat			3 072 860	3 072 860
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>4 103 250</b>	<b>17 287 148</b>	<b>12 882 465</b>	<b>34 272 863</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>	
Antall andeler	41 032 500	41 481 231	39 642 319	
Basiskurs prandel (angitt i hele kroner)*	835,3336	758,2843	811,4809	

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

### NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradretsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Fra og med inntektsåret 2012 er skatteplikt på 3 prosent av skattefrie realiserte gevinster opphevet.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Global for årene 2012 og 2011 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

## SKAGEN Kon-Tiki Note 8, 9, 10 og 11

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar utgjør 2 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar:1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	8 268 739	21 034 537	11 378 644	40 681 919
Utstedelse av andeler	2 732 572	11 425 009		14 157 582
Innløsning av andeler	-2 111 662	-8 679 982		-10 791 643
Årsresultat			2 139 995	2 139 995
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>8 889 649</b>	<b>23 779 564</b>	<b>13 518 639</b>	<b>46 187 853</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>	
Antall andeler	88 896 486	82 687 385	82 589 405	
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	519,6300	492,0310	570,9556	

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

### NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Fra og med inntektsåret 2012 er skatteplikt på 3 prosent av skattefrie realiserede gevinster opphevet.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki for årene 2012 og 2011 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

### NOTE 11. RISK-BELØP (angitt i hele kroner)

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

## SKAGEN Høyrente Note 8, 9 og 10

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	4 019 037	37 727	-5 251	133 570	4 185 083
Utstedelse av andeler	3 060 438	30 254	42 957		3 133 649
Innløsning av andeler	-3 386 309	-34 118	-50 526		-3 470 953
Reinvestert for andelseierne				-133 272	-133 272
Avsatt til reinvestering for andelseierne				119 286	119 286
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			23 093		23 093
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>3 693 165</b>	<b>3 3864</b>	<b>10 274</b>	<b>119 583</b>	<b>3 856 886</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>		
Antall andeler	36 931 648	40 190 371	33 890 228		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	104,4340	104,1241	103,8222		

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

### NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 28 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

## SKAGEN Høyrente Institusjon Note 8, 9 og 10

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	1 666 756	-3 256	-1 172	55 411	1 717 740
Utstedelse av andeler	4 797 791	-512	6 091		4 853 370
Innløsning av andeler	-890 261	832	-12 459		-901 888
Reinvestert for andelseierne				-55 173	-55 173
Avsatt til reinvestering for andelseierne				38 511	38 511
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			10 662		10 662
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>1 256 286</b>	<b>-2 937</b>	<b>3 123</b>	<b>38 750</b>	<b>1 295 222</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>		
Antall andeler	12 562 857	16 667 559	14 765 667		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	103,1008	103,0476	102,8252		

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

## NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 28 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

## SKAGEN Avkastning Note 8, 9, 10 og 11

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	874 664	303 416	-23 261	-483	1 154 337
Utstedelse av andeler	3 075 84	110 323	3 672		4 215 880
Innløsning av andeler	-3 940 99	-136 568	-2 623		-4 080 190
Avsatt til reinvestering for andelseierne				36 606	36 606
Årsresultat etter utbetaling til andelseierne			35 632		35 632
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>788 149</b>	<b>277 172</b>	<b>13 420</b>	<b>36 124</b>	<b>1 114 865</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>		
Antall andeler	7 881 492	8 746 638	12 204 208		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	141,457	131,963	128,5463		

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

### NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 28 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Avkastning hadde et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 12 mill pr 31/12/2011. Tilhørende utsatt skattefordel var ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne var usikker.

Skattemessig underskudd til fremføring er i sin helhet kommet til anvendelse i 2012.

### NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.12 trekk på USD, EUR og ZAR bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Portugese Government, Slovak Government, Lithuanian Government, Spanish Government og South African Government.

## SKAGEN Tellus Note 8, 9 og 10

### NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

### NOTE 9. EGENKAPITAL

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Avsatt til andels-eierne for reinvest. i nye andeler	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	508 973	48 907	-23 942	-41	533 897
Utstedelse av andeler	1 926 34	14 539			2 041 113
Innløsning av andeler	-2 785 565	-19 161			-2 804 726
Reinvestert for andelseierne					-
Årsresultat etter utdeling til andelseierne			27 244		27 244
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>423 042</b>	<b>44 285</b>	<b>3 301</b>	<b>-41</b>	<b>470 588</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>		
Antall andeler	4 230 420	5 089 726	6 887 985		
Basiskursprandel (angitt i hele kroner)*	111,2406	104,8583	113,9964		

\* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

### NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 28 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Tellus har et skattemessig underskudd til fremføring på NOK 6 mill pr 31/12/2012. Tilhørende utsatt skattefordel er ikke bokført i balansen da fremtidig utnyttelse av denne er usikker.

**SKAGEN Krona Note 8, 9 og 10** (alle tall i hele tusen SEK)**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

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

**NOTE 9. EGENKAPITAL**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	390 066	1 891	1 035	392 991
Utstedelse av andeler	837 105	7 974	17 654	862 733
Innløsning av andeler	-436 908	-3 950	-7 984	-448 842
Reinvestert forandelseierne	28 275	256		28 531
Årsresultat			-9 056	-9 056
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>818 539</b>	<b>6 171</b>	<b>1 647</b>	<b>826 357</b>
	<b>31.12.12</b>	<b>31.12.11</b>	<b>31.12.10</b>	
Antall andeler	8 185 390	3 900 661	2 127 741	
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	100,9874	100,7418	100,4158	

\* Basiskurs er satt ved dagslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

**NOTE 10. SKATTENOTE**

Rentefond er skattepliktig med 28 prosent av netto realiserte kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjent periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret.

Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

**SKAGEN Balanse 60/40 Note 8, 9 og 10****NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Balanse 60/40, men de underliggende fond belastes forvaltningsgodtgjørelse i henhold til hvert fonds prospekt. Satsene for forvaltningsgodtgjørelse i potensielle underliggende fond er som følger:

	Fast honorar i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital	Variabelt forvaltningshonorar
SKAGEN Avkastning	0,5 %	-
SKAGEN Tellus	0,8 %	-
SKAGEN Høyrente	0,25 %	-
SKAGEN Høyrente Institusjon	0,15 %	-
SKAGEN Vekst	1,0 %	1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a.
SKAGEN Global	1,0 %	*
SKAGEN Kon-Tiki	2,0 %	**

\* 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total Return Net \$ målt i norske kroner.

\*\* 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

**NOTE 9. EGENKAPITAL**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 1.1.2012	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	115 668	-175		115 493
Innløsning av andeler	-47 552	133		-47 420
Årsresultat			1 282	1 282
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>68 116</b>	<b>-43</b>	<b>1 282</b>	<b>69 356</b>

SKAGEN Balanse 60/40 hadde driftsoppstart 29.02.2012.

	31.12.12
Antall andeler	681 158
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	101,8231

\* Basiskurs er satt ved dagslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

**NOTE 10. SKATTENOTE**

SKAGEN Balanse 60/40 er fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragrett for tap ved realisasjon av aksjefondsandeler innenfor EU/EØS. Fondet er skattepliktig for gevinst og har fradragrett for tap ved realisasjon av rentefondsandeler. Opptjent periodiserte renteinntekter inngår også i skattegrunnlaget.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	29.02.2012 - 31.12.2012
Netto renteinntekt	693
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	46
<b>Sum skattepliktige inntekter</b>	<b>739</b>
Fradragberettigede kostnader	-
Netto skattepliktig inntekt	739
<b>Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)</b>	<b>739</b>
<b>Betalbar skatt i resultatregnskapet</b>	
Betalbar skatt (Ax 28 %)	207
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-
<b>Skyldig betalbar skatt</b>	<b>207</b>
<b>Grunnlag utsatt skatt i balansen</b>	
Urealisert gevinst rentefondsandeler (B)	103
<b>Utsatt skatt i balansen (B x 28%)</b>	<b>29</b>
<b>Skattekostnad i resultatregnskapet</b>	
Betalbar skatt	207
Endring i utsatt skatt	29
<b>Sum skattekostnad</b>	<b>236</b>
Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.	

**SKAGEN m² Note 8, 9 og 10****NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

Fast forvaltningshonorar utgjør 1,5 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i tillegg til variabelt forvaltningshonorar: 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 3 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,75 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital.

**NOTE 9. EGENKAPITAL**

	Andelskapital	Overkurs	Opptjent egenkapital	Sum
EGENKAPITAL PR 31.10.2012	-	-	-	-
Utstedelse av andeler	216 081	22		216 103
Innløsning av andeler	-5 212	-15		-5 227
Årsresultat			3 116	3 116
<b>EGENKAPITAL PR 31.12.2012</b>	<b>210 869</b>	<b>7</b>	<b>3 116</b>	<b>213 992</b>

SKAGEN m² hadde oppstart 31.10.2012

	31.12.12
Antall andeler	2 108 687
Basiskurs pr andel (angitt i hele kroner)*	101,4865

\* Basiskurs er satt ved dagslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31/12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

**NOTE 10. SKATTENOTE**

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Fra og med inntektsåret 2012 er skatteplikt på 3 prosent av skattefrie realiserte gevinster opphevet.

Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Ved investering i objekter som er transparente for norske skatteformål og som deltakerlignes etter norske skatteregler, vil fondet bli løpende beskattet i Norge for sin forholdsmessige andel av overskuddet i investeringsobjektet. Utdelinger mottatt fra transparente objekter vil i utgangspunktet være skattefrie. 3 prosent av disse utdelingene vil imidlertid behandles som skattepliktige.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	31.10.2012-31.12.2012
Renteinntekt	50
Skattepliktig aksjeutbytte	221
3 % av skattefritt aksjeutbytte	-
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	18
3 % av skattefri utdeling fra transparent objekt	6
Valutagevinst/tap	-185
<b>Sum skattepliktige inntekter</b>	<b>110</b>
Fast forvaltningshonorar	-466
Variabelt forvaltningshonorar	183
<b>Sum fradragberettigede kostnader</b>	<b>-283</b>
<b>Netto skattepliktig inntekt</b>	<b>-173</b>
<b>Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)</b>	<b>-</b>

Betalbar skatt i resultatregnskapet	
Betalbar skatt (Ax 28 %)	-
<b>Skyldig betalbar skatt</b>	<b>-</b>

Grunnlag utsatt skatt i balansen	
Urealisert gevinst utenfor fritaksmetoden	254
Underskudd til fremføring	-173
<b>Sum grunnlag utsatt skatt (B)</b>	<b>81</b>

Utsatt skatt (B x 28%)	23
Kreditfradrag for betalt kildeskatt til fremføring	-11
<b>Netto utsatt skatt i balansen</b>	<b>12</b>

Skattekostnad i resultatregnskapet	
Betalbar skatt	-
Endring i utsatt skatt	23
Kildeskatt utbytte	33
<b>Sum skattekostnad</b>	<b>56</b>
Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.	

# SKAGEN Balanse 60/40

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	KjøpsverdiNOK	Markedskurs	Valuta	MarkedsverdiNOK	Urealisert gevinst/tap	Andelavfondet
<b>Aksjefond</b>							
SKAGEN Global	25 345	20 420 513	835,33	NOK	21 171 196	750 683	30,53 %
SKAGEN Vekst	8 284	10 541 997	1 284,48	NOK	10 640 206	98 209	15,34 %
SKAGEN Kon-Tiki	20 331	10 587 056	519,63	NOK	10 564 411	-22 646	15,23 %
<b>Sum Aksjefond</b>		<b>41 549 566</b>			<b>42 375 812</b>	<b>826 246</b>	<b>61,10 %</b>
<b>Rentefond</b>							
SKAGEN Høyrente	101 285	10 232 673	101,20	NOK	10 250 419	17 746	14,78 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	97 247	9 717 544	100,04	NOK	9 728 181	10 637	14,03 %
<b>Sum Rentefond</b>		<b>19 950 217</b>			<b>19 978 600</b>	<b>28 383</b>	<b>28,81 %</b>
<b>Obligasjonsfond</b>							
SKAGEN Avkastning	50 084	6 777 030	136,81	NOK	6 852 095	75 065	9,88 %
<b>Sum Obligasjonsfond</b>		<b>6 777 030</b>			<b>6 852 095</b>	<b>75 065</b>	<b>9,88 %</b>
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>1)</sup></b>		<b>68 276 814</b>			<b>69 206 507</b>	<b>929 693</b>	<b>99,79 %</b>

<sup>1)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2012 henvises til balansen.

Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGENAS. Kurser er tilgjengelige på hjemmesiden [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no) og publiseres i relevante aviser.

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Balanse 60/40 benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

# SKAGEN m<sup>2</sup>

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	KjøpsverdiNOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andelavfondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Eiendomsselskaper inkl REITs<sup>2)</sup></b>									
Lippo Malls Indonesia Retail Trust	4 671 000	10 447 989	0,49	SGD	10 435 166	-12 823	4,89 %	0,21 %	Singapore
SM Prime Holdings Inc	4 220 000	8 485 811	16,50	PHP	9 466 198	980 388	4,43 %	0,02 %	Philippines
Apartment Investmest & Management Co	61 000	9 244 768	27,06	USD	9 188 199	-56 568	4,30 %	0,04 %	New York
British Land Co Plc	180 000	8 841 167	5,62	GBP	9 153 007	311 840	4,29 %	0,02 %	London
Mercialys SA	72 500	8 677 917	17,15	EUR	9 133 833	455 916	4,28 %	0,08 %	Paris
General Shopping Brasil SA	312 000	9 449 796	10,67	BRL	9 048 331	-401 465	4,24 %	0,62 %	Sao Paulo
BR Properties SA	128 000	9 357 051	25,50	BRL	8 871 552	-485 499	4,15 %	0,04 %	Sao Paulo
Gecina SA	14 000	8 838 429	84,90	EUR	8 731 456	-106 973	4,09 %	0,02 %	Paris
Capita malls Asia Ltd	935 000	8 040 767	1,94	SGD	8 270 024	229 256	3,87 %	0,02 %	Singapore
Mapletree Logistics Trust	1 510 000	7 762 584	1,14	SGD	7 882 715	120 131	3,69 %	0,06 %	Singapore
DLF Ltd (P-note)	250 000	5 299 465	230,60	INR	5 850 416	550 951	2,74 %	0,01 %	National India
Lippo Karawaci Tbk PT	10 057 000	5 716 538	1 000	IDR	5 811 940	95 403	2,72 %	0,04 %	Indonesia
Lexington Realty Trust	97 436	5 270 517	10,45	USD	5 667 722	397 205	2,65 %	0,06 %	New York
Corio NV	21 500	5 451 575	34,31	EUR	5 419 677	-31 898	2,54 %	0,02 %	Amsterdam
Ascendas India Trust	1 545 000	5 464 772	0,75	SGD	5 283 031	-181 741	2,47 %	0,17 %	Singapore
Ashford Hospitality Trust	86 876	4 525 267	10,51	USD	5 082 476	557 209	2,38 %	0,13 %	New York
Soho China Ltd	1 115 000	4 487 248	6,22	HKD	4 984 053	496 805	2,33 %	0,02 %	Hong Kong
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	5 393	4 720 015	890,00	NOK	4 799 770	79 755	2,25 %	0,05 %	Oslo Børs
Mack-Cali Realty Corp	33 000	4 880 277	26,11	USD	4 796 159	-84 118	2,25 %	0,04 %	New York
Affine SA	48 400	4 606 440	12,61	EUR	4 483 440	-123 000	2,10 %	0,52 %	Paris
Evergrande Real Estate Group Ltd	1 444 000	3 848 559	4,25	HKD	4 410 355	561 796	2,07 %	0,01 %	Hong Kong
Summarecon Agung Tbk PT	4 000 000	4 217 112	1 900	IDR	4 392 040	174 928	2,06 %	0,06 %	Indonesia
Ticon Property Fund	2 097 594	4 219 191	11,40	THB	4 353 284	134 092	2,04 %	0,21 %	Bangkok
SL Green Realty Corp	97 000	4 078 920	76,65	USD	4 138 631	59 710	1,94 %	0,01 %	New York
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	10 503 000	4 259 220	680,00	IDR	4 127 385	-131 835	1,93 %	0,11 %	Indonesia
Global Logistic Properties Ltd	320 000	3 940 200	2,78	SGD	4 055 909	115 709	1,90 %	0,01 %	Singapore
Bumi Serpong Damai PT	6 261 500	4 504 234	1 110	IDR	4 016 558	-487 675	1,88 %	0,04 %	Indonesia
Nexity SA	20 000	3 502 627	25,53	EUR	3 751 602	248 975	1,76 %	0,04 %	Paris
Ticon Industrial Connection Pcl-Nvdr	1 357 300	3 306 698	14,50	THB	3 582 899	276 201	1,68 %	0,15 %	Bangkok
Surya Semesta Internusa PT	5 408 500	3 734 475	1 080	IDR	3 375 618	-358 857	1,58 %	0,11 %	Indonesia
Vista Land & Lifescapes Inc	5 080 000	3 453 832	4,86	PHP	3 356 442	-97 390	1,57 %	0,06 %	Philippines
Fastighets AB Balder	103 490	3 216 603	37,30	SEK	3 301 223	84 620	1,55 %	0,07 %	Stockholm
Hemaraj Land and Development Pcl-Nvdr	5 620 000	3 326 751	3,02	THB	3 089 825	-236 925	1,45 %	0,06 %	Bangkok
SGW Immobilien AG	8 500	1 897 715	32,00	EUR	1 998 112	100 397	0,94 %	0,02 %	Frankfurt
IJMLand Bhd	300 000	1 115 964	2,40	MYR	1 311 660	195 696	0,61 %	0,02 %	Kuala Lumpur
Citycon Oyj	60 437	1 101 674	2,57	EUR	1 141 003	39 329	0,53 %	0,02 %	Helsinki
KWG Property Holding Ltd	270 000	1 067 803	5,82	HKD	1 129 287	61 484	0,53 %	0,01 %	Hong Kong
PS Business Parks Inc	3 000	1 073 818	64,98	USD	1 085 110	11 292	0,51 %	0,01 %	New York
Franshion Properties China Ltd	530 000	1 022 198	2,79	HKD	1 062 668	40 470	0,50 %	0,01 %	Hong Kong
Sagax AB	1 598	254 609	188,00	SEK	256 923	2 314	0,12 %	0,01 %	Stockholm
<b>SUM EIENDOM</b>		<b>196 710 597</b>			<b>200 295 699</b>	<b>3 585 102</b>	<b>93,79 %</b>		
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>1)</sup></b>		<b>196 710 597</b>			<b>200 295 699</b>	<b>3 585 102</b>	<b>93,79 %</b>		

<sup>1)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2012 henvises til balansen.

<sup>2)</sup> REITs (Real Estate Investment Trusts) er børsnoterte, juridiske strukturer som er underlagt gunstige skatteregler i sine hjemland. Vilkårene for å oppnå gunstig beskatning er blant annet at selskapet oppfyller minimumskrav til eiendomsseksjonering og at en minimumsandel av overskuddet deles ut til eiere.

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN m<sup>2</sup> benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

# SKAGEN Vekst

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Energi</b>									
Solstad OffshoreASA	1 938 650	95 343 907	100,00	NOK	193 865 000	98 521 093	2,70 %	5,01 %	Oslo Børs
StatoilASA	1 173 335	170 429 227	139,00	NOK	163 093 565	-7 335 662	2,27 %	0,04 %	Oslo Børs
BonheurASA	1 192 594	88 117 205	136,00	NOK	162 192 784	74 075 579	2,26 %	2,92 %	Oslo Børs
GangerRolfASA	1 273 817	130 404 738	125,50	NOK	159 864 033	29 459 295	2,23 %	3,76 %	Oslo Børs
BakerHughes Inc	702 000	170 272 856	40,85	USD	159 616 395	-10 656 461	2,22 %	0,16 %	New York
DOFASA	5 762 213	110 021 666	27,00	NOK	155 579 751	45 558 085	2,17 %	5,19 %	Oslo Børs
Gazprom OaoADR	1 754 000	111 556 210	9,46	USD	92 362 037	-19 194 172	1,29 %	0,01 %	London Int.
Transocean Ltd	313 900	138 550 991	44,66	USD	78 033 810	-60 517 181	1,09 %	0,08 %	New York
Sevan DrillingASA	17 599 671	140 650 744	3,92	NOK	68 990 710	-71 660 033	0,96 %	5,23 %	Oslo Børs
Electromagnetic GeoservicesAS	5 029 207	68 319 497	13,06	NOK	65 681 443	-2 638 054	0,91 %	2,53 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	8 036 317	68 364 907	7,65	NOK	61 477 825	-6 887 082	0,86 %	2,03 %	Oslo Børs
Eidesvik OffshoreASA	1 587 641	60 594 698	33,00	NOK	52 392 153	-8 202 545	0,73 %	5,27 %	Oslo Børs
Marine Accurate WellASA	67 652 076	51 258 636	0,50	NOK	33 826 038	-17 432 598	0,47 %	5,76 %	Unotert
Subsea 7 SA	229 300	26 738 389	132,10	NOK	30 290 530	3 552 141	0,42 %	0,07 %	Oslo Børs
Northern Offshore Ltd	2 750 000	26 551 574	10,00	NOK	27 500 000	948 426	0,38 %	1,71 %	Oslo Børs
Fred Olsen Production ASA	3 000 000	18 734 740	8,60	NOK	25 800 000	7 065 260	0,36 %	2,83 %	Oslo Børs
Norwegian Energy CoASA	5 127 513	78 353 619	3,81	NOK	19 535 825	-58 817 794	0,27 %	1,45 %	Oslo Børs
Discovery Offshore SA	1 317 325	15 280 970	13,00	NOK	17 125 225	1 844 255	0,24 %	2,01 %	Oslo Axxess
Renewable Energy Corp ASA	11 267 486	17 508 405	1,07	NOK	12 056 210	-5 452 195	0,17 %	0,53 %	Oslo Børs
Remora ASA	828 465	26 108 037	0,73	NOK	604 779	-25 503 257	0,01 %	0,95 %	Unotert
Marine Subsea Cyprus Holding Ltd	4 130 450	10 147 033	2,00	USD	459 833	-9 687 200	0,01 %	-	Unotert
Sum småposter <sup>2)</sup>		1 698 004			296 134	-1 401 870	0,00 %		
<b>Sum Energi</b>		<b>1 625 006 054</b>			<b>1 580 644 081</b>	<b>-44 361 972</b>	<b>22,01 %</b>		
<b>Råvarer</b>									
Akzo Nobel NV	655 009	193 527 242	49,74	EUR	239 357 823	45 830 581	3,33 %	0,27 %	Amsterdam
Norsk Hydro ASA	7 252 679	186 185 581	27,88	NOK	202 204 691	16 019 109	2,82 %	0,35 %	Oslo Børs
Agrinos AS	817 242	23 068 088	39,00	NOK	31 872 438	8 804 350	0,44 %	1,83 %	Unotert
Norske Skogindustrier ASA	5 970 000	345 540 673	3,96	NOK	23 641 200	-321 899 473	0,33 %	3,14 %	Oslo Børs
Rottneros AB	11 091 911	54 677 865	2,00	SEK	18 971 605	-35 706 260	0,26 %	7,23 %	Stockholm
Nordic Mining ASA	15 241 972	23 964 974	0,90	NOK	13 717 775	-10 247 199	0,19 %	8,22 %	Oslo Axxess
Hexagon Composites ASA	2 833 473	4 283 776	4,47	NOK	12 665 624	8 381 848	0,18 %	2,13 %	Oslo Børs
Altona Mining Ltd	2 532 136	2 916 371	0,28	AUD	4 173 511	1 257 140	0,06 %	0,48 %	Sydney
<b>Sum Råvarer</b>		<b>834 164 571</b>			<b>546 604 667</b>	<b>-287 559 904</b>	<b>7,61 %</b>		
<b>Kapitalvarer, service og transport</b>									
Kongsberg Gruppen ASA	3 110 267	129 185 463	124,50	NOK	387 228 241	258 042 778	5,39 %	2,59 %	Oslo Børs
Norwegian Air Shuttle ASA	1 504 738	83 482 806	143,90	NOK	216 531 798	133 048 992	3,02 %	4,31 %	Oslo Børs
Wilh. Wilhelmsen Holding ASA	1 315 811	93 969 680	157,50	NOK	207 240 232	113 270 553	2,89 %	3,80 %	Oslo Børs
Stolt-Nielsen Ltd	926 602	114 905 029	115,00	NOK	106 559 230	-8 345 799	1,48 %	1,44 %	Oslo Børs
LG Corp	173 000	35 845 185	65 200	KRW	58 935 346	23 090 161	0,82 %	0,10 %	Seoul
Aveng Ltd	2 575 700	75 193 395	30,66	ZAR	51 844 437	-23 348 958	0,72 %	0,66 %	Johannesburg
Odfjell SE-A	1 664 725	74 526 069	24,00	NOK	39 953 400	-34 572 669	0,56 %	2,53 %	Oslo Børs
NKT Holding A/S	169 823	33 408 412	203,50	DKK	34 023 316	614 904	0,47 %	0,71 %	København
TTS Group ASA	3 222 553	32 175 187	9,40	NOK	30 291 998	-1 883 189	0,42 %	3,72 %	Oslo Børs
LG Corp Pref	224 482	25 796 379	23 400	KRW	27 446 029	1 649 650	0,38 %	6,77 %	Seoul
I.M. Skaugen SE	1 294 257	16 227 008	19,10	NOK	24 720 309	8 493 301	0,34 %	4,78 %	Oslo Børs
Goodtech ASA	2 116 842	48 134 917	11,65	NOK	24 661 209	-23 473 708	0,34 %	6,51 %	Oslo Børs
Norwegian Car Carriers ASA	12 348 096	37 786 022	1,70	NOK	20 991 763	-16 794 258	0,29 %	6,24 %	Oslo Børs
Akva Group ASA	1 270 800	34 324 972	12,50	NOK	15 885 000	-18 439 972	0,22 %	4,92 %	Oslo Børs
Kongsberg Automotive ASA	9 551 315	68 591 770	1,48	NOK	14 135 946	-54 455 824	0,20 %	2,35 %	Oslo Børs
ABB Ltd	100 000	11 462 148	134,10	SEK	11 468 232	6 084	0,16 %	0,00 %	Stockholm
Rederi AB Transatlantic	1 877 633	44 572 972	4,99	SEK	8 012 701	-36 560 271	0,11 %	1,81 %	Stockholm
Viti Invest AS	931 782	6 668 623	1,57	NOK	1 462 898	-5 205 725	0,02 %	5,95 %	Unotert
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>966 256 039</b>			<b>1 281 392 087</b>	<b>315 136 048</b>	<b>17,84 %</b>		
<b>Inntektsavhengige forbruksvarer</b>									
Royal Caribbean Cruises Ltd	1 993 021	305 591 208	34,00	USD	377 192 953	71 601 745	5,25 %	0,91 %	New York
Continental AG	300 000	146 291 125	87,59	EUR	193 030 842	46 739 717	2,69 %	0,15 %	Xetra
Kesko Oyj B	420 000	102 371 813	24,77	EUR	76 423 376	-25 948 437	1,06 %	0,63 %	Helsinki
Hurtigruten ASA	22 671 503	81 526 374	3,00	NOK	68 014 509	-13 511 865	0,95 %	5,39 %	Oslo Børs
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	591 300	10 522 543	16,71	USD	54 999 293	44 476 750	0,77 %	0,10 %	London Int.
NHST Media Group ASA	60 000	31 447 083	450,00	NOK	27 000 000	-4 447 083	0,38 %	4,66 %	Unotert
Fjord Line AS	2 850 000	28 500 000	5,00	NOK	14 250 000	-14 250 000	0,20 %	3,57 %	Unotert
LG Electronics Inc Pref	43 556	10 525 133	20 400	KRW	4 642 590	-5 882 544	0,06 %	0,03 %	Seoul
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>716 775 280</b>			<b>815 553 563</b>	<b>98 778 283</b>	<b>11,36 %</b>		

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Defensive konsumvarer</b>									
Cermaq ASA	1 084 045	45 733 456	83,75	NOK	90 788 769	45 055 312	1,26 %	1,17 %	Oslo Børs
Morpol ASA	7 337 930	153 525 204	11,35	NOK	83 285 505	-70 239 698	1,16 %	4,37 %	Oslo Børs
Austevoll Seafood ASA	1 972 716	62 173 336	28,50	NOK	56 222 406	-5 950 930	0,78 %	0,97 %	Oslo Børs
Royal Unibrew A/S	106 965	30 504 639	492,00	DKK	51 811 065	21 306 426	0,72 %	1,01 %	København
Yazicilar Holding AS	750 000	25 622 446	15,90	TRY	37 232 465	11 610 019	0,52 %	0,47 %	Istanbul
Natuzzi SpA ADR	334 948	16 412 140	1,92	USD	3 579 739	-12 832 401	0,05 %	0,61 %	New York
R. Domstein & Co AS Convertible	3 750 000	3 750 000	75,00	NOK	2 813 527	-936 473	0,04 %	15,00 %	Unotert
Codfarmers ASA Convertible 07/11 15%	8 014 056	8 014 056	25,00	NOK	2 071 579	-5 942 477	0,03 %	-	Unotert
Genomar AS	463 407	11 585 175	0,50	NOK	231 703	-11 353 471	0,00 %	6,31 %	Unotert
Daging Dairy Holdings Ltd	4 963 663	10 343 810	0,01	HKD	35 671	-10 308 139	0,00 %	0,49 %	Hong Kong
Norsk Marin Fisk AS	354 000	7 338 000	0,01	NOK	3 540	-7 334 460	0,00 %	3,13 %	Unotert
<b>Sum Defensive konsumvarer</b>		<b>375 002 262</b>			<b>328 075 970</b>	<b>-46 926 292</b>	<b>4,57 %</b>		
<b>Medisin</b>									
Teva Pharmaceutical - Sp ADR	1 361 530	361 874 143	37,34	USD	282 992 097	-78 882 046	3,94 %	0,16 %	NASDAQ
Photocure ASA	1 109 401	44 688 328	38,00	NOK	42 157 238	-2 531 090	0,59 %	5,19 %	Oslo Børs
Medi-Stim ASA	1 513 625	18 912 799	19,70	NOK	29 818 412	10 905 613	0,42 %	8,03 %	Oslo Børs
Karolinska Development AB	1 234 600	43 031 490	15,30	SEK	16 154 198	-26 877 292	0,22 %	2,63 %	Stockholm
PCI Biotech ASA	75 000	1 723 784	31,50	NOK	2 362 500	638 716	0,03 %	0,98 %	Oslo Børs
Norchip AS	1 200 000	18 000 000	0,01	NOK	12 000	-17 988 000	0,00 %	6,66 %	Unotert
Gamma Medica-Ideas Inc USA	238 486	9 062 468	0,01	NOK	2 385	-9 060 083	0,00 %	3,46 %	Unotert
<b>Sum Medisin</b>		<b>497 293 012</b>			<b>373 498 830</b>	<b>-123 794 182</b>	<b>5,20 %</b>		
<b>Bank og finans</b>									
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	180 025	33 834 264	890,00	NOK	160 222 250	126 387 986	2,23 %	1,69 %	Oslo Børs
Danske Bank A/S	1 604 330	164 672 314	95,65	DKK	151 075 625	-13 596 689	2,10 %	0,16 %	København
RSA Insurance Group Plc	12 071 404	118 277 312	1,26	GBP	137 292 892	19 015 580	1,91 %	0,34 %	London
Korean Reinsurance Co	1 371 994	45 969 126	11 500	KRW	82 438 901	36 469 775	1,15 %	1,16 %	Seoul
Gjensidige Forsikring ASA	971 411	57 257 087	79,40	NOK	77 130 033	19 872 947	1,07 %	0,19 %	Oslo Børs
Hannover Ruckversicherungs AG	176 000	35 468 445	58,96	EUR	76 229 148	40 760 703	1,06 %	0,15 %	Frankfurt
Northern Logistic Property ASA	2 728 689	82 502 098	25,70	NOK	70 127 307	-12 374 790	0,98 %	7,01 %	Oslo Børs
Hitecvision AS	762 746	5 183 496	75,00	NOK	57 205 950	52 022 454	0,80 %	4,14 %	Unotert
Sparebanken Øst	1 413 500	25 052 791	32,50	NOK	45 938 750	20 885 959	0,64 %	6,82 %	Oslo Børs
Norwegian Finans Holding ASA	8 862 107	17 376 272	5,10	NOK	45 196 746	27 820 473	0,63 %	5,21 %	Unotert
Talanx AG	275 024	37 840 008	21,48	EUR	43 396 609	5 556 601	0,60 %	0,11 %	Frankfurt
Sparebanken Vest	995 506	45 056 270	29,40	NOK	29 267 876	-15 788 394	0,41 %	3,13 %	Oslo Børs
ABG Sundal Collier Holding ASA	3 106 000	15 848 384	4,30	NOK	13 355 800	-2 492 584	0,19 %	0,72 %	Oslo Børs
Helgeland Sparebank	407 400	16 336 800	31,00	NOK	12 629 400	-3 707 400	0,18 %	2,18 %	Oslo Børs
Zoncolan ASA	730 000	4 045 513	3,25	NOK	2 372 500	-1 673 013	0,03 %	4,90 %	Oslo Axess
Klepp Sparebank	28 750	2 986 006	56,50	NOK	1 624 375	-1 361 631	0,02 %	2,67 %	Oslo Børs
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>707 706 186</b>			<b>1 005 504 163</b>	<b>297 797 977</b>	<b>14,00 %</b>		
<b>Informasjonsteknologi</b>									
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	199 321	257 657 313	402,00	USD	446 017 490	188 360 177	6,21 %	0,44 %	London Int.
SAP AG	342 400	131 117 253	60,69	EUR	152 651 761	21 534 507	2,13 %	0,03 %	Xetra
Q-Free ASA	3 182 604	44 687 622	19,10	NOK	60 787 736	16 100 114	0,85 %	4,68 %	Oslo Børs
Proact IT Group AB	458 101	15 214 172	102,25	SEK	40 058 275	24 844 103	0,56 %	4,91 %	Stockholm
PSI Group ASA	3 796 612	43 430 508	4,21	NOK	15 983 737	-27 446 771	0,22 %	8,56 %	Oslo Børs
Bang & Olufsen A/S	220 375	16 862 279	67,50	DKK	14 644 745	-2 217 534	0,20 %	0,56 %	København
Data Respons ASA	552 500	5 525 003	5,71	NOK	3 154 775	-2 370 228	0,04 %	1,14 %	Oslo Børs
Oter Invest AS	2 468 164	6 930 569	1,00	NOK	2 468 164	-4 462 405	0,03 %	8,09 %	Unotert
Precise Biometrics AB	1 680 000	2 018 540	0,70	SEK	1 005 715	-1 012 824	0,01 %	0,64 %	Stockholm
Ceetron ASA	60 622	935 943	2,70	NOK	163 679	-772 264	0,00 %	2,53 %	Unotert
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>524 379 202</b>			<b>736 936 077</b>	<b>212 556 876</b>	<b>10,26 %</b>		
<b>Telekom</b>									
France Telecom SA	1 968 904	193 545 318	8,34	EUR	120 611 700	-72 933 618	1,68 %	0,07 %	Paris
Sistema Jsc GDR	668 658	29 215 220	20,20	USD	75 184 479	45 969 258	1,05 %	0,14 %	London Int.
Mobile Telesystems ADR	400 000	25 457 837	18,65	USD	41 525 188	16 067 351	0,58 %	0,04 %	New York
Indosat Tbk PT	7 736 500	28 403 245	6 450	IDR	28 837 456	434 211	0,40 %	0,14 %	Indonesia
Pakistan Telecom Co Ltd GDR	20 000	7 842 206	17,61	USD	1 960 479	-5 881 728	0,03 %	0,04 %	Unotert
<b>Sum Telekom</b>		<b>284 463 826</b>			<b>268 119 301</b>	<b>-16 344 525</b>	<b>3,73 %</b>		
<b>Nyttetjenester</b>									
Fortum Oyj	868 100	96 519 662	14,15	EUR	90 235 436	-6 284 226	1,26 %	0,10 %	Helsinki
<b>Sum Nyttetjenester</b>		<b>96 519 662</b>			<b>90 235 436</b>	<b>-6 284 226</b>	<b>1,26 %</b>		
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>1)</sup></b>		<b>6 627 566 093</b>			<b>7 026 564 175</b>	<b>398 998 082</b>	<b>97,85 %</b>		

<sup>1)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2012 henvises til balansen.

<sup>2)</sup> Ved henviselse til forvaltningsselskapet SKAGEN AS kan man få tilsendt en oversikt over hvilke selskapersom inngår i posten

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Vekst er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realisererte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

# SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Energi</b>									
Gazprom OaoADR	18 239 618	1 244 493 734	9,46	USD	960 460 820	-284 032 914	2,80 %	0,15 %	London Int.
Baker Hughes Inc	2 300 804	598 714 449	40,85	USD	523 142 508	-75 571 941	1,53 %	0,52 %	New York
Weatherford Intl Ltd	7 598 130	624 105 816	11,19	USD	473 270 664	-150 835 152	1,38 %	0,99 %	New York
Enesco Plc Class A	1 362 042	390 916 884	59,28	USD	449 439 743	58 522 858	1,31 %	0,59 %	New York
OMVAG	2 092 000	450 594 750	27,35	EUR	420 387 044	-30 207 705	1,23 %	0,64 %	Wien
Kazmunaigas Exploration GDR	3 153 114	395 621 725	18,00	USD	315 925 700	-79 696 026	0,92 %	0,75 %	London Int.
Afren Plc	22 662 570	234 648 050	1,31	GBP	268 823 259	34 175 209	0,78 %	2,08 %	London
Petroleo Brasileiro PrefADR	2 058 773	365 335 049	19,31	USD	221 290 880	-144 044 169	0,65 %	0,07 %	New York
Nabors Industries Ltd	2 340 233	311 125 608	14,45	USD	188 234 717	-122 890 892	0,55 %	0,81 %	New York
Surgutneftegas OAO	46 860 925	172 814 469	19,92	RUB	170 192 551	-2 621 918	0,50 %	0,61 %	Moscow
BPlc	4 002 350	202 555 704	4,25	GBP	153 834 790	-48 720 914	0,45 %	0,02 %	London
Electromagnetic Geoservices AS	10 124 112	157 087 703	13,06	NOK	132 220 903	-24 866 800	0,39 %	5,09 %	Oslo Børs
BPlcADR	518 549	157 515 424	41,64	USD	120 191 374	-37 324 050	0,35 %	0,00 %	New York
Pacific Drilling SA	1 654 996	94 318 768	9,44	USD	86 964 443	-7 354 325	0,25 %	0,76 %	New York
Noble Corp	431 493	92 898 719	34,82	USD	83 632 542	-9 266 176	0,24 %	0,17 %	New York
Renewable Energy Corp ASA	5 571 215	7 954 550	1,07	NOK	5 961 200	-1 993 350	0,02 %	0,26 %	Oslo Børs
Surgutneftegas OAOADR	25 268	1 234 166	8,80	USD	1 237 731	3 565	0,00 %	0,00 %	London Int.
<b>Sum Energi</b>		<b>5 501 935 567</b>			<b>4 575 210 870</b>	<b>-926 724 698</b>	<b>13,35 %</b>		
<b>Råvarer</b>									
Akzo Nobel NV	1 910 110	576 762 464	49,74	EUR	698 005 328	121 242 863	2,04 %	0,80 %	Amsterdam
Ternium SAADR	3 049 582	473 404 782	23,55	USD	399 764 298	-73 640 484	1,17 %	1,55 %	New York
HeidelbergcementAG	1 186 581	372 574 419	45,83	EUR	399 482 879	26 908 460	1,17 %	0,63 %	Frankfurt
Mayr-MelnhofKartonAG	452 203	204 333 896	80,88	EUR	268 673 916	64 340 020	0,78 %	2,26 %	Wien
Norsk Hydro ASA	9 388 878	276 902 290	27,88	NOK	261 761 919	-15 140 371	0,76 %	0,45 %	Oslo Børs
Lundin Mining Corp SDR	7 506 030	192 899 646	32,61	SEK	209 328 705	16 429 059	0,61 %	1,29 %	Stockholm
UPM-Kymmene Oyj	1 487 477	98 366 556	8,80	EUR	96 212 288	-2 154 268	0,28 %	0,28 %	Helsinki
Lundin Mining Corp	2 238 609	57 861 402	5,12	CAD	64 100 581	6 239 179	0,19 %	0,38 %	Toronto
<b>Sum Råvarer</b>		<b>2 253 105 456</b>			<b>2 397 329 914</b>	<b>144 224 458</b>	<b>7,00 %</b>		
<b>Kapitalvarer, service og transport</b>									
Tyco International Ltd	5 979 910	632 971 796	29,25	USD	973 628 542	340 656 745	2,84 %	1,28 %	New York
ADT Corp	2 991 455	414 908 175	46,49	USD	774 131 606	359 223 431	2,26 %	1,29 %	New York
LG Corp	1 908 717	494 998 777	65,200	KRW	650 236 398	155 237 621	1,90 %	1,11 %	Seoul
Bunge Ltd	1 279 847	420 427 474	72,69	USD	517 851 814	97 424 340	1,51 %	0,88 %	New York
Siemens AG	804 669	471 404 283	82,20	EUR	485 892 295	14 488 012	1,42 %	0,09 %	Frankfurt
Pentair Inc	1 399 082	192 454 942	49,15	USD	382 771 390	190 316 449	1,12 %	0,67 %	New York
TE Connectivity Ltd	1 658 999	266 037 715	37,12	USD	342 788 995	76 751 279	1,00 %	0,39 %	New York
Stolt-Nielsen Ltd	2 157 534	364 453 452	115,00	NOK	248 116 410	-116 337 042	0,72 %	3,36 %	Oslo Børs
BayWa AG	676 758	202 109 262	32,60	EUR	162 069 735	-40 039 527	0,47 %	1,97 %	Frankfurt
TRW Automotive Holdings Corp	382 340	95 502 050	53,61	USD	114 095 449	18 593 399	0,33 %	0,31 %	New York
Metso Oyj	432 315	85 460 775	32,04	EUR	101 752 183	16 291 408	0,30 %	0,29 %	Helsinki
Autoliv Inc	264 333	87 923 760	67,39	USD	99 156 142	11 232 382	0,29 %	0,28 %	New York
Autoliv Inc SDR	205 342	70 012 775	432,50	SEK	75 950 667	5 937 892	0,22 %	0,22 %	Stockholm
Finnair Oyj	4 220 820	229 241 860	2,38	EUR	73 794 622	-155 447 238	0,22 %	3,29 %	Helsinki
Krones AG	62 430	17 318 503	47,00	EUR	21 554 707	4 236 203	0,06 %	0,20 %	Frankfurt
Dalian Port (PDA) Co Ltd	6 209 000	8 410 636	1,84	HKD	8 210 260	-200 376	0,02 %	0,58 %	Hong Kong
LG Corp Pref	20 240	2 399 103	23,400	KRW	2 474 620	75 517	0,01 %	0,61 %	Seoul
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>4 056 035 339</b>			<b>5 034 475 834</b>	<b>978 440 495</b>	<b>14,69 %</b>		
<b>Inntektsavhengige forbruksvarer</b>									
Renault SA	1 779 079	451 117 878	40,68	EUR	531 716 917	80 599 038	1,55 %	0,60 %	Paris
Toyota Industries Corp	2 954 921	491 580 050	27,31	JPY	519 236 849	27 656 799	1,52 %	0,91 %	Tokyo
General Motors Co	3 102 615	431 854 581	28,83	USD	497 903 648	66 049 067	1,45 %	0,20 %	New York
Comcast Corp	2 187 662	218 322 851	35,92	USD	437 410 626	219 087 776	1,28 %	0,41 %	NASDAQ
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	562 937	157 824 391	75,600	KRW	222 363 616	64 539 225	0,65 %	1,50 %	Seoul
Tesco Plc	6 807 910	244 588 343	3,36	GBP	206 970 322	-37 618 021	0,60 %	0,08 %	London
Dixons Retail Plc	79 757 888	111 602 904	0,28	GBP	204 949 554	93 346 650	0,60 %	2,20 %	London
Unilever NV-Cva	906 212	157 965 491	28,83	EUR	191 955 557	33 990 066	0,56 %	0,05 %	Amsterdam
CTC Media Inc	3 565 567	174 334 201	7,78	USD	154 411 975	-19 922 226	0,45 %	2,25 %	NASDAQ
Yamaha Motor Co Ltd	1 979 911	160 526 279	949,00	JPY	120 895 410	-39 630 869	0,35 %	0,57 %	Tokyo
LG Electronics Inc Pref	1 050 948	272 663 963	20,400	KRW	112 019 475	-160 644 488	0,33 %	0,73 %	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	468 053	65 316 676	34,00	USD	88 582 254	23 265 578	0,26 %	0,21 %	New York
Television Broadcasts Ltd	1 264 462	306 094 222	57,90	HKD	526 614 055	22 004 634	0,15 %	0,29 %	Hong Kong
Esprit Holdings Ltd	546 283	44 823 641	10,74	HKD	42 163 828	-2 659 813	0,12 %	0,28 %	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	398 459	7 060 672	16,71	USD	37 062 343	30 001 671	0,11 %	0,06 %	London Int.
Hyundai Motor Co Pref (1p)	90 035	28 664 535	69,300	KRW	32 600 686	3 936 151	0,10 %	0,36 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd	134 000	5 776 564	931,65	INR	12 669 079	6 892 514	0,04 %	0,02 %	National India
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>3 054 632 442</b>			<b>3 465 526 195</b>	<b>410 893 753</b>	<b>10,11 %</b>		
<b>Defensive konsumervarer</b>									
Svenska Cellulosa AB-B	5 340 890	425 178 055	141,00	SEK	644 021 607	218 843 552	1,88 %	0,87 %	Stockholm
Yazicilar Holding AS	4 021 961	97 411 860	15,90	TRY	199 663 362	102 251 502	0,58 %	2,51 %	Istanbul
United Intl Enterprises	144 171	21 296 685	972,00	DKK	137 962 132	116 665 447	0,40 %	3,14 %	København
Royal Unibrew A/S	257 019	63 572 255	492,00	DKK	124 493 321	60 921 066	0,36 %	2,43 %	København
Chiquita Brands International Inc	1 622 233	119 163 707	8,25	USD	74 497 202	-44 666 505	0,22 %	3,50 %	New York
Lannen Tehta Oyj	222 900	24 721 927	14,32	EUR	23 447 903	-1 274 024	0,07 %	3,53 %	Helsinki
<b>Sum Defensive konsumervarer</b>		<b>751 344 488</b>			<b>1 204 085 526</b>	<b>452 741 038</b>	<b>3,51 %</b>		



## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Medisin</b>									
Teva Pharmaceutical-SpADR	2 574 343	558 858 468	37,34	USD	535 073 574	-23 784 893	1,56%	0,30%	NASDAQ
Roche Holding AG-Genusschein	468 483	409 391 710	184,00	CHF	524 717 638	115 325 929	1,53%	0,07%	Zürich
Rhoen-Klinikum AG	1 861 872	205 641 386	15,31	EUR	209 468 029	3 826 643	0,61%	1,35%	Frankfurt
Pfizer Inc	1 361 026	159 447 418	25,08	USD	190 000 442	30 553 024	0,55%	0,02%	NewYork
<b>Sum Medisin</b>		<b>1 333 338 981</b>			<b>1 459 259 683</b>	<b>125 920 702</b>	<b>4,26%</b>		
<b>Bank og finans</b>									
Citigroup Inc	8 251 582	1 856 382 734	39,56	USD	1 817 047 503	-39 335 231	5,30%	0,28%	NewYork
American International Group Inc	2 769 571	519 367 608	35,30	USD	544 201 816	24 834 208	1,59%	0,19%	NewYork
Hannover Rueckversicherung AG	1 184 427	250 206 171	58,96	EUR	512 999 212	262 793 041	1,50%	0,98%	Frankfurt
Gjensidige Forsikring ASA	5 212 341	308 223 233	79,40	NOK	413 859 875	105 636 643	1,21%	1,04%	Oslo Børs
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	8 324 327	176 300 355	15,51	BRL	350 921 827	174 621 472	1,02%	2,04%	Sao Paulo
Goldman Sachs Group Inc	494 133	358 021 228	127,56	USD	350 857 810	-7 163 419	1,02%	0,11%	NewYork
Haci Omer Sabanci Holding AS	11 151 355	216 056 125	9,80	TRY	341 206 360	125 150 235	1,00%	0,55%	Istanbul
Cheung Kong Holdings Ltd	3 832 974	288 154 308	119,00	HKD	327 793 445	39 639 137	0,96%	0,17%	Hong Kong
Kinnevik Investment AB-B	2 067 077	103 280 055	135,70	SEK	239 885 609	136 605 554	0,70%	0,90%	Stockholm
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	32 234 600	215 078 573	1,70	TRY	171 093 932	-43 984 641	0,50%	3,58%	Istanbul
RSA Insurance Group Plc	14 702 720	141 764 490	1,26	GBP	167 219 899	25 455 409	0,49%	0,41%	London
TAG Immobilien AG	2 327 790	132 754 087	9,49	EUR	162 363 981	29 609 894	0,47%	1,78%	Frankfurt
Sberbank of Russia	13 135 054	158 916 613	67,34	RUB	161 291 226	2 374 613	0,47%	1,31%	Moscow
Japan Securities Finance Co	4 124 475	236 377 976	550,00	JPY	145 958 468	-90 419 508	0,43%	4,40%	Tokyo
Asya Katilim Bankasi AS	21 065 168	206 740 917	2,21	TRY	145 351 862	-61 389 055	0,42%	2,34%	Istanbul
Sparebank 1 SR-Bank ASA	3 661 486	103 844 699	37,20	NOK	136 207 279	32 362 580	0,40%	1,43%	Oslo Børs
Talanx AG	786 319	108 454 837	21,48	EUR	124 074 911	15 620 074	0,36%	0,31%	Frankfurt
Industrial Bank of Korea	2 000 655	145 741 615	118,50	KRW	123 871 870	-21 869 746	0,36%	0,37%	Seoul
EFG-Hermes Holding SAE	12 791 176	223 242 620	11,02	EGP	123 331 867	-99 910 753	0,36%	2,67%	Cairo
GSW Immobilien AG	458 452	77 870 371	32,00	EUR	107 769 229	29 898 858	0,31%	0,91%	Frankfurt
Irsa Sa ADR	1 815 671	151 638 394	6,97	USD	70 443 790	-81 194 604	0,21%	3,14%	NewYork
CapitaMalls Asia Ltd	6 212 485	39 351 181	1,94	SGD	54 949 088	15 597 907	0,16%	0,16%	Singapore
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>6 017 768 192</b>			<b>6 592 700 858</b>	<b>574 932 666</b>	<b>19,24%</b>		
<b>Informasjonsteknologi</b>									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	5 219 930	1 202 766 187	852,000	KRW	2 323 453 547	1 120 687 360	6,78%	2,29%	Seoul
Oracle Corp	6 560 604	1 058 165 017	33,32	USD	1 216 806 709	158 641 692	3,55%	0,14%	NASDAQ
Microsoft Corp	3 839 442	600 724 306	26,71	USD	570 834 088	-29 890 218	1,67%	0,05%	NASDAQ
Kyocera Corp	985 768	518 608 150	7 770	JPY	492 826 061	-25 782 089	1,44%	0,52%	Tokyo
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	1 187 732	1 199 519 981	402,00	USD	265 684 743	145 732 762	0,78%	0,26%	London Int.
Google Inc	6 227 5	214 270 064	707,38	USD	245 210 629	30 940 565	0,72%	0,02%	NASDAQ
Kyocera Corp ADR	48 553	35 760 939	91,35	USD	24 688 653	-11 072 286	0,07%	0,03%	NewYork
Proact IT Group AB	102 318	3 961 104	102,25	SEK	8 947 116	4 986 012	0,03%	1,10%	Stockholm
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>3 754 207 747</b>			<b>5 148 451 546</b>	<b>1 394 243 799</b>	<b>15,03%</b>		
<b>Telekom</b>									
Vimpelcom Ltd-Spon ADR	11 926 062	916 415 772	10,49	USD	696 378 460	-220 037 312	2,03%	0,73%	NewYork
China Unicom Hong Kong Ltd	56 953 350	520 112 814	12,42	HKD	508 344 700	-11 768 114	1,48%	0,24%	Hong Kong
Indosat Tbk PT	60 659 725	216 150 512	6,450	IDR	226 106 395	9 955 883	0,66%	1,12%	Indonesia
China Unicom Hong Kong Ltd ADR	2 466 883	227 566 402	16,29	USD	223 687 860	-3 878 542	0,65%	0,10%	NewYork
Sistema Jsc GDR	1 911 475	193 977 626	20,20	USD	214 927 888	20 950 261	0,63%	0,40%	London Int.
First Pacific Co Ltd	32 545 960	203 569 542	8,51	HKD	199 041 702	-4 527 840	0,58%	0,85%	Hong Kong
Vivendi SA	1 317 510	146 747 914	16,95	EUR	164 049 362	17 301 448	0,48%	0,10%	Paris
Orascom Telecom Holding SAE	26 937 839	58 416 941	4,02	EGP	94 748 434	36 331 493	0,28%	0,51%	Cairo
Orascom Telecom Holding SAEGDR	1 351 911	12 705 770	3,14	USD	23 614 232	10 908 461	0,07%	0,13%	London Int.
<b>Sum Telekom</b>		<b>2 495 663 294</b>			<b>2 350 899 033</b>	<b>-144 764 260</b>	<b>6,86%</b>		
<b>Nyttetjenester</b>									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	9 747 757	602 752 539	10,48	BRL	277 661 349	-325 091 190	0,81%	3,67%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	4 226 749	352 494 558	6,33	BRL	72 720 963	-279 773 595	0,21%	0,39%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA ADR	192 000	5 095 419	3,12	USD	3 334 484	-1 760 935	0,01%	0,02%	NewYork
<b>Sum Nyttetjenester</b>		<b>960 342 516</b>			<b>353 716 796</b>	<b>-606 625 720</b>	<b>1,03%</b>		
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>1)</sup></b>		<b>30 178 374 022</b>			<b>32 581 656 254</b>	<b>2 403 282 232</b>	<b>95,09%</b>		

<sup>1)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2012 henvises til balansen.

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Global er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realisererte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

# SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Energi</b>									
Baker Hughes Inc	6 612 835	1 850 498 244	40,85	USD	1 503 585 306	-346 912 938	3,26 %	1,50 %	New York
Gazprom OaoADR	25 485 821	1 708 085 727	9,46	USD	1 342 030 986	-366 054 741	2,91 %	0,22 %	London Int.
Tullow Oil Plc	4 831 973	447 708 148	12,61	GBP	551 308 359	103 600 211	1,19 %	0,53 %	London
Petroleo Brasileiro PrefADR	4 455 678	760 423 012	19,31	USD	478 926 480	-281 496 531	1,04 %	0,16 %	New York
Afren Plc	26 112 733	323 672 126	1,31	GBP	309 749 070	-13 923 055	0,67 %	2,40 %	London
Pacific Drilling SA	4 465 777	267 970 075	9,44	USD	234 661 480	-33 308 595	0,51 %	2,06 %	New York
Seadrill Ltd	1 004 382	93 082 276	203,30	NOK	204 190 861	111 108 585	0,44 %	0,21 %	Oslo Børs
Deep Sea Supply Plc	12 229 431	125 765 711	9,91	NOK	121 193 661	-4 572 050	0,26 %	9,63 %	Oslo Børs
Siem Offshore Inc	10 977 629	94 336 405	7,65	NOK	83 978 862	-10 357 543	0,18 %	2,77 %	Oslo Børs
Archer Ltd	16 040 969	342 959 006	4,60	NOK	73 788 457	-269 170 549	0,16 %	4,37 %	Oslo Børs
Renewable Energy Corp ASA	23 110 218	43 350 638	1,07	NOK	24 727 933	-18 622 705	0,05 %	1,09 %	Oslo Børs
<b>Sum Energi</b>		<b>6 057 851 368</b>			<b>4 928 141 456</b>	<b>-1 129 709 912</b>	<b>10,67 %</b>		
<b>Råvarer</b>									
Vale Sa Spons ADR	9 472 805	1 013 789 195	20,29	USD	1 069 875 945	56 086 750	2,32 %	0,45 %	New York
Exaro Resources Ltd	5 669 011	724 159 532	169,00	ZAR	628 968 267	-95 191 265	1,36 %	1,58 %	Johannesburg
Eurasian Natural Resources Corp Plc	10 691 761	595 654 512	2,84	GBP	274 740 430	-320 914 082	0,59 %	0,83 %	London
Ipek Dogal Enerji Kaynaklari Ve Uretim AS	8 950 000	97 544 122	6,00	TRY	167 663 175	70 119 053	0,36 %	3,45 %	Istanbul
Drdgold Ltd ADR	3 724 701	206 449 868	8,06	USD	167 108 767	-39 341 100	0,36 %	9,66 %	NASDAQ
Asia Cement China Holdings	50 706 000	186 391 210	3,83	HKD	139 564 690	-46 826 520	0,30 %	3,26 %	Hong Kong
Vale SA-PrefA	1 231 900	210 807 094	40,87	BRL	136 845 193	-73 961 901	0,30 %	0,06 %	Sao Paulo
Park Elektrik Uretim Madenci	6 649 843	120 176 694	6,14	TRY	127 480 325	7 303 631	0,28 %	4,47 %	Istanbul
Coal of Africa Ltd	9 214 414	98 371 139	0,16	GBP	13 131 165	-85 239 973	0,03 %	1,15 %	London Int.
<b>Sum Råvarer</b>		<b>3 253 343 365</b>			<b>2 725 377 958</b>	<b>-527 965 408</b>	<b>5,90 %</b>		
<b>Kapitalvarer, service og transport</b>									
ABB Ltd	10 321 737	1 070 292 574	134,10	SEK	1 183 720 746	113 428 172	2,56 %	0,45 %	Stockholm
AP Moeller - Maersk A/S	16 835	660 896 833	42 600	DKK	706 054 850	45 158 017	1,53 %	0,77 %	København
Empresas ICA S.A.B	42 542 700	621 196 809	32,19	MXN	587 041 115	-34 155 694	1,27 %	7,00 %	Mexico
Aveng Ltd	21 017 094	617 358 060	30,66	ZAR	423 038 163	-194 319 897	0,92 %	5,39 %	Johannesburg
Bidvest Group Ltd	2 878 881	335 297 044	215,49	ZAR	407 272 949	71 975 905	0,88 %	0,88 %	Johannesburg
CNH Global N.V.	1 660 919	388 883 591	40,29	USD	372 493 329	-16 390 262	0,81 %	0,69 %	New York
Harbin Electric Company Ltd	68 000 000	614 366 467	6,66	HKD	325 462 212	-288 904 255	0,70 %	4,94 %	Hong Kong
Enka Insaat Ve Sanayi AS	14 957 663	195 004 936	5,30	TRY	247 515 850	52 510 914	0,54 %	0,53 %	Istanbul
Orascom Construction Industries GDR	1 083 401	239 292 221	40,20	USD	242 430 950	3 138 729	0,53 %	0,52 %	Cairo
Norwegian Air Shuttle ASA	1 628 768	119 886 177	143,90	NOK	234 379 715	114 493 538	0,51 %	4,67 %	Oslo Børs
Tekfen Holding AS	8 933 907	139 943 934	7,24	TRY	201 949 784	62 005 851	0,44 %	2,41 %	Istanbul
AirAsia Bhd	38 898 000	91 147 747	2,74	MYR	194 163 062	103 015 316	0,42 %	1,40 %	Kuala Lumpur
Frontline 2012 Ltd	6 912 000	128 435 232	27,00	NOK	186 624 000	58 188 768	0,40 %	4,43 %	Unotert
Orascom Construction Industries	552 118	135 933 154	253,50	EGP	122 459 676	-13 473 478	0,27 %	0,26 %	Cairo
Dryships Inc	12 000 219	215 197 136	1,60	USD	106 876 429	-108 320 708	0,23 %	2,83 %	NASDAQ
Abengoa Sa - B Shares	6 195 948	114 938 614	2,34	EUR	106 506 116	-8 432 498	0,23 %	1,71 %	Madrid
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	23 400	KRW	98 841 748	-19 424 413	0,21 %	24,39 %	Seoul
Golden Ocean Group Ltd	22 068 848	94 516 131	3,94	NOK	86 951 261	-7 564 870	0,19 %	4,87 %	Oslo Børs
Yingli Green Energy Holding Co Ltd ADR	9 266 933	118 593 343	2,35	USD	81 977 693	-36 615 650	0,18 %	3,98 %	New York
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	211,00	JPY	4 072 880	-1 937 311	0,01 %	2,35 %	Tokyo
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant Azov GDR	422 695	16 806 476	0,01	USD	3 058	-16 771 418	0,00 %	2,75 %	Unotert
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>		<b>6 042 262 652</b>			<b>5 919 867 585</b>	<b>-122 395 067</b>	<b>12,82 %</b>		
<b>Inntektsavhengige forbruksvarer</b>									
Great Wall Motor Co Ltd	89 280 000	161 949 598	24,45	HKD	1 568 738 210	1 406 788 613	3,40 %	3,26 %	Hong Kong
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	3 574 100	570 644 476	75 600	KRW	1 411 791 731	841 147 255	3,06 %	9,50 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	3 271 147	525 437 563	69 300	KRW	1 184 446 461	659 008 898	2,57 %	13,03 %	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	7 864 164	157 308 410	16,71	USD	731 478 878	574 170 468	1,58 %	1,28 %	London Int.
Royal Caribbean Cruises Ltd	3 496 839	628 973 526	34,00	USD	661 800 868	32 827 343	1,43 %	1,60 %	New York
Naspers Ltd	1 514 037	418 446 276	543,20	ZAR	539 921 946	121 475 670	1,17 %	0,37 %	Johannesburg
LG Electronics Inc Pref	3 150 000	850 969 171	20 400	KRW	335 755 287	-515 213 884	0,73 %	2,18 %	Seoul
Hengdeli Holdings Ltd	157 044 000	273 803 188	2,78	HKD	313 749 884	39 946 697	0,68 %	3,58 %	Hong Kong
DRB-Hicom Bhd	54 368 600	205 040 927	2,73	MYR	270 395 572	65 354 645	0,59 %	2,81 %	Kuala Lumpur
Mahindra & Mahindra Ltd	1 812 804	140 553 392	931,65	INR	171 392 211	30 838 819	0,37 %	0,30 %	National India
China Ting Group Hldgs Ltd	31 668 000	47 909 028	0,44	HKD	10 013 612	-37 895 417	0,02 %	1,51 %	Hong Kong
Ghabbour Auto	296 168	7 959 493	28,00	EGP	7 255 701	-703 792	0,02 %	0,23 %	Cairo
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>		<b>3 988 995 048</b>			<b>7 206 740 361</b>	<b>3 217 745 313</b>	<b>15,61 %</b>		
<b>Defensiv konsumer</b>									
Cosan Ltd	10 319 782	577 466 683	17,31	USD	994 352 499	416 885 816	2,15 %	5,92 %	New York
Heineken NV	2 074 217	621 400 179	50,47	EUR	769 021 387	147 621 208	1,67 %	0,36 %	Amsterdam
Yazicilar Holding AS	9 654 470	239 353 575	15,90	TRY	479 279 620	239 926 045	1,04 %	6,03 %	Istanbul
Kulim Malaysia BHD	50 827 600	160 451 024	4,90	MYR	453 716 383	293 265 360	0,98 %	3,98 %	Kuala Lumpur
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	12 266 933	417 656 693	4,81	EUR	433 443 000	15 786 307	0,94 %	1,81 %	Madrid
PZ Cussons Plc	7 625 746	127 930 872	3,82	GBP	263 296 868	135 365 996	0,57 %	1,78 %	London
Tata Global Beverages Ltd	14 770 923	198 701 120	159,95	INR	239 761 430	41 060 311	0,52 %	2,39 %	National India
Royal Unibrew A/S	489 758	82 208 417	492,00	DKK	237 226 041	155 017 624	0,51 %	4,63 %	København
Vinda International Holdings Ltd	21 680 000	163 392 840	10,60	HKD	165 151 519	1 758 679	0,36 %	2,17 %	Hong Kong
Podravka Prehrambena Ind DD	406 584	111 935 175	240,02	HRK	95 018 053	-16 917 121	0,21 %	7,50 %	Zagreb
United Intl Enterprises	68 500	12 938 797	972,00	DKK	65 549 979	52 611 182	0,14 %	1,49 %	København
Thai Beverage Pcl	27 853 000	46 369 484	0,39	SGD	50 160 572	3 791 088	0,11 %	0,11 %	Singapore
East African Breweries Ltd	2 316 166	246 247 747	265,00	KES	39 374 243	14 749 496	0,09 %	0,29 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	6,99	EUR	25 637 607	-113 074 176	0,06 %	5,71 %	Ljubljana
Kulim Malaysia BHD Warrants	8437 550	-	0,96	MYR	14 833 118	14 833 118	0,03 %	5,30 %	Kuala Lumpur
<b>Sum Defensiv konsumer</b>		<b>2 923 141 389</b>			<b>4 325 822 321</b>	<b>1 402 680 933</b>	<b>9,37 %</b>		

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Markedskurs	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
<b>Medisin</b>									
Richter Gedeon Nyrt	997 104	1 097 121 873	36 210	HUF	911 113 103	-186 008 770	1,97%	5,35%	Budapest
Hanmi Pharm Co Ltd	798 761	315 456 018	120 500	KRW	502 905 255	187 449 237	1,09%	9,65%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	31 216 000	232 953 330	13,10	HKD	293 877 257	60 923 927	0,64%	3,77%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	21 418 365	146 799 597	2,00	TRY	133 745 664	-13 053 933	0,29%	3,91%	Istanbul
Supermax Corp BHD	29 573 600	114 137 193	1,93	MYR	103 980 112	-10 157 081	0,23%	4,35%	Kuala Lumpur
Eczacibasi Yatirim Holding	3 586 363	42 586 971	6,32	TRY	70 767 642	28 180 670	0,15%	5,12%	Istanbul
Hanmi Science Co Ltd	1 331 269	105 152 006	7 530	KRW	52 377 269	-52 774 737	0,11%	2,56%	Seoul
Yuyu Pharma Inc	290 090	36 311 172	7 260	KRW	11 004 024	-25 307 149	0,02%	4,97%	Seoul
<b>Sum Medisin</b>		<b>2 090 518 161</b>			<b>2 079 770 326</b>	<b>-10 747 835</b>	<b>4,50%</b>		
<b>Bank og finans</b>									
Haci Omer Sabanci Holding AS	49 857 500	984 128 537	9,80	TRY	1 525 527 265	541 398 728	3,30%	2,44%	Istanbul
HSBC Holdings PLC	16 922 745	988 152 722	6,47	GBP	990 519 326	23 666 604	2,15%	0,09%	London
VTB Bank Ojsc GDR	44 401 213	1 333 710 986	3,46	USD	855 152 780	-478 558 205	1,85%	0,85%	London Int.
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	19 543 329	452 544 267	15,51	BRL	823 872 095	371 327 828	1,78%	4,78%	Sao Paulo
State Bank of India	2 305 149	662 041 765	2385,50	INR	558 040 688	-104 001 077	1,21%	0,34%	National India
Aberdeen Asset Management Plc	11 668 318	188 718 469	3,67	GBP	387 567 751	198 849 282	0,84%	1,02%	London
Bangkok Bank Public Co-Nvdr	9 410 500	240 648 119	195,50	THB	334 926 988	94 278 869	0,73%	0,49%	Bangkok
JSE Ltd	6 464 519	249 899 375	78,25	ZAR	332 089 614	82 190 238	0,72%	7,60%	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 043 205	190 647 588	58 900	KRW	321 045 875	130 398 286	0,70%	4,72%	Seoul
Korean Reinsurance Co	4 765 065	181 996 624	11 500	KRW	286 318 103	104 321 480	0,62%	4,03%	Seoul
Turkiye Sinai Kalkinma Bankasi AS	30 231 660	180 606 895	2,29	TRY	216 152 806	35 545 911	0,47%	2,75%	Istanbul
Immofinanz AG	8 111 256	195 143 507	3,18	EUR	189 242 870	-5 900 637	0,41%	0,72%	Wien
Haitong Securities Co Ltd	19 387 600	154 736 853	13,30	HKD	185 307 553	30 570 700	0,40%	1,30%	Hong Kong
Kiatnakin Bank Pcl-Nvdr	19 238 700	142 186 343	48,50	THB	169 866 659	27 680 316	0,37%	2,31%	Bangkok
Kiatnakin Bank Pcl	16 543 300	108 175 319	48,50	THB	146 067 827	37 892 507	0,32%	1,99%	Bangkok
EFG-Hermes Holding SAE	14 949 381	353 506 510	11,02	EGP	144 141 169	-209 365 341	0,31%	3,13%	Cairo
Hellenic Exchanges SA Holdings	4 121 279	149 607 395	4,35	EUR	131 695 883	-17 911 512	0,29%	6,30%	Athen
Ghana Commercial Bank Ltd	17 397 904	83 591 006	2,10	GHS	106 860 481	23 269 475	0,23%	6,57%	Ghana
Nordnet AB	7 007 907	97 310 164	16,80	SEK	100 685 123	3 374 958	0,22%	4,00%	Stockholm
Value Partners Group Ltd	20 516 000	80 002 145	5,12	HKD	75 488 376	-4 513 769	0,16%	1,17%	Hong Kong
Diamond Bank Plc	267 216 700	52 752 338	4,94	NGN	47 059 800	-5 692 537	0,10%	1,85%	Lagos
Vina Capital Vietnam Opportunity Fund Ltd	2 475 000	23 708 333	1,84	USD	25 321 737	1 613 403	0,05%	0,76%	London
Trimegah Securities Tbk PT	350 000 000	50 389 802	121,00	IDR	24 474 065	-25 915 737	0,05%	9,58%	Jakarta
Efg-Hermes Holding GDR	169 053	8 188 209	3,80	USD	3 575 850	-4 612 360	0,01%	0,07%	London Int.
<b>Sum Bank og finans</b>		<b>7 152 393 271</b>			<b>7 981 000 682</b>	<b>828 607 411</b>	<b>17,28%</b>		
<b>Informasjonsteknologi</b>									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	542 010	1 339 078 266	852 000	KRW	2 412 842 827	1 073 764 561	5,23%	2,37%	Seoul
Hon Hai Precision Industry Co Ltd	93 500 000	1 791 460 501	88,90	TWD	1 592 607 940	-198 852 561	3,45%	0,79%	Taipei
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	493 414	484 658 096	402,00	USD	1 104 104 804	619 446 708	2,39%	1,08%	London Int.
Lenovo Group Ltd	52 990 000	259 168 990	7,02	HKD	267 330 470	8 161 480	0,58%	0,51%	Hong Kong
Skyworth Digital Holdings Ltd	54 958 000	160 232 334	3,97	HKD	156 797 400	-3 434 934	0,34%	1,98%	Hong Kong
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	107,05	INR	48 886 239	-150 753 030	0,11%	0,38%	National India
Ericsson Nikola Tesla	21 240	24 426 329	1 385	HRK	28 642 617	4 216 289	0,06%	1,60%	Zagreb
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>		<b>4 258 663 785</b>			<b>5 611 212 297</b>	<b>1 352 548 512</b>	<b>12,15%</b>		
<b>Telekom</b>									
Sistema Jsc GDR	11 303 681	901 767 260	20,20	USD	1 270 995 581	369 228 321	2,75%	2,34%	London Int.
Bharti Airtel Ltd	28 568 386	1 152 935 899	317,10	INR	919 325 675	-233 610 224	1,99%	0,75%	National India
Indosat Tbk PT	103 964 000	323 273 979	6 450	IDR	387 521 132	64 247 153	0,84%	1,91%	Indonesia
Indosat Tbk PTADR	2 054 395	350 195 352	33,07	USD	378 173 352	27 977 999	0,82%	1,89%	New York
China Mobile LtdADR	395 328	117 637 956	58,72	USD	129 216 032	11 578 076	0,28%	0,01%	New York
<b>Sum Telekom</b>		<b>2 845 810 447</b>			<b>3 085 231 772</b>	<b>239 421 325</b>	<b>6,68%</b>		
<b>Nyttetjenester</b>									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	12 202 263	901 972 770	10,48	BRL	347 577 069	-554 395 701	0,75%	4,60%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	744 551	51 595 553	6,33	BRL	12 809 955	-38 785 597	0,03%	0,07%	Sao Paulo
<b>Sum Nyttetjenester</b>		<b>953 568 323</b>			<b>360 387 024</b>	<b>-593 181 299</b>	<b>0,78%</b>		
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>1)</sup></b>		<b>39 566 547 808</b>			<b>44 223 551 782</b>	<b>4 657 003 973</b>	<b>95,77%</b>		

<sup>1)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2012 henvises til balansen.

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Kon-Tiki er gjennomsnittlig anskaffelsesverdi benyttet for å finne realisererte kursgevinster/-tap ved salg av aksjer.

# SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDERENTE</b>														
<b>Finansobligasjoner</b>														
Sparebank 1 Nord-Norge	02.10.2013	3,92	02.01.2013	109000000	111831250	2,38	0,01	101,34	1068200	110459719	111527920	-1371531	2,86%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	2,70	18.03.2013	90000000	90112160	2,68	0,21	100,60	94500	90536740	90631240	424580	2,35%	5
Sparebanken Pluss	18.02.2015	3,17	18.02.2013	80000000	80309000	3,16	0,13	101,34	295867	81074593	81370459	765593	2,11%	5
Sparebank 1 SMN	12.12.2013	3,43	12.03.2013	80000000	81707350	2,64	0,19	101,22	144822	80976999	81121821	-730351	2,10%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	28.10.2013	2,93	28.01.2013	80000000	80083000	2,55	0,08	100,65	410200	80521798	80931998	438798	2,10%	5
BNBank ASA	16.06.2014	2,67	18.03.2013	80000000	79919000	2,91	0,20	100,47	83067	80378344	80461411	459344	2,09%	5
Skandinaviske Enskilda Banken AB	20.02.2015	3,21	20.02.2013	75000000	75000000	3,17	0,14	101,37	274187	76026560	76300748	1026560	1,98%	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	2,80	25.02.2013	75000000	74847000	2,77	0,15	100,62	204167	75466855	75671022	619855	1,96%	5
BNBank ASA	19.03.2014	2,67	20.03.2013	75000000	74985000	2,79	0,21	100,46	66750	75348734	75415484	363734	1,95%	5
Helgeland Sparebank	09.05.2014	2,75	11.02.2013	70500000	70432050	2,60	0,11	100,62	280042	70935949	71215990	503899	1,85%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	06.10.2014	3,05	07.01.2013	70000000	70409600	2,77	0,02	101,04	498167	70729999	71228166	320399	1,83%	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	4,08	18.02.2013	69000000	71196800	2,53	0,14	102,07	328440	70425155	70753595	-771645	1,83%	5
Sparebanken Sør	20.05.2014	2,76	20.02.2013	70000000	70068300	2,63	0,14	100,56	220033	70394043	70614076	325743	1,83%	5
Sparebanken Pluss	17.10.2014	3,14	17.01.2013	55000000	54992500	2,80	0,05	101,25	359792	55685222	56045014	692722	1,45%	5
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	2,77	19.03.2013	55000000	55202500	2,68	0,21	100,66	50783	55364035	55414818	161535	1,44%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	26.03.2013	3,43	26.03.2013	55000000	56112100	2,10	0,23	100,35	20961	55192575	55213536	-919525	1,43%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	2,75	18.03.2013	54000000	53701850	2,91	0,20	100,70	57750	54378834	54436584	676984	1,41%	5
Sparebank 1 Gruppen AS	03.02.2014	3,07	01.02.2013	52000000	52000000	2,71	0,08	100,37	266067	52194859	52460925	194859	1,36%	5
BNBank ASA	26.01.2015	3,37	28.01.2013	50000000	50000000	3,19	0,08	101,68	308917	50838774	51147691	838774	1,33%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	3,08	25.03.2013	50000000	49926250	3,68	0,21	101,16	17111	50580647	50597758	654397	1,31%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	3,20	25.02.2013	50000000	49800000	3,66	0,13	100,83	168889	50416349	50585238	616349	1,31%	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,80	05.02.2013	50000000	50018400	2,69	0,10	100,78	217778	50389599	50607377	371199	1,31%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	11.08.2014	2,79	11.02.2013	50000000	49971000	2,71	0,11	100,68	189875	50338242	50528117	367242	1,31%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	02.06.2014	2,71	01.03.2013	50000000	49922500	2,80	0,16	100,43	105389	50217422	50322811	294922	1,30%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,55	22.01.2013	41500000	41094200	2,82	0,05	100,25	205771	41602051	41807822	507851	1,08%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	2,38	28.01.2013	40000000	39615000	2,48	0,07	100,20	166600	40078743	40245343	463743	1,04%	5
Totens Sparebank	27.11.2013	2,47	27.02.2013	38000000	37763500	2,66	0,15	100,21	88646	38080862	38169508	317362	0,99%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2014	2,81	11.02.2013	35000000	35005950	2,61	0,11	100,58	133865	35202137	35336003	196187	0,92%	5
Helgeland Sparebank	15.08.2013	2,77	15.02.2013	30000000	30031500	2,20	0,12	100,48	106183	30142652	30248836	111152	0,78%	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,35	04.01.2013	30000000	29985900	3,55	0,00	100,39	245666	30117958	30363624	132058	0,78%	5
Flekkefjord Sparebank	30.09.2013	2,57	31.12.2012	30000000	29891400	2,67	0,23	100,33	-	30098941	30098941	207541	0,78%	5
Sparebanken Møre	25.02.2014	2,71	25.02.2013	25000000	25000000	2,56	0,15	100,49	65868	25122729	25188597	122729	0,65%	5
Fana Sparebank	19.02.2014	2,60	19.02.2013	25000000	24986250	2,64	0,13	100,32	75833	25081154	25156987	94904	0,65%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	17.02.2014	2,58	18.02.2013	25000000	24885000	2,63	0,13	100,30	75250	25075571	25150821	190571	0,65%	5
Fana Sparebank	25.04.2013	2,38	25.01.2013	25000000	25026250	1,94	0,07	100,13	110736	25031800	25142536	5550	0,65%	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	3,39	24.01.2013	23000000	23387190	1,94	0,07	100,44	147277	23101509	23248786	-285681	0,60%	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,35	15.01.2013	23000000	22953150	1,89	0,04	100,02	115607	23004796	23120403	51646	0,60%	5
Sparebank 1 SR-Bank	03.10.2013	3,93	03.01.2013	20000000	20588000	2,39	0,01	101,34	194317	20268709	20463026	-319291	0,53%	5
Pareto Bank ASA	04.11.2014	3,80	04.02.2013	20000000	19970000	3,93	0,08	101,15	118222	20230705	20348928	260705	0,53%	5
Sparebank 1 Sør-Sunnmøre	28.01.2014	3,03	28.01.2013	20000000	19986000	2,57	0,08	100,83	106050	20166873	20272923	180873	0,53%	5
Helgeland Sparebank	05.10.2015	3,07	07.01.2013	20000000	19871800	3,50	0,00	100,83	148383	20165093	20313477	293293	0,52%	5
Pareto Bank ASA	02.09.2013	3,20	04.03.2013	20000000	20000000	3,31	0,17	100,52	49778	20103758	20153536	103758	0,52%	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	3,06	18.03.2013	20000000	20022000	2,22	0,21	100,21	22100	20042735	20164835	20735	0,52%	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	2,77	20.03.2013	19000000	19054600	2,50	0,21	100,54	17543	19103395	19120938	48795	0,50%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,63	19.02.2013	17500000	17242900	3,17	0,12	100,21	53696	17535958	17589654	293058	0,46%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	30.09.2013	4,02	31.12.2012	15000000	15292500	2,54	0,23	101,49	-	15223983	15223983	-68517	0,39%	5
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,27	31.12.2012	15000000	15012300	3,19	0,23	101,30	-	15195205	15195205	182905	0,39%	5
Sparebanken Narvik	16.09.2013	3,00	18.03.2013	14000000	14061680	2,60	0,21	100,65	16333	14090412	14106745	28732	0,37%	5
Haugesund Sparebank	02.12.2013	2,81	04.03.2013	11000000	10990870	2,67	0,17	100,54	24041	11059326	11083367	68456	0,29%	5
Helgeland Sparebank	21.11.2014	3,15	21.02.2013	10000000	10082500	2,92	0,14	101,26	35000	10126063	10161063	43563	0,26%	5
Sparebank 1 Telemark	10.02.2015	2,63	11.02.2013	10000000	9880000	3,26	0,10	100,07	35797	10006531	10042329	126531	0,26%	5
Totens Sparebank	30.01.2014	2,04	30.01.2013	8000000	7920800	2,58	0,08	99,79	28107	7982900	8011007	62100	0,21%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,73	25.03.2013	7000000	6951560	3,39	0,22	100,57	2123	7039878	7042001	88318	0,18%	5
<b>Industriobligasjoner</b>														
APMoeller - Maersk A/S	16.12.2014	3,70	18.03.2013	75000000	75957700	3,00	0,21	101,58	107917	76187431	76295347	229731	1,98%	6
Entra Eiendom AS	09.11.2015	3,12	11.02.2013	50000000	50000000	3,06	0,09	100,08	225333	50039858	50265192	39858	1,30%	6
Vasakronan AB	30.05.2014	2,73	28.02.2013	50000000	49915500	2,77	0,15	99,87	117542	49935914	50053456	20414	1,30%	6
Schibsted ASA	16.12.2015	3,90	18.03.2013	40000000	40520640	3,60	0,19	101,27	60667	40507603	40568269	-13037	1,05%	6
Schibsted ASA	16.12.2013	3,35	18.03.2013	20000000	20000000	2,70	0,20	100,74	26056	20148097	20174153	148097	0,52%	6
Entra Eiendom AS	25.11.2014	2,76	25.02.2013	20000000	19919000	2,87	0,13	99,69	53667	19937465	19991132	18465	0,52%	6
<b>Kraftobligasjoner</b>														
BKKAS	10.10.2013	2,90	10.01.2013	115000000	115456800	2,58	0,03	100,45	759639	115511932	116271571	55132	2,99%	6
AgderEnergi AS	25.08.2014	2,86	25.02.2013	62000000	62225212	2,94	0,14	100,42	172394	62262823	62435217	37611	1,62%	6
AgderEnergi AS	12.08.2013	2,36	12.02.2013	61000000	60755050	2,43	0,11	100,11	195946	61064127	61260072	309077	1,59%	6
BKKAS	29.05.2014	2,76	28.02.2013	55000000	55025000	2,86	0,15	100,35	134933	55191844	55326777	166844	1,43%	

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>														
<b>Finanssertifikater</b>														
Pareto Bank ASA	18.01.2013	3,72		20 000 000	19 994 000	2,06	0,05	100,08	707 310	20 015 861	20 723 170	21 861	0,54 %	5
<b>Kraftsertifikater</b>														
Lyse Energi AS	24.05.2013	3,25		40 000 000	40 000 000	2,31	0,39	100,43	783 562	40 170 313	40 953 875	170 313	1,06 %	6
Lyse Energi AS	20.06.2013	3,30		35 000 000	35 164 640	2,36	0,46	100,51	613 890	35 180 004	35 793 894	15 364	0,93 %	6
Hafslund ASA	15.03.2013	3,33		25 000 000	25 000 000	2,17	0,20	100,25	661 438	25 062 632	25 724 071	62 632	0,67 %	6
Lyse Energi AS	27.03.2013	3,10		15 000 000	15 035 955	2,19	0,23	100,23	354 164	15 035 061	15 389 225	-894	0,40 %	6
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>3)</sup></b>					<b>2984971407</b>				<b>13202300</b>	<b>2995622218</b>	<b>3008824518</b>	<b>10650811</b>	<b>77,90 %</b>	

### Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	2,85 %
Effektiv rente til kunder <sup>1)</sup>	2,60 %
Durasjon <sup>2)</sup>	0,11

<sup>1)</sup> Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

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

Andelskurs pr 31.12.2012 104,434

<sup>3)</sup> Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.

Kr 119.285.552,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

<sup>4)</sup> Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

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

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.12 henvises til balansen.

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Høyrente benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

# SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds- kurs	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>														
<b>Finansobligasjoner</b>														
Sparebanken Pluss	17.10.2014	3,14	17.01.2013	50000000	49975000	2,80	0,05	101,25	327083	50622929	50950012	647929	3,93%	5
Helgeland Sparebank	10.05.2013	2,36	11.02.2013	35000000	35038500	1,92	0,11	100,15	112428	35051931	35164358	13431	2,71%	5
Sparebank 1 SMN	20.02.2015	2,51	20.02.2013	34500000	33958950	3,18	0,12	99,89	98622	34462715	34561337	503765	2,67%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2013	2,69	08.03.2013	30000000	30062000	2,04	0,18	100,14	47075	30043057	30090132	-18943	2,32%	5
Sparebanken Møre	02.08.2013	2,18	04.02.2013	30000000	30042000	2,11	0,09	100,14	100340	30040839	30141179	-1161	2,33%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	16.02.2015	3,21	18.02.2013	25000000	25105000	3,16	0,13	101,47	100312	25366716	25467029	261716	1,97%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	30.04.2015	3,01	30.01.2013	25000000	24983500	3,32	0,08	101,09	129597	25272336	25401934	288836	1,96%	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	2,62	27.03.2013	25000000	24962500	2,81	0,23	100,40	5458	25100446	25105904	137946	1,94%	5
Pareto Bank ASA	18.03.2013	3,06	18.03.2013	25000000	25000000	2,22	0,21	100,21	27625	25053419	25081044	53419	1,94%	5
Sparebanken Pluss	30.10.2013	3,94	30.01.2013	22000000	22399740	2,49	0,09	101,55	149282	22341857	22491140	-57883	1,74%	5
Sparebanken Pluss	15.01.2013	2,35	15.01.2013	22000000	22037480	1,89	0,04	100,02	110581	22004588	22115168	-32892	1,71%	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	20.02.2015	3,21	20.02.2013	21000000	21000000	3,17	0,14	101,37	76772	21287437	21364209	287437	1,65%	5
Totens Sparebank	15.08.2014	2,75	15.02.2013	20000000	19752000	2,87	0,12	100,47	70278	20094607	20164885	342607	1,56%	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,35	04.01.2013	20000000	19990600	3,55	0,00	100,39	163778	20078639	20242416	88039	1,55%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	26.03.2013	3,43	26.03.2013	20000000	20385900	2,10	0,23	100,35	7622	20070027	20077649	-315873	1,55%	5
Helgeland Sparebank	12.06.2013	2,46	12.03.2013	20000000	20051600	2,05	0,19	100,24	25967	20047361	20073328	-4239	1,55%	5
Sparebanken Sør	04.02.2015	2,40	04.02.2013	20000000	19620600	3,10	0,08	99,91	74667	19981139	20055806	360539	1,55%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	22.10.2014	2,55	22.01.2013	16500000	16352325	2,82	0,05	100,25	81812	16540574	16622387	188249	1,28%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	30.09.2013	4,02	31.12.2012	15000000	15261750	2,54	0,23	101,49	-	15223983	15223983	-37767	1,18%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	26.08.2013	2,58	25.02.2013	15000000	15055050	2,34	0,15	100,32	37625	15047269	15084894	-7781	1,16%	5
Aurskog Sparebank	28.06.2013	2,94	27.03.2013	14000000	14087360	2,23	0,23	100,45	3430	14063658	14067088	-23702	1,09%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.09.2014	2,75	18.03.2013	13500000	13478855	2,91	0,20	100,70	14437	13594708	13609146	115853	1,05%	5
Sparebank 1 Ringerike Hadeland	13.05.2013	3,48	13.02.2013	12000000	12100434	1,97	0,12	100,55	55680	12065650	12121330	-34784	0,94%	5
Sparebank 1 Nordvest	24.04.2013	3,39	24.01.2013	11000000	11161700	1,94	0,07	100,44	70437	11048548	11118985	-113152	0,86%	5
Sparebanken Narvik	29.09.2014	3,27	31.12.2012	10000000	10008200	3,19	0,23	101,30	-	10130137	10130137	121937	0,78%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	10.02.2015	3,03	11.02.2013	10000000	9983300	3,26	0,11	100,90	41242	10089802	10131044	106502	0,78%	5
Totens Sparebank	08.06.2015	3,14	08.03.2013	10000000	9983000	3,63	0,16	100,30	18317	10029508	10047825	46508	0,78%	5
Sparebanken Narvik	03.05.2013	2,60	04.02.2013	10000000	10039350	1,99	0,09	100,21	40444	10020768	10061213	-18582	0,78%	5
Sparebanken Pluss	18.02.2015	3,17	18.02.2013	5000000	5019500	3,16	0,13	101,34	18492	5067162	5085654	47662	0,39%	5
Helgeland Sparebank	21.11.2014	3,15	21.02.2013	5000000	5016650	2,92	0,14	101,26	17500	5063031	5080531	46381	0,39%	5
Sparebanken Narvik	16.09.2013	3,00	18.03.2013	5000000	5040400	2,60	0,21	100,65	5833	5032290	5038123	-8110	0,39%	5
Sparebank 1 SMN	19.03.2014	2,77	19.03.2013	4000000	4032000	2,68	0,21	100,66	3693	4026475	4030169	-5525	0,31%	5
Sparebank 1 SMN	18.09.2013	2,77	20.03.2013	4000000	4026000	2,50	0,21	100,54	3693	4021767	4025461	-4233	0,31%	5
Sparebank 1 Telemark	13.05.2013	2,41	13.02.2013	4000000	4005480	1,97	0,12	100,15	12853	4006173	4019026	693	0,31%	5
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>														
<b>Finansobligasjoner</b>														
Sparebank 1 Telemark	08.08.2013	4,25		8000000	8132000	2,13	0,59	101,29	135068	8102984	8238053	-29016	0,64%	5
<b>Finanssertifikater</b>														
BN Bank ASA	20.06.2013	3,25		5000000	49995000	2,13	0,46	100,55	863699	50274036	51137735	279036	3,95%	5
Sparebank 1 Boligkreditt AS	04.10.2013	2,48		5000000	50011050	2,42	0,74	100,32	298959	50157774	50456733	146724	3,90%	5
Pareto Bank ASA	18.01.2013	3,72		5000000	49985000	2,06	0,05	100,08	1768274	50039652	51807926	54652	4,00%	5
BN Bank ASA	22.11.2013	2,38		30000000	29997000	2,76	0,87	100,17	74334	30050374	30124708	53374	2,33%	5
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE<sup>3)</sup></b>					<b>797136774</b>				<b>5193311</b>	<b>800616370</b>	<b>805809681</b>	<b>3479596</b>	<b>62,20%</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>														
Effektivrente	2,71 %													
Effektivrente til kunder <sup>1)</sup>	2,56 %													
Durasjon <sup>2)</sup>	0,13													

<sup>1)</sup> Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

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

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

<sup>4)</sup> Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

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

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.12 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2012 103,1008

Kr 38.511.432,- er besluttet utdelt til andelseiere. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

## Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Høyrente Institusjon benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

# SKAGEN Avkastning

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>3)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds- kurs	Påløpt rente NOK	Markeds- verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko- klasse <sup>4)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>															
<b>Finansobligasjoner</b>															
Sparebank 1 Nord-Norge	06.10.2014	3,05	NOK	07.01.2013	75 000 000	75 395 000	2,77	0,02	101,04	533 750	75 782 142	76 315 892	387 142	6,79%	5
Sparebanken Sør	16.09.2015	2,87	NOK	20.03.2013	59 000 000	58 376 106	3,68	0,19	100,52	56 443	59 306 879	59 363 322	930 773	5,32%	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,80	NOK	05.02.2013	46 000 000	46 200 220	2,69	0,10	100,78	200 356	46 358 432	46 558 787	158 212	4,18%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	25.09.2015	3,08	NOK	25.03.2013	40 000 000	40 416 000	3,68	0,21	101,16	13 689	40 464 518	40 478 206	48 518	3,63%	5
Sparebanken Pluss	25.08.2014	2,80	NOK	25.02.2013	40 000 000	40 001 500	2,77	0,15	100,62	108 889	40 248 990	40 357 878	247 490	3,62%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	17.03.2014	2,70	NOK	18.03.2013	40 000 000	40 036 450	2,68	0,21	100,60	42 000	40 238 551	40 280 551	202 101	3,61%	5
Sparebank 1 SMN	23.03.2015	2,73	NOK	25.03.2013	39 000 000	39 231 150	3,39	0,22	100,57	11 830	39 222 177	39 234 007	-8 973	3,52%	5
Sparebank 1 Telemark	28.03.2014	2,62	NOK	27.03.2013	34 000 000	34 063 460	2,81	0,23	100,40	7 423	34 136 607	34 144 030	73 147	3,06%	5
Aurskog Sparebank	23.02.2015	3,28	NOK	22.02.2013	30 000 000	29 991 900	3,43	0,14	101,13	106 600	30 340 033	30 446 633	348 133	2,73%	5
BN Bank ASA	19.03.2014	2,67	NOK	20.03.2013	30 000 000	30 002 100	2,79	0,21	100,46	26 700	30 139 494	30 166 194	137 394	2,71%	5
Pareto Bank ASA	04.04.2014	3,35	NOK	04.01.2013	30 000 000	29 985 900	3,55	0,00	100,39	245 666	30 117 958	30 363 624	132 058	2,70%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	28.01.2014	2,38	NOK	28.01.2013	30 000 000	29 643 000	2,48	0,07	100,20	124 950	30 059 057	30 184 007	416 057	2,71%	5
Helgeland Sparebank	05.10.2015	3,07	NOK	07.01.2013	28 000 000	28 012 800	3,50	0,00	100,83	207 737	28 231 131	28 438 667	218 331	2,53%	5
Totens Sparebank	23.11.2015	3,20	NOK	25.02.2013	25 000 000	24 900 000	3,66	0,13	100,83	84 444	25 208 174	25 292 619	308 174	2,27%	5
Sparebank 1 Ringerike/Hadeland	17.02.2014	2,58	NOK	18.02.2013	25 000 000	24 890 000	2,63	0,13	100,30	75 250	25 075 571	25 150 821	185 571	2,26%	5
Totens Sparebank	08.06.2015	3,14	NOK	08.03.2013	25 000 000	25 269 500	3,63	0,16	100,30	45 792	25 073 770	25 119 562	-195 730	2,25%	5
Sparebanken Sør	17.02.2014	4,08	NOK	18.02.2013	20 000 000	20 775 500	2,53	0,14	102,07	95 200	20 413 088	20 508 288	-362 412	1,84%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.01.2015	3,31	NOK	28.01.2013	20 000 000	20 118 200	3,06	0,08	101,72	115 850	20 344 603	20 460 453	226 403	1,84%	5
Fana Sparebank	20.05.2015	3,31	NOK	20.02.2013	20 000 000	20 108 000	3,53	0,13	101,33	75 394	20 266 004	20 341 398	158 004	1,82%	5
Helgeland Sparebank	21.11.2014	3,15	NOK	21.02.2013	20 000 000	20 213 500	2,92	0,14	101,26	70 000	20 252 126	20 322 126	38 626	1,82%	5
Aurskog Sparebank	15.04.2014	2,80	NOK	15.01.2013	20 000 000	20 005 200	2,76	0,04	100,45	119 778	20 089 248	20 209 026	84 048	1,81%	5
Sparebank 1 Telemark	09.10.2014	2,85	NOK	09.01.2013	18 000 000	18 129 600	2,93	0,02	100,55	118 275	18 098 509	18 216 784	-31 091	1,62%	5
BN Bank ASA	17.06.2015	2,97	NOK	20.03.2013	15 000 000	14 880 000	3,71	0,20	100,69	14 850	15 103 257	15 118 107	223 257	1,36%	5
Totens Sparebank	30.01.2014	2,04	NOK	30.01.2013	10 500 000	10 467 450	2,58	0,08	99,79	36 890	10 477 556	10 514 446	10 106	0,94%	5
Sparebanken Pluss	18.02.2015	3,17	NOK	18.02.2013	10 000 000	10 039 000	3,16	0,13	101,34	36 983	10 134 324	10 171 307	95 324	0,91%	5
Pareto Bank ASA	15.06.2015	4,00	NOK	15.03.2013	10 000 000	10 000 000	4,76	0,17	101,32	15 556	10 132 395	10 147 951	132 395	0,91%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	19.02.2015	2,63	NOK	19.02.2013	10 000 000	9 856 000	3,17	0,12	100,21	30 683	10 020 548	10 051 231	164 548	0,90%	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	3,00	NOK	05.03.2013	10 000 000	10 000 000	3,78	0,12	100,05	21 667	10 004 609	10 026 275	4 609	0,90%	5
Sparebanken Narvik	09.02.2015	2,75	NOK	11.02.2013	5 500 000	5 519 250	3,37	0,10	100,17	21 847	5 509 545	5 531 392	-9 705	0,50%	5
Haugesund Sparebank	02.12.2013	2,81	NOK	04.03.2013	5 000 000	5 033 500	2,67	0,17	100,54	10 928	5 026 966	5 037 894	-6 534	0,45%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	12.10.2015	2,91	NOK	14.01.2013	2 000 000	1 986 400	3,51	0,02	100,46	12 934	2 009 280	2 022 214	22 880	0,18%	5
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>															
<b>Utenlandske statsobligasjoner</b>															
Portugese Government	15.04.2021	3,85	EUR		6 500 000	36 359 430	6,66	6,48	604,67	1 309 500	39 303 396	40 612 896	2 943 965	3,64%	2
Slovak Government	21.05.2022	4,37	USD		5 500 000	31 868 187	3,25	7,61	608,30	148 823	33 456 563	33 605 386	1588 375	3,01%	2
Lithuanian Government	11.02.2020	7,37	USD		4 500 000	30 822 842	2,63	5,61	727,54	713 279	32 739 435	33 452 714	1 916 593	3,00%	2
Spanish Government	31.01.2022	5,85	EUR		4 000 000	27 653 250	5,25	6,64	766,67	1 573 369	30 666 612	32 239 980	3 013 362	2,89%	2
South African Government	31.03.2036	6,25	ZAR		5 000 000	27 273 026	8,18	10,37	53,28	517 106	26 640 146	27 157 252	-632 879	2,44%	3
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>1)</sup></b>					<b>947 523 420</b>					<b>6 950 431</b>	<b>960 691 693</b>	<b>967 642 126</b>	<b>13 168 272</b>	<b>86,69%</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>															
Effektivrente	3,47%														
Effektivrente til kunder <sup>1)</sup>	2,97%														
Durasjon <sup>2)</sup>	1,17														

<sup>1)</sup> Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 31.12.2012 141,457

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

Kr 36.606.359,- er besluttet utdelt til andelseierne. Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

<sup>4)</sup> Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

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

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.12 henvises til balansen.

### Tilordning av avkastningskost:

For SKAGEN Avkastning benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

## SKAGEN Tellus

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i hele kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds-kurs	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko-klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>														
<b>Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon</b>														
European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)	17.06.2015	0,50	CNY	20000000	18272875	1,61	2,41	86,96	48200	17392149	17440349	-880726	3,71%	1
European Bank for Reconstruction and Development (EBRD)	06.06.2014	5,25	INR	130000000	14997571	5,68	1,31	10,08	394694	13103958	13498652	-1893613	2,87%	1
<b>Utenlandske statsobligasjoner</b>														
US Government	31.08.2013	0,12	USD	7000000	40671807	0,15	0,67	556,53	16501	38957043	38973545	-1714764	8,28%	3
US Government	28.02.2013	2,75	USD	6000000	34008156	0,02	0,20	558,99	309534	33539173	33848707	-468983	7,19%	3
Polish Government	25.10.2021	5,46	PLN	15000000	26434254	3,31	7,07	208,97	270768	31345818	31616586	4911564	6,72%	2
Spanish Government	31.01.2022	5,85	EUR	4000000	28694898	5,25	6,64	766,67	1573369	30666612	32239980	1971714	6,85%	2
Portuguese Government	15.04.2021	3,85	EUR	5000000	22918541	6,66	6,48	604,67	1007308	30233381	31240689	7314840	6,64%	2
Canadian Government	01.08.2013	2,00	CAD	5000000	28694576	1,08	0,58	562,33	230999	28116517	28347516	-578059	6,02%	3
UK Government	07.03.2013	4,50	GBP	3000000	28422131	0,22	0,19	911,68	388041	27350446	27738487	-1071686	5,90%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	40000000	21226265	6,43	10,89	62,08	42867	24833848	24876715	3607583	5,29%	3
Australian Government	15.05.2013	6,50	AUD	4000000	24259330	2,98	0,37	586,00	191070	23440131	23631201	-819199	5,02%	3
Brazilian Government	10.01.2028	10,25	BRL	6000000	21787898	6,93	8,02	356,96	793996	21417704	22211700	-370194	4,72%	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	5000000000	17419440	3,82	6,15	0,40	874216	19957584	20831799	2538143	4,43%	3
South African Government	31.03.2036	6,25	ZAR	35000000	20799841	8,18	10,37	53,28	361974	18648102	19010077	-2151738	4,04%	3
Slovak Government	21.05.2022	4,37	USD	3000000	17305147	3,25	7,61	608,30	81176	18249034	18330211	943887	3,90%	2
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	6000000	15573723	5,01	12,65	278,68	346040	16720805	17066845	1147082	3,63%	3
Irish Government	18.10.2020	5,00	EUR	2000000	13419494	4,45	6,34	761,45	148933	15228993	15377925	1809499	3,27%	2
Lithuanian Government	11.02.2020	7,37	USD	2000000	13770298	2,63	5,61	727,54	317013	14550860	14867873	780562	3,16%	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	800000000	10006114	3,83	6,04	1,30	207709	10368167	10575876	362053	2,25%	3
Russian Government	10.03.2018	7,85	RUB	50000000	9955960	5,92	4,07	19,89	218693	9942634	10161327	-13326	2,16%	3
New Zealand Government	15.04.2015	6,00	NZD	2000000	10596464	2,57	2,11	494,46	116625	9889139	10005763	-707326	2,13%	3
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE <sup>5)</sup></b>				<b>439234778</b>					<b>7939726</b>	<b>453952096</b>	<b>461891811</b>	<b>14717314</b>	<b>98,17%</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>														
Effektivrente	3,49%													
Effektivrente til kunder <sup>1)</sup>	2,69%													
Durasjon <sup>2)</sup>	4,68													

<sup>1)</sup> Effektivrente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i ett telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 31.12.2012 111,2406

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

Kr 0,- er besluttet utdelt til andelseierne.

<sup>4)</sup> Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

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

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.12 henvises til balansen.**Tilordning avanskaffelseskost:**

For SKAGEN Tellus benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.



# SKAGEN Krona

## Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2012 (angitt i SEK)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds- kursSEK	Markeds- verdi SEK	Sum påløpente og urealisert gevinst/ tap SEK	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>4)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>												
<b>Finansobligasjoner</b>												
Swedbank AB	31.07.2015	2,58	01.02.2013	30 000 000	30 310 000	2,06	0,08	100,91	30 271 892	91 092	3,68%	5
Nordea Bank AB	16.01.2015	3,06	16.01.2013	23 000 000	23 220 072	1,78	0,06	102,15	23 495 083	423 494	2,86%	5
Danske Bank A/S	17.08.2015	3,30	19.02.2013	20 000 000	20 020 085	2,32	0,14	102,24	20 448 045	504 914	2,48%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	13.08.2014	2,50	13.02.2013	20 000 000	20 099 400	1,97	0,12	100,65	20 129 637	96 850	2,44%	5
Sampo Oyj	16.09.2013	2,87	18.03.2013	19 000 000	19 139 800	1,93	0,21	100,68	19 129 281	10 672	2,32%	5
SBABAB	20.01.2014	2,76	21.01.2013	16 000 000	16 166 540	1,64	0,06	100,97	16 155 274	74 476	1,96%	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	16.01.2015	3,26	16.01.2013	15 000 000	15 195 960	1,88	0,06	102,36	15 353 290	260 500	1,87%	5
Sparebank 1 SMN	25.09.2015	2,25	27.03.2013	15 000 000	15 000 750	2,32	0,21	100,02	15 003 287	6 284	1,82%	5
Länsförsäkringar Bank AB	10.02.2015	2,88	16.02.2013	14 000 000	14 156 308	2,04	0,12	101,44	14 201 931	100 465	1,72%	5
SBABAB	24.03.2014	2,24	25.03.2013	11 000 000	11 034 930	1,76	0,23	100,66	11 073 045	40 850	1,37%	5
Länsförsäkringar Bank AB	17.01.2014	2,84	17.01.2013	10 000 000	10 106 000	1,77	0,05	100,93	10 092 960	46 210	1,23%	5
Länsförsäkringar Bank AB	04.06.2014	2,43	04.03.2013	10 000 000	10 001 350	1,94	0,17	100,61	10 060 665	77 555	1,22%	5
Danske Bank A/S	27.08.2013	2,24	27.02.2013	6 000 000	6 019 218	1,73	0,16	100,29	6 017 571	11 046	0,73%	5
<b>Industriobligasjoner</b>												
Skanska Financial Services AB	27.06.2014	2,60	27.03.2013	36 000 000	36 185 770	2,33	0,24	100,50	36 179 770	4 392	4,38%	6
Volvo Treasury AB	11.11.2013	2,38	11.02.2013	35 000 000	35 057 690	1,91	0,11	100,29	35 100 184	155 779	4,26%	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	3,25	25.01.2013	29 000 000	29 123 900	3,01	0,03	100,26	29 075 502	127 012	3,54%	6
Svensk Fastighetsfinansiering AB	24.08.2015	3,09	26.02.2013	25 000 000	25 002 175	3,09	0,12	99,84	24 958 789	31 621	3,03%	6
Svensk Fastighetsfinansiering AB	22.12.2014	3,05	22.03.2013	24 000 000	24 118 740	2,98	0,20	100,34	24 081 326	-29 286	2,91%	6
NCC Treasury AB	02.10.2014	2,99	02.01.2013	24 000 000	24 004 320	2,67	-0,01	100,09	24 020 813	196 013	2,93%	6
Vasakronan AB	27.07.2015	2,64	28.01.2013	20 000 000	20 141 940	2,05	0,08	101,05	20 210 476	160 866	2,46%	6
Tele2 AB	06.03.2015	2,53	06.03.2013	20 000 000	20 000 000	2,45	0,16	100,06	20 011 449	46 643	2,43%	6
Scania CV AB	30.04.2014	1,90	30.01.2013	20 000 000	20 000 000	1,73	0,08	100,01	20 002 482	67 926	2,43%	6
Getinge AB	29.05.2015	3,35	28.02.2013	19 000 000	19 007 260	2,99	0,14	100,67	19 127 408	176 658	2,32%	6
Securitas AB	19.01.2015	3,13	21.01.2013	15 000 000	15 219 740	2,15	0,06	101,64	15 245 384	120 909	1,86%	6
Vasakronan AB	06.10.2014	2,44	07.01.2013	14 000 000	13 999 580	1,83	0,02	100,63	14 088 231	168 488	1,71%	6
Volvo Treasury AB	09.02.2015	2,68	11.02.2013	12 000 000	12 037 070	2,19	0,11	100,73	12 088 076	97 529	1,47%	6
Volvo Treasury AB	09.09.2013	2,50	11.03.2013	11 000 000	11 027 720	1,89	0,19	100,40	11 044 178	32 525	1,34%	6
Vasakronan AB	26.01.2015	2,78	28.01.2013	10 000 000	10 070 400	1,93	0,08	101,41	10 140 673	121 313	1,23%	6
Holmen AB	25.11.2013	2,94	25.02.2013	10 000 000	10 105 943	1,80	0,16	100,95	10 095 479	18 080	1,22%	6
Securitas AB	22.09.2014	2,50	22.03.2013	8 000 000	8 041 840	2,06	0,22	100,88	8 070 034	30 414	0,98%	6
Vasakronan AB	19.05.2014	2,35	19.02.2013	6 000 000	6 002 868	1,73	0,14	100,71	6 042 461	56 029	0,73%	6
Skanska Financial Services AB	18.04.2014	2,69	18.01.2013	6 000 000	6 018 966	2,20	0,04	100,42	6 024 908	39 039	0,73%	6
<b>Industriobligasjoner</b>												
Arla Foods a/b	07.03.2013	0		30 000 000	29 773 796	1,68	0,18	99,70	29 911 377	137 581	3,62%	6
Arla Foods a/b	15.05.2013	0		20 000 000	19 710 223	1,85	0,36	99,38	19 875 181	164 958	2,40%	6
Fastighets AB Balder	28.05.2013	0		15 000 000	14 854 610	1,93	0,40	99,29	14 893 579	38 969	1,80%	6
Trelleborg Treasury AB	13.05.2013	0		12 000 000	11 909 488	1,82	0,36	99,39	11 927 170	17 682	1,44%	6
Trelleborg Treasury AB	21.02.2013	0		10 000 000	9 869 252	1,65	0,14	99,77	9 977 103	107 851	1,21%	6
Getinge AB	04.03.2013	0		10 000 000	9 949 259	1,68	0,17	99,72	9 971 826	22 567	1,21%	6
Volkswagen Finans Sverige AB	11.03.2013	0		10 000 000	9 962 331	1,57	0,19	99,71	9 970 734	8 403	1,21%	6
Volkswagen Finans Sverige AB	18.03.2013	0		10 000 000	9 945 521	1,58	0,21	99,68	9 967 743	22 222	1,21%	6
Intrum Justitia AB	25.03.2013	0		10 000 000	9 894 133	1,71	0,23	99,62	9 962 210	68 078	1,21%	6
Volkswagen Finans Sverige AB	25.11.2013	0		10 000 000	9 802 369	2,43	0,88	98,34	9 834 117	31 748	1,19%	6
Tele2 AB	05.04.2013	0		9 000 000	8 924 533	1,76	0,26	99,57	8 961 344	36 811	1,08%	6
Fabege AB	28.01.2013	0		8 000 000	7 937 037	1,69	0,08	99,87	7 989 770	52 733	0,97%	6
Trelleborg Treasury AB	06.05.2013	0		8 000 000	7 923 433	1,80	0,34	99,43	7 954 188	30 756	0,96%	6
Trelleborg Treasury AB	12.03.2013	0		7 000 000	6 972 586	1,66	0,19	99,69	6 977 996	5 410	0,84%	6
Castellum AB	17.05.2013	0		7 000 000	6 937 837	1,90	0,37	99,35	6 954 314	16 477	0,84%	6
Getinge AB	10.06.2013	0		6 000 000	5 949 961	1,91	0,43	99,24	5 954 652	4 691	0,72%	6
Volkswagen Finans Sverige AB	07.01.2013	0		5 000 000	4 864 855	1,51	0,02	99,97	4 998 562	133 707	0,60%	6
Tele2 AB	05.02.2013	0		5 000 000	4 963 058	1,65	0,10	99,84	4 992 010	28 951	0,60%	6
Fastighets AB Balder	13.02.2013	0		5 000 000	4 937 711	1,71	0,12	99,80	4 989 914	52 203	0,60%	6
Peab Finans AB	11.03.2013	0		5 000 000	4 853 544	1,68	0,19	99,69	4 984 318	130 773	0,60%	6
Castellum AB	17.04.2013	0		5 000 000	4 855 801	1,83	0,29	99,50	4 974 927	119 126	0,60%	6
Peab Finans AB	21.03.2013	0		4 000 000	3 922 468	1,70	0,22	99,64	3 985 623	63 155	0,48%	6
<b>Finansobligasjoner</b>												
Ikano Bank SE	12.08.2013	0		12 000 000	11 814 163	2,19	0,60	98,85	11 861 435	47 272	1,43%	5
Ikano Bank SE	17.01.2013	0		10 000 000	9 911 355	1,63	0,05	99,92	9 992 488	81 133	1,21%	5
Ikano Bank SE	04.09.2013	0		10 000 000	9 743 486	2,26	0,66	98,71	9 870 826	127 340	1,19%	5
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE<sup>5)</sup></b>				<b>795 819 174</b>					<b>798 772 991</b>	<b>4 916 958</b>	<b>96,87%</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>												
Effektiv rente	2,10%											
Effektiv rente til kunder <sup>1)</sup>	1,90%											
Durasjon <sup>2)</sup>	0,17											
<sup>1)</sup> Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.			<sup>4)</sup> Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.				Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.					
<sup>2)</sup> Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.			Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.				Andelskurs pr 31.12.2012 100,9874					
<sup>3)</sup> Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.			Risiko klasse 1: Ovmåsjonale organisasjoner				Kr 28.531.050,- er besluttet utdelt til andelseiere					
			Risiko klasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS				Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.					
			Risiko klasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS									
			Risiko klasse 4: Fylker og kommuner									
			Risiko klasse 5: Banker og finansinstitusjoner									
			Risiko klasse 6: Industri									
			<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.12 henvises til balansen.									
<b>Tilordning av anskaffelseskost:</b>												
For SKAGEN Krona benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.												

### Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN Krona benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

Til styret i SKAGEN AS

## Revisors beretning

### Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for verdipapirfondene, som består av balanse per 31. desember 2012, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger. Resultatregnskapene viser følgende årsresultater for regnskapsåret avsluttet per 31. desember 2012:

SKAGEN Vekst	NOK	666 539 000
SKAGEN Global	NOK	3 072 860 000
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	2 139 995 000
SKAGEN Avkastning	NOK	72 238 000
SKAGEN Høyrente	NOK	142 379 000
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	49 173 000
SKAGEN Tellus	NOK	27 244 000
SKAGEN Krona	SEK	19 475 000
SKAGEN m <sup>2</sup>	NOK	3 116 000
SKAGEN Balanse 60/40	NOK	1 282 000

### Styrets ansvar for årsregnskapet

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

### Revisors oppgaver og plikter

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

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

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

#### *Konklusjon*

Etter vår mening er årsregnskapene avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2012, og av resultatene for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

#### **Uttalelse om øvrige forhold**

##### *Konklusjon om årsberetningen*

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

##### *Konklusjon om registrering og dokumentasjon*

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

Stavanger, 24. januar 2013  
**PricewaterhouseCoopers AS**

Gunstein Hadland  
Statsautorisert revisor

# Indkaldelse til andelsejermøde

**Indkaldelse til andelsejermøde – vedtægtsændringer i SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Tellus, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon, SKAGEN Krona og SKAGEN Balanse 60/40.**

**SKAGEN AS ønsker at foretage vedtægtsændringer i ovennævnte fonde forvaltet af SKAGEN. Investorer i fondene skal ifølge lov om værdipapirfonde behandle og godkende sådanne ændringer på et andelsejermøde. Vi håber, du har mulighed for at stemme på forhånd eller deltage på mødet.**

Hensigten med vedtægtsændringerne er:

- At indføre ny anbefalet vedtægtsstandard for værdipapirfonde udarbejdet af Verdipapirfondens forening og derigennem flytte enkelte oplysninger fra vedtægterne over i prospektet
- At indføre oplysninger i vedtægterne om, at fonden i henhold til ny lov har ret til at dække ekstraordinære omkostninger, som er i investorerne interesse.

De foreslåede ændringer er behandlet og enstemmigt vedtaget af bestyrelsen i SKAGEN AS.

Investormødet afholdes d. 27. februar 2013 kl. 17-18 i koncerthuset i Stavanger. Forhåndsstemme kan indgives elektronisk på Min side under fanen valg/møde/andels-eiermøde (kun relevant for et fåtal af danske investorer), eller ved at indsende en stemmeseddel, som kan findes på vores hjemmeside eller ved henvendelse til Kundeservice.

## **BAGGRUND OG BEGRUNDELSE FOR VEDTÆGTSÆNDRINGERNE**

Nedenfor følger en nærmere beskrivelse af baggrunden for vedtægtsændringerne og en begrundelse for, at SKAGEN mener, at de er i investorernes interesse.

### **Indførelse af nye standardvedtægter udarbejdet af Verdipapirfondenes forening**

Den 1. januar 2012 trådte en ny værdipapirlov med tilhørende forskrift i kraft. SKAGEN Fondenes vedtægter er baseret på standardvedtægter i overensstemmelse med den tidligere værdipapirfondlov. Finanstilsynet har i en Rundskrivelse 16/2012 anbefalet, at selskaberne benytter nye anbefalede standardvedtægter udarbejdet af Verdipapirfondenes forening med nødvendige tilpasninger, og SKAGEN ønsker at benytte disse i alle sine værdipapirfonde. De nye standardvedtægter medfører ingen ændringer i fondenes investeringsmandat, fondenes forventede afkast, risiko eller honorarberegning.

SKAGEN har samlet vedtægter og andre oplysninger om fonden i et dokument: fon-

dens prospekt. Når de nye standardvedtægter tages i brug, skal en del af oplysningerne flyttes ud af dokumentets indtægtsdel, men alle oplysningerne vil stadig indgå i prospektet. Du vil dermed fortsat have overblik over de regler, som gælder for fonden, ved at læse prospektet. Nedenfor følger en oversigt over de oplysninger, som bliver flyttet ud af prospektets vedtægtsdel.

- Navnet på depotmodtager
- Investorregister
- Navnet på referenceindekset i SKAGEN Tellus, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon, SKAGEN Krona og SKAGEN Balanse 60/40
- Målsætning og investeringsstrategi
- Styling af risiko
- Værdiberegning og bekendtgørelse af andelsværdi
- Denomineringsvaluta
- Varighed for SKAGEN Tellus, SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon og SKAGEN Krona
- Tidsfrist for tegnings- og indløsningskurs, samt beskrivelse af rutiner og dokumentation i forbindelse med tegning og indløsning
- Minimumsbeløb for førstegangstegning
- Oplysninger om forvaltningsselskabets bestyrelse, sammensætning og valg
- Tvistløsningsorgan
- Vilkår og forløb for ændring af vedtægterne

Ændringer i disse oplysninger skal for fremtiden foregå i henhold til regler om prospektændringer og skal dermed ske ved bestyrelsens behandling.

Implementering af nye standardvedtægter indebærer desuden, at begrænsninger i fondens adgang til at investere i værdipapirfondsandele skal indføres i fondens vedtægter. Tidligere branchepraksis i Norge har været, at sådanne begrænsninger fremgår af prospektet og ikke af vedtægterne. SKAGEN vil derfor flytte begrænsningen for SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Tellus, som består i, at op til 10 procent af fondens midler kan placeres i fonds-

andele, over i prospektets vedtægtsdel under vedtægternes punkt 3.2.

Ændringer i nævnte fonds begrænsninger i adgangen til at investere i fondsandele skal for fremtiden ske i henhold til regler for vedtægtsændring og afholdelse af investormøde.

### **Fondens adgang til at dække ekstraordinære omkostninger, som er i investorernes interesse**

I henhold til den tidligere lov om værdipapirfonde kunne Finanstilsynet godkende, at værdipapirfonde blev pålægges ekstraordinære omkostninger.

Ekstraordinære omkostninger er omkostninger, som er forbundet med ekstraordinære situationer i forbindelse med varetagelsen af ejerrettigheder til de finansielle instrumenter, fonden har investeret i. Eksempler på sådanne omkostninger er omkostninger ved forfølgelse af retskrav, herunder søgsmål knyttet til fejlagtig udbudspris ved pligtigt udbud, opfølgning på bestyrelsesansvar og opfølgning på investorrettigheder over for obligationsudsteder.

I den nye lov er der indført en generel bestemmelse om, at fonden kan dække ekstraordinære omkostninger for at varetage investorernes interesser, såfremt dette er indført i fondens vedtægter. Bestyrelsen og et flertal af de investorvalgte bestyrelsesmedlemmer skal fortsat godkende omkostningerne i hvert enkelt tilfælde, før fonden pålægges disse. Investorerne vil få oplysninger om påløbne og forventede ekstraordinære omkostninger i årsrapport og halvårsrapport.

Begrundelsen for lovændringen er, at man ønsker at styrke forvaltningsselskabernes incitamentertil at forfølge ekstraordinære processer knyttet til varetagelsen af ejerrettigheder til de finansielle instrumenter, fonden har investeret i. Sådanne processer kan erfaringsmæssigt have stor betydning for værdien af de finansielle instrumenter i fondens portefølje. SKAGEN AS vil som andre forvaltningsselskaber normalt ikke have kompetence eller kapacitet til at håndtere sådanne ekstraordinære situationer inden for egen organisation. Det

vil derfor normalt være nødvendigt at købe tjenester eksternt fra selvstændige konsulentfirmaer, advokatfirmaer eller lignende.

## AFSTEMNING

### Vedtagelse og vedtægtsændring

I henhold til den nye Lov om værdipapirfonde skal beslutninger om vedtægtsændringer nu behandles af fondens investorer på et andelsjermøde. På baggrund af ovennævnte beder man om, at investorerne afgiver stemme for hver enkelt fond, de har investeret i, angående følgende:

- 1) Som investor i SKAGENS værdipapirfonde giver jeg min tilslutning til, at fondens vedtægter overføres til en ny anbefalet vedtægtsstandard udarbejdet i henhold til Lov om Værdipapirfonde § 4-4

af Verdipapirfondenes forening, og at oplysninger, som tidligere er fremgået af vedtægterne nu er indført i fondens prospekt. Ændringer i disse oplysninger skal for fremtiden ske i henhold til regler om prospektændring og skal således ske ved behandling i bestyrelsen.

- 2) Som investor i SKAGENS værdipapirfonde giver jeg min tilslutning til, at fonden kan belastes med ekstraordinære omkostninger, og godkender følgende ordlyd i vedtægternes § 5 nr. 4: "ekstraordinære omkostninger, som er nødvendige for at varetage investorernes interesser, jf. Lov om værdipapirfonde § 4-6."

Vedtægtsændringerne forudsætter, at minimum 75 procent af andelene, som er repræ-

senteret på investormødet, ved fremmøde, stemmeafgivning på forhånd eller fuldmagt, har stemt for ændringen. Finanstilsynet skal endvidere kontrollere, at SKAGEN har opfyldt lovens krav til indhold i vedtægterne og proceduren for ændringen. Vedtægtsændringen vil tidligst blive gennemført d. 1. juli 2013 og vil være afhængig af finanstilsynets sagsbehandlingstid. Endeligt tidspunkt for ikrafttrædelse af vedtægtsændringen vil fremgå af bekendtgørelse på selskabets hjemmeside.

I perioden mellem bekendtgørelse og ikrafttrædelse stiller loven krav om, at indløsning af andele skal være gebyrfri. Ingen af SKAGENS fonde har gebyr på indløsninger og opfylder derfor lovens vilkår om gebyrfri indløsning.

## Informationsmøde med Skagens ledelse

Efter andelsejermødet i Stavanger den 27. februar afholdes informationsmøde, hvor bestyrelsens årsberetning og revisors beretning vil blive gennemgået. Desuden vil administrerende direktør Harald Espedal fortælle om udsigterne fremover, inden vi slutter af med en fondssamtale med porteføljeforvalterne.

Mødet kan følges direkte på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk), så flest muligt kan være med.

Danske investorer er selvsagt også velkomne, hvis vejen skulle falde forbi Stavanger.

Sted: Stavanger Konserthus  
Tid: onsdag d. 27. februar  
kl. 17.00 – 20.45

Aftenens program:

- Bestyrelsens årsberetning
- Revisors beretning
- Udsigterne fremover
- Fondssamtale med porteføljeforvalterne
- Spørgsmål og svar
- Servering af god mad og drikke

Tilmelding til informationsmødet sker på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk), på e-mail til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk) eller ved at kontakte Kundeservice på telefon +45 7010 4001. Bemærk, at der er separat tilmelding til investormødet.

Velkommen!

## Hvordan kan jeg stemme?

### 1. Andelsejermøde d. 27. februar kl. 17

Du er velkommen til andelsjermøde d. 27. februar kl. 17 i Stavanger Konserthus, hvor du kan afgive din stemme personligt. Dette øde vil blive efterfulgt af et informationsmøde, som starter kl. 18.15. Andelsejermødet vil blive afholdt med følgende dagsorden:

1. Valg af mødeleder og to investorer fra hver fond til at underskrive protokollen
2. Investeringsdirektør Harald Espedal redegør for begrundelse for vedtægtsændringerne
3. Indsendte spørgsmål fra investorerne
4. Afstemning om hver enkelt fond

På andelsejermødet giver hver andel en stemme. Investorer kan stemme med fuldmagt. Dine andele i SKAGENS værdipapirfonde pr. 22. februar vil være afgørende for beregning af antallet af andele, du kan stemme for. Der vil blive afholdt separate afstemninger for investorer i hver af SKAGENS fonde.

Godkendt fuldmagtsskema kan findes på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk) eller ved at kontakte kundeservice på telefon +45 7010 4001. Husk at medbringe legitimation og eventuel firmaattest.

Investorer har ret til at få drøftet spørgsmål, som meldes skriftligt til bestyrelsen i SKAGEN AS, inden en uge før mødet afholdes. Med undtagelse af vedtægtsændringerne kan andelsjermødet ikke foretage beslutninger, som binder fonden eller forvaltningsselskabet.

Tilmeldelse til andelsejermødet kan ske på Min side, [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk), sendes til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk) eller ved at kontakte Kundeservice på telefon +45 7010 4001. Tilmeldingsfrist er 26. februar 2013.

### 2. Stemmeafgivning på forhånd

Investorer kan også stemme på forhånd til og med 22. februar. Dine andele i SKAGENS værdipapirfonde pr. 22. februar vil være afgørende for beregning af antallet af andele, du kan stemme for.

Det er let at afgive forhåndsstemme på Min Side på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk), (men det forudsætter, at du er direkte investeret hos os, hvilket kun omfatter enkelte kunder i Danmark). Du kan også sende din forhåndsstemme pr. e-mail til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk) eller pr. post SKAGEN AS, Kongens Nytorv 8, DK-1050 København K. Att.: Kundeservice. Stemmeseddel kan findes på [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk) eller ved at henvende dig til Kundeservice.

### Har du spørgsmål?

Har du spørgsmål til vedtægtsændringerne eller investormødet, er du velkommen til at kontakte SKAGEN på [legal@skagenfondene.no](mailto:legal@skagenfondene.no) eller tale med Kundeservice på telefon +45 7010 4001.

Vel mødt!

Bestyrelsen i SKAGEN AS

# Tal med SKAGEN

Howdan anvender du bedst SKAGENS fonde til at nå dit investeringsmål? Ring til os eller besøg vores danske kontor. Vi er klar til at hjælpe dig, uanset om du er privat eller professionel investor. Det er derfor, vi er her.



Ansatte i SKAGEN Fondene i Danmark. Fra venstre mod højre: Thomas Lund, Morten Trebbien, Jonas Rasmussen, Mette Holmgaard, Jens Elkjær, Vevika Søberg, Christian Jessen, Camilla Grabowski, Søren Risager Rasmussen og Henrik Rasmussen.

De fleste af os ønsker at tro, at vi har overblik over vores egen privatøkonomi og ved, hvad der er bedst for os selv. Men nogle gange kan det være nyttigt med lidt hjælp eller en samtalepartner på vejen. Derfor har SKAGEN et godt udbygget netværk af kontorer i de nordiske lande. Desuden samarbejder vi med udvalgte banker, som har overblik over vores fonde og kan svare på de spørgsmål, du må have.

Det er ikke altid let at vide, hvem du skal stole på. Når nogen siger, at du skal købe aktiefonde, siger andre, at du skal sælge. Hvad er egentlig bedst for dig og din økonomi?

SKAGEN har udarbejdet sit eget rådgivningsgrundlag, som skal sikre, at du som kunde får de bedste råd, tilpasset din egen økonomi. I SKAGEN arbejder vi kontinuerligt med at give vores kunder så gode råd som muligt. Det indebærer, at rådgivningen skal være tilpasset hver enkelt kundes økonomiske situation, risikovilje og tidshorisont for opsparing.

## Kontakt os

Du kan få information og rådgivning på SKAGENS kontor i København. Vi har åbent

mellem klokken 9 og 17 på hverdage. Vil du være sikker på at møde en SKAGEN-medarbejder, som kan varetage netop dit behov, så er det fornuftigt at aftale et møde på forhånd.

Besøgsadressen er Kongens Nytorv 8, 4. sal, 1050 København K.

Synes du, det er enklere at sende en e-mail, så skriv til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk), og vi svarer hurtigt. Du kan også ringe til os på telefon 7010 4001.

## Har du e-mail?

Vi ønsker, at du skal have den bedst mulige kommunikation og service. Derfor er din e-mailadresse nyttig.

Vi er bevidst om ikke at overlæse kunder med unyttige e-mails. Derfor forsøger vi at specialtilpasse den information, vi sender. Det kan være en god idé at registrere din e-mail, eftersom en stor del af SKAGENS kommunikation sker elektronisk.

Har du fået ny e-mail, eller er du usikker på, om din nuværende er blevet registreret, kontakt os da venligst på [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk).

SKAGEN er underlagt lovbestemt tavshedspligt og behandler alle personoplysninger fortroligt i henhold til personoplys-

ningsloven i Norge, der svarer til den danske registerlovgivning.

## Institutionelle investorer

Institutionelle investorer kan have særlige behov for rådgivning og information om SKAGEN Fondene. Den rådgivning er Morten Trebbien, Jens Elkjær og Christian Jessen klar til at yde. De har alle stor erfaring indenfor sektoren.

## Mød os på nettet

Med jævne mellemrum arrangerer vi temanetmøder med porteføljeforvalterne og andre nøglepersoner i SKAGEN, hvor vi besvarer indsendte spørgsmål fra kunder og andre interesserede. Det fungerer sådan, at vi sender dine spørgsmål til forvalterne, og du får svar under selve netmødet. Netmøderne bliver annonceret i god tid i forvejen.

På hjemmesiden [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk) informerer vi løbende om væsentlige begivenheder i porteføljerne i vores nyhedssektion. Der er mulighed for at kommentere vores artikler, ligesom de kan danne baggrund for kundehenvendelser til [kundeservice@skagenfondene.dk](mailto:kundeservice@skagenfondene.dk).

# Aktive møder i første halvår

En vigtig del af SKAGENS tilstedeværelse i Danmark er at være i dialog med kommende og eksisterende investorer. Det er en del af vores vision, at vi vil være en åben og tilgængelig investeringsforening. Derfor er det helt naturligt for os at holde møder rundt om i landet – det gør vi også i 2013.

Siden vi i 2008 begyndte at holde møder, har tilbagemeldingerne fra deltagerne ligget på et højt tilfredshedsniveau, og det er vi glade for. Alligevel skal vi sørge for at forny os, så det bliver ved at være spændende at møde SKAGEN.

Derfor vil vi i første halvdel af 2013 prøve nye mødeformer af for at øge deltagerens involvering. Det gælder både i valg af emner og måden, vi afvikler møderne på. Vi er af den overbevisning, at deltagerne vil få mere ud af møderne, og det giver os mulighed for at komme i en tættere dialog.

For dem, som ikke kender os i forvejen, vil man fortsat blive introduceret til SKAGEN, vores historie, investeringsfilosofi og vores pæne afkast, sådan som vi plejer.

Og for dem, der allerede har lært os at kende, vil vi fortsat gå i dybden med vores investeringer i vores obligations-, ejendomsaktie- og aktiefonde, vores investeringsfilosofi samt aktuelle finansielle emner.

Vi viser kun mødekalenderen for første halvår i årsrapporten. Når denne mødesæson er overstået, anvender vi vores erfaring til at til-

rettelægge en forhåbentlig endnu bedre møderække i efteråret 2013. Følg med på vores hjemmeside og i de kommende markedsrapporter, så ved du, hvor vi er at træffe.

Nedenfor kan du få et overblik over planlagte møder og se, om vi kommer til en by i nærheden af dig. Mødeoversigten finder du også på vores hjemmeside [www.skagenfondene.dk](http://www.skagenfondene.dk), hvor du samtidig kan tilmelde dig et af møderne – gratis og helt uforpligtende. Du er også altid velkommen til ringe til os på 7010 4001 og få mere information.

## Inspirationsmøder – en introduktion til SKAGEN

Inspirationsmødet er til dig, der møder os for første gang og gerne vil have en nærmere introduktion til, hvem SKAGEN er og vores investeringsfilosofi.

Sted	Mødetype	Dato
København	Inspirationsmøde	19.02.2013
København	Inspirationsmøde	26.02.2013
København	Inspirationsmøde	19.03.2013
Aarhus	Inspirationsmøde	19.03.2013
Odense	Inspirationsmøde	20.03.2013
Aalborg	Inspirationsmøde	24.04.2013
København	Inspirationsmøde	30.04.2013
Rønne	Inspirationsmøde	22.05.2013

## Investormøder – til dig der kender SKAGEN

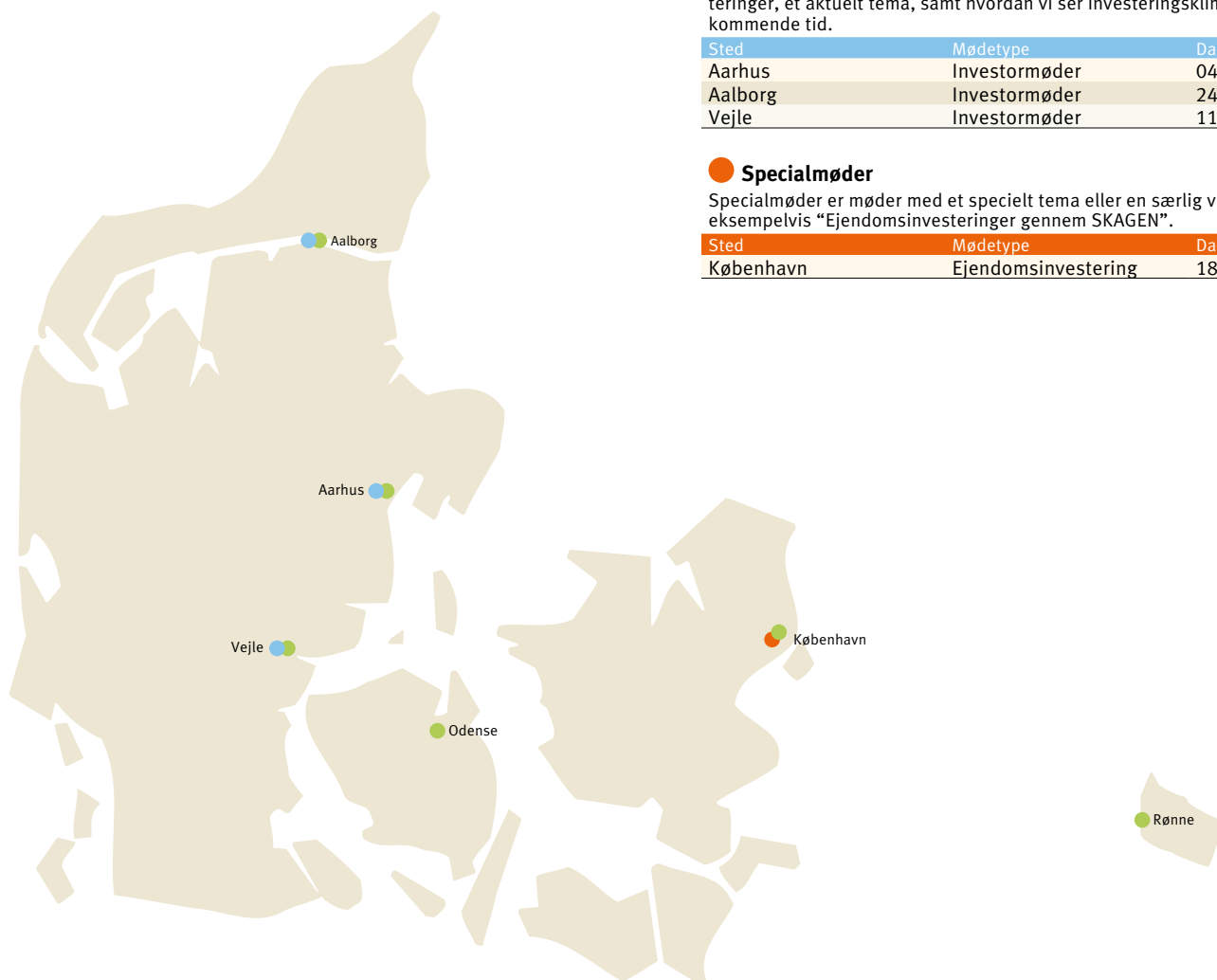
Har du tidligere deltaget på et af vores inspirationsmøder og gerne vil vide mere om SKAGEN, vil vi anbefale dig at deltage på vores "investormøde". På mødet går vi i dybden med vores aktiefonde og nogle af vores investeringer, et aktuelt tema, samt hvordan vi ser investeringsklimaet i den kommende tid.

Sted	Mødetype	Dato
Aarhus	Investormøder	04.04.2013
Aalborg	Investormøder	24.04.2013
Vejle	Investormøder	11.06.2013

## Specialmøder

Specialmøder er møder med et specielt tema eller en særlig vinkel, som eksempelvis "Ejendomsinvestering gennem SKAGEN".

Sted	Mødetype	Dato
København	Ejendomsinvestering	18.04.2013



# Værdier bag din investering

Vores virksomheds organisationsform har stor betydning for, hvordan vi kan arbejde med din investering. Nedenfor gennemgår vi SKAGENS vigtigste kendetegn.

SKAGEN er bygget på stærke værdier og holdninger. Vi mener, at vores organisationsform er en fordel for dig som investor. Vi finder støtte til vores synspunkt i vores egne erfaringer siden stiftelsen i 1993 og i en del internationale undersøgelser, som blandt andet fremhæver porteføljeforvalteres medinvestering i fondene som en klar fordel for investorerne. Nedenfor gennemgår vi i kort form de vigtigste kendetegn.

**Sund fornuft:** Vores investeringsfilosofi er bygget på sund fornuft og har givet merafkast, lige siden vi startede i 1993.

**Interessefællesskab:** Vores struktur med præstationsbaserede honorarer sørger for interessefællesskab med vores kunder, lige som vores porteføljeforvaltere investerer en stor del af deres personlige formue i de fonde, de forvalter.

**Uafhængighed:** Det er vores grundlæggere og nøglemedarbejdere, som ejer os. Vi er derfor

uafhængige af enhver finansiel institution og har vores frihed til at vælge, hvad der er bedst for vores kunder på lang sigt.

**Isolation:** Vi ligger langt fra verdens finanscentre og kan tænke og agere uafhængigt og ofte gå mod strømmen.

**Enkelhed:** Det eneste, vi beskæftiger os med, er fondsforvaltning. Vi har kun nogle få, enkle produkter og sætter kvalitet over kvantitet.

**Global orientering:** Vi opererer i et globalt investeringsunivers med investeringer over hele verden.

**Gennemsigtighed:** Vi bestræber os på at levere åben, ærlig og rettidig kommunikation til vores kunder.



**Gennemsigtighed** er en kerneværdi for os. Formuerådgiverne Henrik Rasmussen, Jonas Rasmussen, Mette Holmgaard og Thomas Lund holder møder om investeringerne over hele landet, og er hver dag klar til at svare på spørgsmål.  
Foto: Panorama Fotostudie

**SKAGEN Fondene** er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltings-selskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006. I 2011, 2009 og 2007 blev vi kåret som Årets Investeringsforening i Danmark af Dansk Aktie Analyse og Morgenavisen Jyllands-Posten.

## SKAGEN i Danmark

*Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.*

*Kom forbi vores kontor på Kongens Nytorv 8, 4. sal, ring, eller send en e-mail, så vil vi gøre, hvad vi kan for at hjælpe dig.*

Telefon 70 10 40 01  
Kongens Nytorv 8, 4. sal  
1050 København K  
kundeservice@skagenfondene.dk  
CVR-nummer 29 93 48 51  
www.skagenfondene.dk

## Hovedkontor

SKAGEN AS  
Postboks 160, N-4001 Stavanger, Norge  
Skagen 3, Torgterrassen  
Telefon + 47 04001  
Telefax + 47 51 86 37 00  
Organisationsnummer: 867 462732  
www.skagenfondene.no

## Redaktion:

Christian Jessen (redaktør), Camilla Grabowski, Frances Eaton, Tore Bang, Jonas A. Eriksson, Parisa K. Lemaire, Anna S. Marcus, Ole-Christian Tronstad (ansv. redaktør).

Oplag: 17.000  
Design: Kaland Marketing og Printingg produksjon  
Grafer: Meze Design  
Dansk sprogforvaltning: adverbium og SKAGEN Fondene  
Grafisk produktion, tryk og udsendelse: Rosendahls - Schultz Grafisk A/S  
Foto: Bloomberg News, iStockphoto, SKAGEN Fondenes billedarkiv, Jacob Carlsen og Carsten Lundager