SKAGEN fonder

Årsrapport **2009**

6
Lagspel
Antal portföljförvaltare ökar. Trots mer specialiserade förvaltarteam, jobbar de fortfarande som ett lag.

12
Investeringsfilosofi
Det kan tyckas enkelt att beskriva SKAGENs investeringsfilosofi. Svårigheten är att utföra den i praktiken.

16
Asiaterna kommer
SKAGEN har under en längre tid varslat om en kommande ekonomisk skilsmässa mellan industriländerna och tillväxtmarknadsländerna. Nu sker den.

38
Årets Fondbolag
SKAGEN har utnämnts till Årets Fondbolag av Privata Affärer och Dagens Industri/Morningstar. Även i Danmark och Nederländerna har SKAGEN korats till årets fondbolag.

KONSTEN ATT ANVÄNDA SUNT FÖRNUFT

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

Värdeförvaltningen segrade

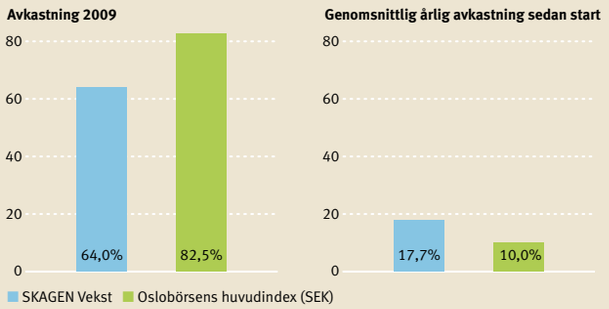
År 2009 är ett bra exempel på ett år då aktiv förvaltning, i kombination med SKAGENs solida värdebaserade investeringsfilosofi, visat sig bidra till den långsiktigt lönsamma utvecklingen. Sidan 22, Portföljförvaltarnas berättelse.

Ett gott år

Efter ett dramatiskt år 2008 visade sig 2009 bli ett bra år för SKAGEN Fonders andelsägare. Aktiefonderna har hämtat in det mesta av kursfallet 2008. Två av tre aktiefonder slog sina jämförelseindex med mycket stor marginal. SKAGEN Vekst lyckades inte slå sitt jämförelseindex, energitunga Oslobörsens huvudindex. Från första januari 2010 har SKAGEN Vekst och SKAGEN Global nya jämförelseindex som reflekterar fondernas investeringsmandat bättre. Samtliga räntefonder slog sina jämförelseindex.

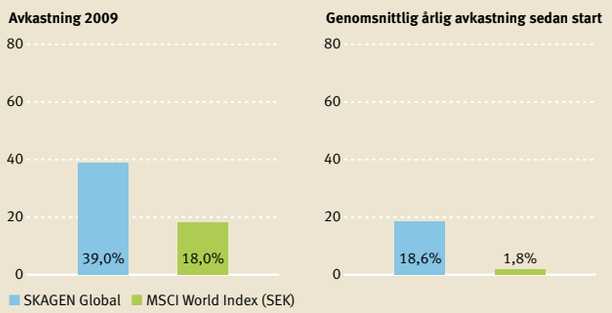
SKAGEN VEKST

Förvaltare: Kristian Falnes **Start:** 1 december 1993



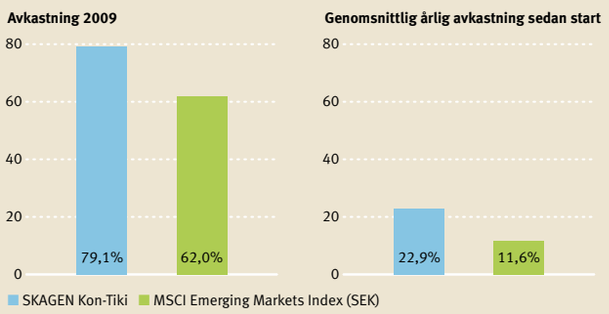
SKAGEN GLOBAL

Förvaltare: Filip Weintraub **Start:** 7 augusti 1997



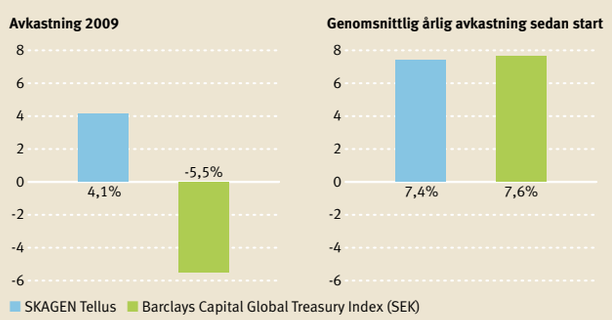
SKAGEN KON-TIKI

Förvaltare: Kristoffer C. Stensrud **Start:** 5 april 2002



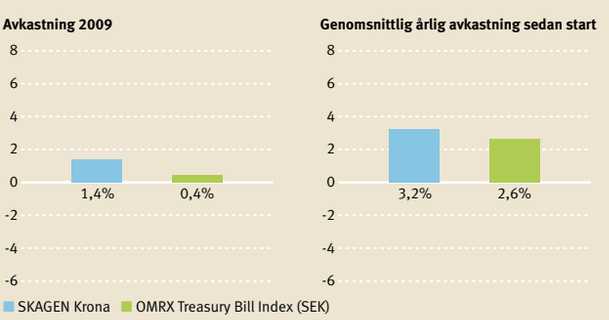
SKAGEN TELLUS

Förvaltare: Torgeir Høien **Start:** 29 september 2006



SKAGEN KRONA

Förvaltare: Ola Sjöstrand **Start:** 29 juni 2007



Alla avkastningstal i den ursprungliga norska årsrapporten är i norska kronor. I denna översatta version är avkastningstal i svenska kronor förutom i årbokslutet, i de generella noterna, i styrelsens berättelse eller där det anges att avkastningstalen är i norska kronor eller i annan valuta.

Information om fonderna SKAGEN Avkastning, SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon tas ej fullständigt i den svenska översättningen av årsrapporten eftersom dessa fonder ej marknadsförs på den svenska marknaden.

Årsrapporten är ursprungligen gjord på norska. Detta är en översatt och bearbetad version som publiceras med reservation för eventuella fel och brister samt felaktiga översättningar. I fall det råder konflikt mellan de svenska och norska versionerna är det den norska årsrapporten som gäller, denna finns tillgänglig på www.skagenfondene.no

SKAGEN FONDERS ÅRSRAPPORT 2009

SKAGEN Fonder är en ledande nordisk fondförvaltare. Företaget grundades 1993 i Stavanger och är sedan 2005 Norges största aktiefondförvaltare. SKAGEN Fonder etablerade en filial i Sverige 2004 och har kontor i Stockholm och Göteborg. SKAGEN Fonder utsågs till Årets Fondbolag av Privata Affärer i januari 2010.

Besöksadresser
Drottninggatan 86, 111 36 Stockholm
Drottninggatan 31, 411 14 Göteborg
Tel: 0200-11 22 60
Fax: 08-555 979 48
kundservice@skagenfonder.se
www.skagenfonder.se

Postadress
Box 11, 101 20 Stockholm

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

SKAGEN söker efter bästa förmåga att säkerställa att all information i rapporten är korrekt, men vill reservera sig för eventuella fel och utelämnanden. Uttalanden som reflekterar portföljförvaltarnas syn är gjorda vid en bestämd tidpunkt – och kan förändras utan varsel.

Rapporten är inte menad att uppfattas som en uppmaning till investeringsbeslut som köp eller försäljning av finansiella instrument. SKAGEN tar inte ansvar för direkta eller indirekta förluster eller utgifter som skylls på användandet av Årsrapporten.

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

Omslag: *Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag.* 1883.
P. S. Krøyer, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

Foton inlaga: Bloomberg News och SKAGEN Fonders bildarkiv.

Bäste andelsägare,

Det kan konstateras att vi har ett fantastiskt år bakom oss vad gäller kraften och hastigheten i de finansiella marknadernas väg ut ur finanskrisen som utlöstes under hösten 2008.

Som ett resultat av mycket gott värdeskapande för våra andelsägare, i kombination med våra högt satta mål för kommunikationen med och servicen till våra kunder, utnämndes SKAGEN Fonder för första gången till Årets Fondbolag 2009 i Sverige. Både Dagens Industri, tillsammans med fondutvärderaren Morningstar, och tidningen Privata affärer korade oss till Årets fondbolag. Fonderna SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki utsågs även till vinnare i sina respektive kategorier av samma aktörer och Privata Affärers läsare röstade fram SKAGEN Kon-Tiki som den mest populära fonden. Vi ser priserna som en bekräftelse på att det arbete vi gör uppskattas – samtidigt som vi ser det som en fantastisk sporre till att hela tiden förbättra oss.

SKAGEN Fonder är en långsiktig förvaltare. Vårt mål är inte nödvändigtvis att vara bäst i klassen enskilda år. Målet är att ge våra kunder bäst möjlig riskjusterad avkastning över tid för den risk de tar. Att köpa och sälja aktier ofta ger sällan något mervärde över tid. Detta är något som många studier visat. Det är i praktiken oerhört svårt att pricka toppar och bottnar på aktiemarknaden.

Man bör som investerare alltid fråga sig själv vad syftet med placeringen och vilken placeringshorisont och risk man är villig att ta. De gamla och nya kunder som vi fått förtroendet att förvalta sparkapital åt ska någon gång i framtiden använda sig av sitt sparande. I många fall handlar det om att sätta guldkant på tillvaron i samband med att man går i pension. För att förbättra vårt erbjudande lanserade vi därför för drygt ett år sedan uttagsavtal – vilket är ett slags omvänt månadssparande.

Vi är glada över det förtroende som våra kunder fortsätter att ge oss. Vi har haft en stor kundtillströmning det senaste året och var det tredje mest valda fondbolaget för aktiefonder i Sverige under 2009. Vi kommer göra vårt yttersta för att förvalta detta förtroende vi fått på ett förståndigt sätt.

När vi blickar tillbaka på året som gått så kan vi konstatera att vi höll över 150 informationsmöten runtom i landet. Vi anordnade bland annat SKAGEN Dagen i Göteborg för tredje året i rad och sjösatte även en SKAGEN Dag i Stockholm. Överlag har informationsmötena varit välbesökta och SKAGEN Dagarna i Göteborg och Stockholm hade tillsammans närmare 800 åhörare. Även våra Tjejkvällar som avhållits på ett flertal orter i landet har varit välbesökta.

Under året som gått har vi arbetat med att utveckla en ny hemsida vars lansering kommer ske i dagarna som denna årsrapport går i tryck. Vår förhoppning är att den nya hemsidan kommer bli ännu enklare att hitta information på. Sedan drygt ett år har vi haft regelbundna tv-sändningar och chattar på vår hemsida. Denna typ av kommunikation via Internet kommer vi att anstränga oss för att förbättra. Varmt välkommen att gå in på vår nya hemsida www.skagenfonder.se.

Vi på SKAGEN Fonder önskar alla våra kunder ett intressant och spännande 2010.

Per Wennberg, vd, SKAGEN Fonder Sverige

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

2 Avkastningshistorik
3 SKAGEN Fonder, Sverige
4 Ledare
6 Förvaltarteam
8 Bolagsstyrning
10 Vad är riskjusterad avkastning?
12 Investeringsfilosofi
14 Den tudelade världen – nu är det allvar
16 Asiatiska konsumenter öppnar plånboken
18 Protektionisterna kommer
20 Tankar kring tankeprocessen
22 Portföljförvaltarnas berättelse
37 Avkastnings- och riskredovisning
38 Priser, betyg och ranking 2009
40 Ägarstruktur
41 Styrelsens rapport – Bra år för andelsägarna
44 Årsbokslut
46 Generella noter
61 Revisionsberättelse
62 Bidrag med engagemang
63 Det här är SKAGEN Fonder

Harald Espedal, verkställande direktör, SKAGEN Fonder.

Kontrasternas år

År 2009 är ett bra exempel på att finansmarknaderna vänder snabbt. 2008 blev inte året vi hade hoppats på, i gengäld har 2009 överträffat både våra, och de allra flestas förväntningar. Från botten i mars 2009 har aktiemarknaderna stigit snabbare än de modigaste vågade gissa hösten 2008. Denna uppgång har gett andelsägarna i SKAGENs fonder ett mycket bra år.

Efter det värsta året i finansmarknadernas historia var det flera som ansåg att det skulle ta lång tid att återhämta förlorad avkastning. Facit för 2009 visar att aktiemarknaderna har hämtat sig på kort tid och att den fruktade långvariga nedgången uteblev.

Ett mycket bra år

SKAGENs investeringsfilosofi har visat sig vara robust i uppgångs- och nedgångsmarknader. Facit för 2009 visar att både SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki slog sina jämförelseindex. Fonderna gav 39 respektive 79 procent avkastning, mot världsindexets 18 procent och tillväxtmarknadsindexets 62 procent. SKAGEN Vekst investerar omkring hälften av sina medel globalt. En total avkastning på 64 procent är bra, med tanke på att världsindexet bara steg 18 procent. Energitunga Oslobörsen steg 83 procent.

Dessa prestationer placerar SKAGEN i toppskiktet på världsbasis. Enligt en ranking över fondutvecklingen i världen under 2009, från ratingbyrån Standard & Poor's, S&P, placerade sig SKAGEN Global som nummer 144 av 3 312 globala aktiefonder. S&P klassificerar också SKAGEN Vekst som en global aktiefond och fonden rankades som nummer 13 av 3312 globala aktiefonder. SKAGEN Kon-Tiki placerade sig på nummer 36 av 851 globala tillväxtmarknadsfonder för året.

SKAGENs aktiefonder är alltså i båda kategorierna bland de bästa fyra procenten av fonder på världsbasis för 2009.

Det är svårt och krävande att vara bland de bästa i världen under enskilda år. Ännu mer ansträngande är det att vara bland de bästa i världen över tid. SKAGEN Global och SKAGEN Vekst rankas som nummer 15 respektive nummer 5 av 1893 globala aktiefonder mätt på fem års avkastning, medan SKAGEN Kon-Tiki är nummer 2 av 444 globala tillväxtmarknadsfonder under samma period.

Den globala obligationsfonden SKAGEN Tellus gick upp 10,9 procent, mot jämförelseindex 0,6 procent, mätt i euro. Den svenska penningmarknadsfonden SKAGEN Krona hade en avkastning på 1,4 procent.

Portföljförvaltarnas berättelse (sida 22) och styrelsens berättelse (sida 41) ger mer information om hur fonderna presterat under 2009.

Gamla värderingar kommer tillbaka

Kristider som de vi upplevde under 2008 leder till att gamla värderingar återuppstår. Intresset för aktiefonder har varit stort under 2009, och nettoavkastningen i SKAGENs aktiefonder var rekordhöga 18,1 miljarder norska kronor. Vi anser att framgången för värdepappersfonder beror på att många har påmints om betydelsen av värdepappersfonders styrkor:

- daglig likviditet
- daglig prissättning
- möjlighet att lösa in till verkligt värde, utan rabatt
- transparens
- verifierbar avkastningshistorik
- en reglerad produkt

Kloka sparval

Under 2009 ökade förvaltningskapitalet från 57,3 till 94,7 miljarder norska kronor, vilket utgör en ökning på mer än 65 procent. Siffrorna visar att fondsparare har ändrat beteende under nedgångsperioden. Jämfört med den förra stora nedgången under 2001 – 2003 uppvisar de nu klokt sparbeteende.

Under första kvartalet, medan aktiemarknaderna fortfarande föll, nettotecknade privatkunder för knappt en miljard norska kronor i SKAGEN Fonder. Kunder har köpt fondandelar när priserna var låga, och har därmed fått med sig uppgången på aktiemarknaden sedan början av mars 2009. Detta ändrade sparmönster visar att folk i allmänhet har långsiktiga sparmål och förstår risken med att investera på aktiemarknaden.

Kundtillväxt på alla marknader

Kundtillväxten har varit god för alla fonder. Nettoteckningen på 15,9 miljarder kronor var vid utgången av december fördelad på 18,1 miljarder kronor i aktiefonder och minus 2,2 miljarder kronor i räntefonder, allt mätt i norska kronor. De största bidragen kom från den svenska marknaden, liksom i fjol. Utländska kunder, bland annat från Storbritannien, Nederländerna, Danmark och Luxemburg, har också bidragit i hög grad. Danmark är från och med 2010 en av SKAGENs hemmamarknader, och vårt mål är att danska kunder ska uppleva oss som en nationell leverantör.

För första gången i SKAGENs historia har utländska kunder mer kapital i våra aktiefonder än våra norska kunder. År 2009 kännetecknades även av en mycket låg inlösningsprocent. SKAGENs marknadsandel för aktiefonder var 37,5 procent under 2009, inklusive utländska kunder. Detta gör SKAGEN till Norges största fondförvaltare med en marknadsandel på 22,8 procent av den totala marknaden.

Tillströmningen av nya kunder i SKAGEN Kon-Tiki de senaste åren gjorde att den fasta avgiften sänktes från 2,5 procent till 2,0 procent (från 1 juli 2009), eftersom stordrifts-

P. S. Krøyers første atelier i Skagen i Brøndums gamel have. 1890.
Av Thorvald Niss, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.

Efter finanskrisen har aktiemarknaderna återhämtat sig på kort tid under 2009, och den fruktade långvariga nedgången uteblev skriver verkställande direktör Harald Espedal.

fördelarna gör det billigare att förvalta en stor fond än en liten fond.

Bolagets affärsstrategi är att kunderna ska betala för god förvaltning och inte för köp- och försäljningsavgifter av fondandelar. SKAGEN har gått före andra i branschen och tog bort köpavgifterna redan under 2008.

Aktiefonderna har olika avgiftsmodeller, och den rörliga avgiften beräknas dagligen och avräknas årligen. Under 2009 presterade alla aktiefonder väl i förhållande till sina jämförelsepunkter. De rörliga modellerna medförde att SKAGEN Global hade en total förvaltningsavgift på 2,75 procent. SKAGEN Vekst hade en total förvaltningsavgift på 4,50 procent och i SKAGEN Kon-Tiki var den totala förvaltningsavgiften 3,26 procent.

Värdesätter frågor och kommentarer

Under 2010 kommer SKAGEN att lansera nya webbsidor, som är den kommunikationskanal som flest kunder använder för att få veta mer om fonderna. Målsättningen är att möjliggöra ännu bättre information och dialog med kunderna. Kontrasterna under året som gått visar att information till kunderna är viktigt för att kommentera det som händer och ge vår analys av händelserna. Nya webbsidor gör det möjligt för oss att i ännu högre grad förmedla denna information skriftligt och via interaktiva webbchattar och webb-TV.

Årets Fondbolag

Teckningstal visar att SKAGEN Fonder har fått bred internationell acceptans för sina produkter. Extra glädjande är det att SKAGEN Fonder utnämnts till Årets fondförvaltare av Jyllands-Posten i Danmark samt av Dagens Industri/Morningstar och Privata Affärer i Sverige. I Nederländerna mottog SKAGEN De Gouden Stier, ett pris för bästa förvaltningsbolag.

Den amerikanska ratingbyrån Standard & Poor's bekräftade i höstas att alla tre aktiefonderna behåller den högsta utmärkelsen, AAA-rating.

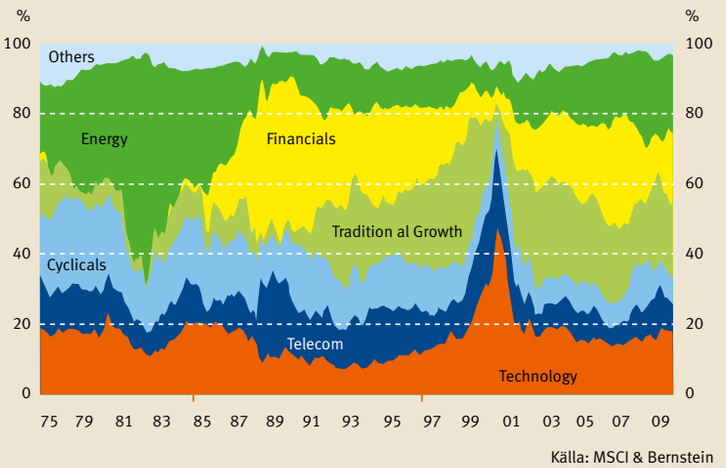
Marknadsutsikter 2010

SKAGEN anser att investeringsutsikterna är goda för våra fonder. Bolagen i portföljerna är lågt värderade i förhållande till förväntad intjäning och eget kapital. Räntenivåerna kommer att förbli låga i stora delar av världen och vi förväntar oss att den globala realekonomin har god tillväxttakt globalt framöver.

Vid starten av 2010 ser det ut att bli bra balans mellan de olika sektorerna. Det är svårt att se bubbeltendenser inom bestämda sektorer i dagsläget, men historien har visat att det alltid uppstår nya bubblor, till exempel inom olja och energi på 70-talet och IT-sektorn under dot.com-bubblans topp runt millennieskiftet.

SKAGEN håller fast vid den investeringsfilosofi som har fungerat bra för oss sedan starten och som visade sig vara ett bra verktyg för att navigera även genom den senaste tidens stora svängningar.

INGA TENDENSER TILL BÖRSBUBBLOR FÖR ÖGONBLICKET



Det är svårt att se tendenser till bubblor inom specifika sektorer i dagsläget. Historien har likväl visat att det alltid kommer att utvecklas nya finansbubblor, till exempel som vi såg i olje/energi-sektorn på 70-talet och under dot.com-bubblan vid millennieskiftet.

Flera team – ett lag

Antalet portföljförvaltare har ökat de senaste åren, men fortfarande sitter de runt samma bord. Trots mer specialiserade förvaltarteam, jobbar de fortfarande som ett lag.

Bemanningen i SKAGENs portföljavdelning har mer än fördubblats sedan 2006. Tillväxten beror bland annat på internationell expansion och att mer pengar är under förvaltning.
Som en naturlig följd av tillväxten har specialiserade team skapats inom avdelningen för att sköta förvaltningen av våra fonder.

Med anledning av portföljavdelningens gradvisa och organiska tillväxt av mer specialiserade team för var och en av fonderna, finns det skäl att ge lite mer inblick i det pågående arbetet och avdelningens uppbyggnad.

I samma rum
Ända sedan vi började 1993 har våra portföljförvaltare bokstavligt talat suttit i samma rum och vid samma bord. Detta visade sig vara en fördelaktig organisation av avdelningen. Därför sitter fortfarande alla i avdelningen, inklusive stödfunktioner, i samma rum i Stavanger. Med andra ord har framgångsformeln behållits, om än i förstorat format.

Placeringen har förändrats något de senaste åren. I takt med avdelningens tillväxt har sittplatserna i portföljavdelningen blivit mer och mer knutna till de olika fonderna. Detta är en naturlig progression, i och med att antalet personer som övervakar varje fond har ökat.

SKAGEN Global-teamet har vuxit till fyra medlemmar, Kon-Tiki-teamet består numera av tre personer och Vekst-teamet består av två personer, det enda av teamen som förblivit oförändrat sedan 2006. Samtliga team sitter tillsammans.

Organisation runt bordet
Översta våningen i SKAGENs huvudkontor i Stavanger centrum domineras av förvaltarbordet. De sammanlagt 20 skrivborden är täckta med papper, årsrapporter och dokument. Orsaken till organisationen är en önskan om att behålla det goda utbytet av idéer och förslag inom avdelningen. Tack vare den fysiska placeringen kan förvaltarna lättare diskutera viktiga teman på löpande basis.

«Vi är fokuserade på att behålla den öppna och stimulerande atmosfär vi alltid har haft inom SKAGEN.»

– Organisationen runt bordet och inom avdelningen, är och kommer att fortsätta vara mycket viktigt för oss, säger investeringsdirektör och avdelningschef Kristian Falnes.

– Vi är fokuserade på att behålla den öppna och stimulerande atmosfär vi alltid har haft inom SKAGEN.

Arbetet som läggs ner på att behålla det fina informationsutbytet, visar sig också på andra sätt. Bland annat utvärderas förvaltarna beroende på om de delar med sig av sina investeringsidéer till de andra i avdelningen.

Det är förstås ingen större överraskning för dem som känner till SKAGEN väl, att portföljförvaltningsavdelningen alltid haft ett fritt flöde av idéer och efterföljande debatter.

En filosofi för alla
SKAGEN har alltid haft en teamfokuserad inställning till hur bolagsanalyser och investeringsidéer fördelas inom portföljavdelningen. Allt analysarbete utförs av SKAGENs portföljförvaltare, och företaget har ingen egen analysavdelning. Därmed får portföljförvaltarna ett aktivt förhållande till sina investeringar, som de hittar utifrån investeringsfilosofin och den gemensamma analysplattformen.

I enlighet med SKAGENs investeringsfilosofi, fokuserar portföljförvaltarna på att hitta underanalyserade, impopulära och undervärderade bolag. Huvuddelen av arbetet riktar sig mot grundliga genomgångar av balans- och resultaträkningar samt tillhörande värderingsberäkningar, som pris/bok, kapitalstruktur och egenkapitalavkastning.

Som omnämns i denna rapport, är också bolagsstyrning och etik viktigt. SKAGEN lägger stor vikt vid bolagsstyrning och etik för att säkra andelsägarnas intressen på bästa sätt. Portföljförvaltarna kan därför föra en direkt dialog med bolag när detta anses nödvändigt för att minska risker och för att öka avkastningsmöjligheterna för fondernas investerare. Portföljavdelningen har dessutom två personer som ansvarar för djupare uppföljning av dessa områden. Kort och gott letar SKAGEN efter bolag med hög kvalitet och låg prislapp.

Investeringsdirektör
Kristian Falnes

Portföljförvaltare
Beate Bredesen

SKAGEN Vekst-teamet

Portföljförvaltare
Filip Weintraub

Portföljförvaltare
Omid Gholamifar

Portföljförvaltare
Torkell Eide

Trader
Chris-Tommy Simonsen

SKAGEN Global-teamet

Portföljförvaltare
Kristoffer Stensrud

Portföljförvaltare
Knut Harald Nilsson

Portföljförvaltare
Cathrine Gether

SKAGEN Kon-Tiki-teamet

Portföljförvaltare
Torgeir Høien
SKAGEN Tellus
SKAGEN Avkastning

Portföljförvaltare
Ola Sjöstrand
SKAGEN Høyrente
SKAGEN Høyrente Inst.
SKAGEN Krona

Portföljförvaltare
Elisabeth A. Gausel
Medförvaltare

Räntefond-teamet

En kontinuerlig process

Även om var och en av SKAGENs portföljförvaltare har ett individuellt ansvar för sina investeringsidéer, är analysarbete och övervakning av nuvarande och potentiella investeringar en kontinuerlig process i samtliga team. Men kunskapen och uppföljningen är mindre värd om inte informationen samtidigt delas och testas mot den samlade erfarenheten och intuitionen hos resten av avdelningen. Huvudförvaltarna Kristian Falnes, Filip Weintraub, Kristoffer Stensrud, Ola Sjöstrand och Torgeir Høien har i denna process en viktig vägledning- och övervakningsroll för de samlade portföljerna.

Det mesta av den dagliga kommunikationen i avdelningen sker i informella sammanhang. Dessutom hålls det möten, både för hela avdelningen och i respektive team, för att se till att informationen flyter som den ska.

– Gränsdragningen mellan att dela idéer i en större grupp, och behovet av fokus på detaljer i respektive team är något det jobbas med kontinuerligt, enligt Kristian Falnes.

– Det är en viktig del av att behålla det som har gjort oss till SKAGEN. Vårt mål är att ge kunderna bästa möjliga riskjusterade avkastning genom att följa en värdebaserad investeringsfilosofi. Filosofin har inte ändrat sig sedan starten 1993. Allt detta gäller fortfarande, även om SKAGENs portföljavdelning har utvecklats till att bli ett lag, med flera team.

Ross Porter, analytiker

Håller styr på bolagen

Dålig bolagsstyrning kan vara förödande för ett företag på lång sikt. SKAGEN följer noga hur portföljföretagen sköter sig för att säkra andelsägarnas intressen på bästa möjliga sätt.

Bra bolagsstyrning, eller corporate governance, handlar om att företag måste följa lagar och spelregler och uppträda på ett anständigt sätt för ägare, samhälle och medarbetare. Beslut kopplade till corporate governance är av särskild betydelse då vår målsättning är att ge våra kunder bästa möjliga avkastning för den risk de tar. Vårt fokus är att alla ägare ska behandlas lika och att företagets ledning ska arbeta för aktieägarna.

Egna resurser

SKAGEN har förstärkt sitt arbete med bolagsstyrning det senaste året. Aktiefondteamen har blivit större och fått bättre analyskapacitet och dedikerade resurser för att arbeta med problemställningar som rör bolagsstyrning i portföljföretagen. Detta gäller i praktiken att exempelvis ta ställning i olika frågor på bolagsstämmor men också analys av corporate governance i enskilda företag. Som medlem i EFAMA, den europeiska fondbolagsföreningen, har vi också ambitionen att vara med och utveckla praxis inom detta område så att bolagsstyrningen blir så effektiv som möjligt. Aktieägandet har i många länder blivit så institutionaliserat att det är viktigt att säkra att detta inte ger företagsledningarna för mycket spelrum att berika sig själva eller majoritetsägarna.

«Förvaltningsbolaget försöker att fungera som en aktiv och ansvarig aktieägare på uppdrag av fondandelsägarna.»

Använder rösträtten

SKAGEN röstar generellt sett vid alla bolagsstämmor. Förvaltningsbolaget försöker att fungera som en aktiv och ansvarig aktieägare på uppdrag av fondandelsägarna. Ibland innebär detta att vi använder rösträtten. I kontroversiella frågor läggs särskild uppmärksamhet och tid för detta.

Öppen process

Problemställningar som gjort att vi har röstat mot vissa bolags styrelseförslag finns dokumenterade i marknadsrapporter, statusrapporter och på vår hemsida. Det är viktigt att vara öppen med denna del av portföljprocessen så att andelsägarna inte ska betvivla att vi arbetar för dem även på detta område.

Med byxorna nere

Under 2009 synliggjordes effekterna av finanskrisen i många företagsresultat. Det ekonomiska jordskalv som var aktualiserade bolagsstyrningen i exempelvis många banker i västvärlden. SKAGEN hade emellertid få sådana innehav vilket gjorde att bankskandaler inte hade någon större direktpåverkan på våra aktieportföljer. Något överraskande var kanske istället att ledningen i ett indiskt IT-bolag hade gjort sig skyldigt till bokföringsbrott under flera år och att två konsumentföretag på Balkan hade bedrivit otillåten långivning och aktiehandel under 2009. Detta var den nakna sanningen för våra portföljer 2009.

Uppdiktad bokföring

Året började märkligt. Den 7 januari avgick styrelseordföranden Ramalinga Raju i IT-konsultföretaget Satyam Computers efter att han hade erkänt att räkenskaperna i bolaget som levererats de senaste tre åren varit fullständigt felaktiga. Det var inte bara dålig bokföring det handlade om utan rena falsarier med påhittade kunder, orderböcker samt en felaktig kassa- och skuldposition. Exempelvis existerade inte den uppvisade kassabehållningen på cirka en miljard dollar. SKAGEN Kon-Tiki hade en position på 0,9 procent i detta företag dagen innan nyheten blev känd. Posten finns emellertid kvar i fonden då den underliggande driften i bolaget ansågs fortsatt ha ett värde. SKAGEN är även involverad i en stämning i USA för att få ekonomisk ersättning för det inträffade. Kursutvecklingen har varit positiv och sedan botten i januari 2009 har aktien gått upp omkring 380 procent.

Balkan brinner

Bolagsstyrningen av företag på Balkan har dåligt rykte. Pivovarna Lasko, en bryggerigrupp i Lasko i Slovenien, ansågs vara ett bolag med god corporate governance då vi investerade i företaget 2004. Hösten 2007 ändrade sig emellertid detta när finansmannen Bosko Srot genom bolaget Infond köpte in sig i bolaget, fick kontroll över det och blev styrelseordförande. Bolaget lånade 140 miljoner euro till sin huvudägare Infond, vilket var olagligt och inte rapporterades. Detta avslöjades i maj eftersom Infond kom på obestånd och senare gick i konkurs.

Sträng kontroll för att ta sig in till huvudkontoret hos indiska Satyam Computer efter att det offentliggjorts att grundaren av bolaget förfalskat räkenskaperna. Foto: Bloomberg News

Hela beloppet ser dessvärre ut att vara förlorat för Pivovarna Lasko.

SKAGEN var involverad vid en extraordinär bolagsstämma där vi ville att två nya oberoende representanter skulle väljas in i styrelsen och att bolaget skulle granskas. Det blev en majoritet för detta förslag men bolaget förklarade bolagsstämman ogiltig då aktierna som ägdes av Infond inte fick rösta.

Med dagens värdering är bolaget bland de lägst prissatta bryggerierna i världen. Med goda marginaler på hemmamarknaden tack vare en monopolliknande situation samt goda expansionsmöjligheter i Sydöstra Europa bör detta bolag trots allt betraktas som en lovande investering. SKAGEN Kon-Tiki ägde 5,8 procent av Pivovarna Lasko vid årsskiftet. Det utgjorde 0,13 procent av fondens värde.

På hemmaplan

SKAGEN Vekst har en lång tradition av att engagera sig i bolagsstyrningen av bolag i Norge för andelsägarna. Det mest profilerade fallet som SKAGEN varit involverat i på Oslobörsen har varit Crew Gold genom ägandet av obligationer i bolaget. Dessa köptes i tron att företagets tillgångar var värda mer än företagets skulder och obligationerna köptes till konkursvärdering. I samband med ett obligationsförfall i oktober föreslog styrelsen att obligationsägarna skulle konvertera delar av obligationsskulden till en kurs runt 4,5 kronor per aktie för att därefter bli kraftigt urvattnade vid en aktieemission. SKAGEN bedömde detta erbjudande som mindre gynnsamt för obligationsägarna (SKAGEN Vekst) och kom med ett motförslag där obligationsskulden skulle konverteras till aktier till kursen 0,64 kronor per aktie. Då huvudägaren inte kom med andra motförslag och avgick som styrelseordförande gick detta förslag igenom och obligationsägarna tog över 95 procent av ägandet i guldbolaget. Om guldpriset fortsätter att vara högt och bolaget behåller sin guldproduktionslicens i Guinea kan det nya omstrukturerade Crew Gold, som SKAGEN Vekst nu äger 6 procent av, bli en attraktiv investering framöver.

Etik i fonderna

Bra bolagsstyrning handlar i grunden om sunt förnuft. Investeringsfilosofin och investeringsprocessen ligger till grund för hur SKAGEN gör investeringar. Våra etiska riktlinjer blir därför en aktiv del av fondförvaltningen.

I linje med vår investeringsfilosofi och aktiva förvaltning investerar vi i företag som vi har hittat genom grundliga värderingar och egna analyser.

SKAGENs etiska normer och riktlinjer för förvaltningen av andelsägarnas pengar är integrerad i hur vi selekterar information, analyserar företag, väljer aktier och förvaltar värden på våra fondandelsägares vägnar. Vi investerar inte i företag som medvetet bryter mot grundläggande mänskliga rättigheter eller skadar:

- den lokala befolkningen
- miljön
- det valda styrelsesättet i de länder bolaget är verksamt

Vi tar inte onödig ekonomisk risk genom att investera i företag som genom sin verksamhet kan ikläda sig betydande förpliktelser eller förluster vid:

- hälsoskador
- medvetna lagbrott
- miljöövergrepp

Dessa punkter är en del i den grundliga analys som görs innan vi investerar i ett nytt bolag. Vid bedömning av företagen är deras intentioner och planer viktigare än företagens historia. Om vi upptäcker att våra fonder investerar i företag som trots goda intentioner bryter mot etiska riktlinjer ska fondernas aktieinnehav säljas förutsatt att det kan göras på ett sådant sätt att försäljningen inte förslösar värden för andelsägarna.

Harald Haukås, analytiker

Riskjusterad avkastning; – vad är det?

Genom att använda vår investeringsfilosofi ska SKAGEN Fonder uppnå bästa möjliga riskjusterad avkastning för våra andelsägare. Denna kan uppnås både genom att fonden förlorar mindre pengar i en fallande marknad eller tjänar mer när marknaden går upp.

Begreppet riskjusterad avkastning används om avkastning som uppnås i förhållande till den risk som tas. För att vara helt korrekt är det fel uttryckt, eftersom all avkastning egentligen är riskjusterad, i det avseende att den totala avkastningen som uppnås innehåller både perioder av förlust och vinst.

SKAGEN Fonder använder likväl detta begrepp om förhållandet mellan avkastning och risk, därför att den är allmänt accepterad.

När man använder ett siffermaterial för att undersöka om den riskjusterade avkastningen är bra, synliggörs inte nödvändigtvis risken i siffrorna. Det kan jämföras med att vara passagerare åt en fortkörare. Du kan sova under hela åkturen och kommer fram snabbt och utvilad. Du utsattes för stor fara men hade tur som kom fram!

En erfarenhet från finanskrisen var att väldigt många trodde de kunde lita på att siffrorna berättade sanningen om risken.

Hög risk kan ge stora förluster

Trots svårigheter att tolka siffror, ger siffrorna likväl information. Om vi tar mycket hög risk, kommer det förr eller senare att medföra stora förluster. All förvaltning som innebär möjlighet till högre avkastning än riskfri ränta – vanligtvis ränta som statsobligationer kan ge – innebär fara för att man under kortare perioder får lägre avkastning än det riskfria alternativet.

Förhoppningsvis överträffar de kortsiktiga vinsterna de kortsiktiga förlusterna, så att investeringen totalt sett ger högre avkastning än riskfria alternativ. Problemet med att vara investerad på aktiemarknaden är att både förlust och vinst kommer plötsligt, i form av den så kallade ketchupeffekten.

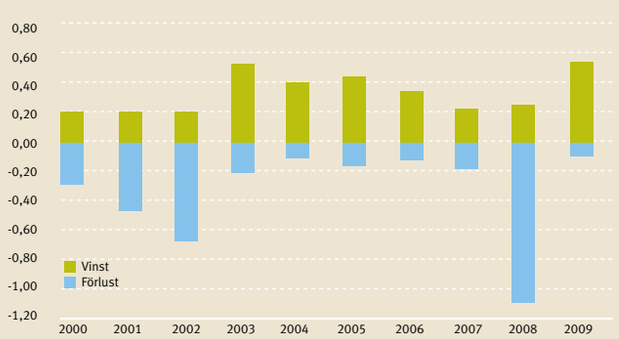
I den nedre grafen till vänster visas de år som drabbats av ketchupeffekten det senaste årtiondet, för både kortsiktiga vinster och förluster. Vi ska inte gå in i detaljerade tolkningar av siffrorna i tabellen, utan bara fastslå att om vinsterna är större än förlusterna är avkastningen högre än riskfri ränta. Summan av vinst och förlust, i absoluta termer, är ett mål för de totala svängningarna på marknaden.

I samma graf kan man utläsa att ketchupeffekten för förlust var extremt stor under 2002 och 2008 och för vinst i de påföljande åren. De kortsiktiga förlusterna var under 2008 fyra gånger större än det normala för dessa år och de avgjort största vi har sett under detta årtionde. Motsvarande var 2009 året då vinsterna var högst, och förlusterna lägst. Detta visar att ketchupeffekten, för både vinst och förlust, var extrema i dessa två år av krisstämning på finansmarknaderna.

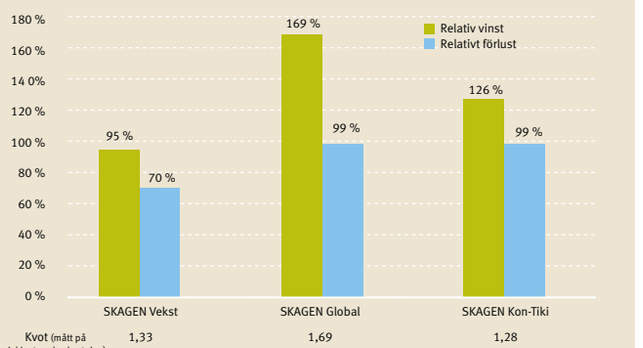
Hög riskjusterad avkastning

När vi ska avgöra om vår riskjusterade avkastning är bra, tittar vi först och främst på om de kortsiktiga vinsterna i fonderna är högre och om förlusterna är lägre, än jämförelseindexens vinster och förluster under samma period. Jämförelsesiffrorna mellan fondernas och jämförelseindexens vinst och förlust kallas relativ vinst och relativ förlust. Grafen till höger visar relativ förlust och relativ vinst sedan fondernas start.

KORTSIKTIGA VINSTER OCH FÖRLUSTER PÅ OSLOBÖRSEN



RELATIV VINST OCH FÖRLUST FÖR AKTIEFONDERNA



Siffror över 100 procent betyder att ackumulerad förlust/vinst har varit större för fonden än marknaden (jämförelseindex) och vice versa för siffror under 100 procent.

Man ser här att i förhållande till den höga risken som finns på Oslobörsen (betydligt högre än för världsindex) har SKAGEN Vekst minskat förlusterna betydligt under perioden. All överavkastning fonden har skapat sker i form av att begränsa förlusten i tider då kurserna på Oslobörsen faller. Samtidigt har SKAGEN Vekst över tid klarat att följa med Oslobörsen i uppgångstider.

SKAGEN Global och SKAGEN Kon-Tiki har däremot givit större vinster än sina jämförelseindex under uppgångstider, medan fonderna i fallande marknader har upplevt förluster i nivå med indexen. Det betyder med andra ord att de historiskt sett har skapat sin överavkastning i tider med stigande aktiekurser på världens börser.

För alla tre aktiefonderna ser vi att förhållandet mellan vinst och förlust är betydligt bättre än respektive jämförelseindex, som åter betyder att den riskjusterade avkastningen också är betydligt bättre. Fonderna har också givit en solid överavkastning sedan start, här i tabellen mätt som årlig genomsnittlig avkastning.

Vinner på investeringsfilosofin
Den viktigaste orsaken till SKAGEN Fonders goda riskjusterade resultat är vår investeringsfilosofi. Vi investerar i företag som har en betydande möjlighet till ökat marknadsvärde, samtidigt som den värdejusterade balansen och likviditeten ska vara så solid att bolaget också klarar sig (relativt) bra under nedgångstider. Förutsättningen för en investering är att bolaget tillfredställer en eller flera av våra tre u'n, undervärderat, underanalyserat och impopulär *(upopulær på norska)*.

Vi kan emellertid också investera i företag som har svagare balansräkningar, men som har blivit så billiga baserat på fundamentala förhållande att det nog är värt att ta risken.

Ett exempel på detta är RCCL, världens näst största Cruiserederi, som SKAGEN Vekst började att köpa in sig i våren 2009. Då var RCCL prissatt till bara 0,2 gånger bokfört eget kapital, som för detta kvalitetsbolag var en historiskt låg prislapp. Det gick med andra ord att investera i en flotta med moderna kryssningsfartyg till 20 procent av vad de var bokförda till – du betalade helt enkelt 20 öre för en krona. Som sagt var den finansiella risken hög. Kassaflödet från driften av fartygen var däremot tillräckligt bra för att täcka de finansiella åtagandena, även i de värsta finanskriserna.

RCCL-kursen har sedan botten i mars 2008 stigit 300 procent, och var en av de absolut bästa bidragsgivarna för SKAGEN Veksts resultat under 2009.

Fastän ett bolag har relativt svag balansräkning, men ett tillräckligt bra kassaflöde för att överleva kraftiga nedgångar i ekonomin, kan det också ingå i våra aktiefonders portföljer. Men grundplåten i portföljerna är, och kommer alltid vara, företag med solida balansräkningar.

Lägre risk som aktiva förvaltare
En annan viktig princip för att minska risken är att inte fokusera på jämförelseindexen. Det betyder att vi inte köper företag som ingår i indexen, bara för att de ingår i indexen, så som en indexförvaltare måste göra. Vi köper företag därför att vi anser att de är goda investeringar. Genom att investera i index tas under perioder onödig risk därför att branschbalansen förstörs av spekulationsvågor.

Traditionell portföljteori påstår att man genom att investera i index (marknaden) undviker att påta sig så kallad osystematisk risk (risk som kan diversifieras bort). Detta är ett teoretiskt antagande som inte är tillräckligt för att modellera den faktiska verkligheten.

SKAGEN Fonder är därför inte rädd för att ta så kallad osystematisk risk, men vi är rädda för att ta risk vi inte får betalt för. Vi påtar oss därför aldrig risk i onödan, som medför att riskspridningen i portföljerna blir för dålig och att våra förluster skulle bli så stora att de är svåra att återvinna, även på lång sikt.

«Vi köper företag därför att vi anser att de är goda investeringar.»

ÅRLIG GENOMSNITTLIG AVKASTNING SEDAN START

	AKTIEFOND	JÄMFÖRELSEINDEX
SKAGEN Vekst	17,7 %	10,0 %
SKAGEN Global	18,6 %	1,8 %
SKAGEN Kon-Tiki	22,9 %	11,6 %

Knut Harald Nilsson, portföljförvaltare i SKAGEN Kon-Tiki

Köp
när ingen annan vill köpa

Det kan tyckas enkelt att beskriva SKAGENs investeringsfilosofi. Svårigheten är att utföra den i praktiken. Att det bara är ett fåtal fondförvaltare som lyckas skapa konsistent överavkastning över tid kan förklaras av en oförmåga att genomföra en lyckad investeringsfilosofi.

Enastående möjligheter

Sett i backspegeln gav de första månaderna under 2009 enastående möjligheter att investera i billiga företag – något vi passade på att göra.

En idealisk investering för våra aktiefonder är ofta både impopulär på marknaden, underanalyserad och därför ofta regelrätt undervärderad.

När företag är impopulära på marknaden är värderingen av bolaget ofta låg. Oftast har marknadsaktörer goda grunder för att bortse från ett bolag, men vi hittar också bra exempel där de flesta kan ta fullständigt fel.

För oss är det viktigt att hitta goda grunder för att ett bolag ska bli väsentligt högre värderat av aktiemarknaderna. Annars riskerar vi att hamna i den så kallade värdefällan, där till synes billiga bolag fortsätter att vara ”billiga”, med eller utan synlig grund.

För att en omvärdering ska ske måste man ofta se förändringar i nyhetsbilden, med andra ord, infriande av ”triggers”, eller katalysatorer. Det är därför viktigt att man identifierar realistiska och kursdrivande katalysatorer för att undvika värdefällorna.

Ersättningsfall döljer värden

Grupo Mexico är ett av världens största gruvföretag. Bolaget är världsledande inom utvinning av molybden, silver och koppar och har en solid position inom guldutvinning.

Under 1999 köpte Grupo Mexico den hundra år gamla kopparproducenten Asarco (American Smelting and Refining Company), ett förvärv som i hög grad var lånefinansierat. Asarco fick fortsätta driften oberoende av Grupo Mexico.

Under 2005, gick Asarco frivilligt med på betalningsstopp för att kunna förhandla om en slutlig lösning på enorma ersättningskrav mot bolaget. Kraven rörde miljöproblem i 80 gruvor i USA och följderna av asbestanvändning i produktionen.

I denna process förlorade Grupo Mexico kontrollen över Asarco till långivarna, medan ersättningskraven på flera miljarder dollar tryckte ner bolagsvärdet till botten, och låg som ett ouppklarat svart moln över bolaget.

Varför investerade SKAGEN i bolaget i tilltagande styrka under 2009? Därför att vår analys visade att bolaget var en bra investering även med de värsta tänkbara utfallen av ersättningskraven mot bolaget.

Grupo Mexico var verkligen ett extremt impopulärt bolag på aktiemarknaden. Vi fann däremot en konsoliderad verksamhet med en särdeles låg prislapp, möjligheter för en utförsäljning av delar av företaget utanför kärnverksamheten och en bra exponering mot stigande råvarupriser. Dessutom bedömde vi Grupo Mexicos möjligheter för att klara av sina åtaganden som goda. Detta är även vad som skedde. Bolaget fick köpa ut Asarco ur betalningsstoppet i december 2009 för 2,2 miljarder dollar, bland annat för att betala amerikanska myndigheter 1,79 miljarder dollar för uppstädning av gamla gruvfaciliteter över stora delar av USA. Det är ett stort belopp, men då det såg som svartast ut för Grupo Mexico hade aktiekursen fallit mycket mer än vad det värsta utfallet av de ekonomiska kraven skulle antyda.

Som investerare kan du följa utvecklingen i Grupo Mexico-investeringen genom våra Marknadsrapporter under 2009. ”Rabatten på underliggande värde är kring 30 procent. Sannolikheten är stor för att det kommer en lösning på Asarco-problemet under sommaren, därefter kan rabatten försvinna”, skriver till exempel portföljförvaltare Filip Weintraub i utgåva nummer tre.

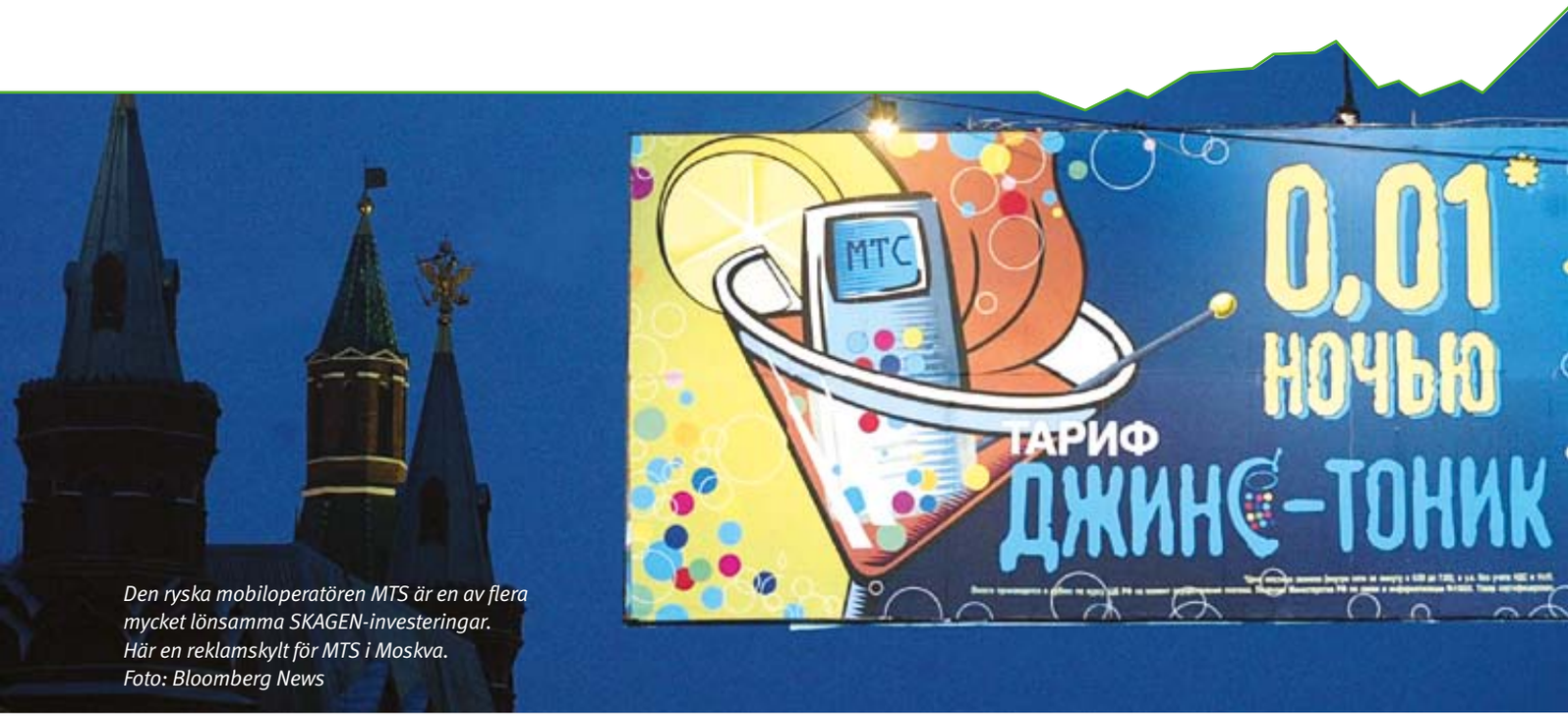
Vi har vid årsslutet 2009 minskat investeringen markant, sedan Grupo Mexico inte längre handlas med rabatt efter att ha stigit 214 procent, mätt i norska kronor.

Ryska mobiloperatörer på botten

I början av 2009 var både Ryssland och ryska företag särdeles impopulära. Finanskrisen slog hårdare här än nästan någon annanstans, och ryska företag med intäkter i rubel märkte en negativ effekt av att betjäna stora lån i stigande euro och amerikanska dollar.

Ryska aktier föll mer än 80 procent från toppen i juni 2008 till botten i januari 2009, oljepriset föll under samma period från 150 USD per fat till 40 USD, den ryska rubeln kollapsade och Ryssland blev därmed mycket impopulärt och uppfattades som ”farligt”.

Vi var på en *fact finding mission* i Moskva i januari förra året, just före marknaden bottnat. Pessimismen var påtaglig bland investerare, analytiker, företag och speciellt aktiemäklare. ”Ingen vill äga något i Ryssland” sa en mäklare. Men vad låg bakom allt det negativa i aktiekurserna? Den ryska aktiemarknaden handlades då till en rabatt på 50 procent, i förhållande till bokfört eget kapital, jämfört med 2,2 gånger bara sju månader tidigare. Till exempel handlades



Den ryska mobiloperatören MTS är en av flera mycket lönsamma SKAGEN-investeringar. Här en reklamskylt för MTS i Moskva. Foto: Bloomberg News

mobiloperatören MTS på under två gånger operativt kassaflöde. Statsfinanserna i Ryssland var starka och konsumenterna hade begränsade lån.

Vi valde i början av året att investera ytterligare i ryska mobiloperatörer, som i tur och ordning levde upp till våra investeringskriterier. Investeringarna var sedan bland de absolut bästa bidragsgivarna i våra aktiefonder. Detta trots att telekomsektorn har varit den svagaste sektorn i de globala tillväxtmarknaderna under 2009. SKAGEN Kon-Tiki och SKAGEN Vekst har varit exponerade genom direktinvesteringar i Vimpelcom och MTS, samt i Sistema (moderbolag till MTS) och en indirekt exponering i den ryska mobilmarknaden via Telenor.

Indonesisk besvikelse

För att visa att det varken är lätt eller en ren penningmaskin för en investerare att använda vår investeringsfilosofi, kan vi framhäva Indosat.

Under 2009 var detta en nedslående aktie, dessutom en nedslående sektor. Indosat är Indonesiens näst största mobiloperatör. Efter att Qatar Telecom (som äger 65 procent) köpte två tredjedelar av våra aktier till en bra kurs, har kursutvecklingen varit dyster på grund av svaga resultat. Delvis på grund av en tuff konkurrenssituation men också, tror vi, på grund av de grepp den nya ledningen har satt igång för att lägga förhållandena till rätta för en starkare långsiktig kapitalavkastning.

Olönsamma och inaktiva kunder har uteslutits för att frigöra kapacitet för bättre kunder, kostnader har skurits ned och prisstrategin har ändrats. Även efter en 20 procent minskning i antal kunder är värderingen på 170 USD per abonnent något av den lägsta i sektorn. Detta ihop med en prissättning på fem gånger kassaflödet under ett år med betydande omstrukturering, gör att vi tror Indosat kan överraska positivt innevarande år.

Förväntningarna är inte heller höga med 15 negativa eller neutrala rekommendationer av totalt 23 analytikerrekommendationer. Det är viktigt att se på var potentialen för bästa möjliga riskjusterad avkastning finns.

Enligt vår uppfattning är det ofta bland de impopulära företagen där en positiv nyhet fort kan ge 20 procent kursuppgång. Är man inne tidigt i dessa företag kan man ta del av hela och inte bara delar av uppgången.

INVESTERINGSFILOSOFI – SÅ SKAPAR VI RESULTAT

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

Värdebaserad förvaltning

Värdering av företagsaktier görs genom egna analyser och förståelse för hur bolag skapar och tillvaratar värden. Företag med väl beprövade affärsmodeller som genererar goda kassaflöden är att föredra – och vi menar att impopulära, underanalyserade eller felanalyserade ofta är attraktiva.

Aktiv förvaltning

Aktiv förvaltning innebär att portföljförvaltarna investerar i bolag på egna meriter – inte som följd av om företagen exempelvis är representerade i ett index. Med sunt förnuft och långsiktighet går det att undvika bubblor som uppstår när populära aktier och branscher får ett för högt pris i förhållande till företagens fundamentala värden och intjäning.

Breda mandat

SKAGEN har globala investeringar som specialitet. Var ett bolag har sin verksamhet är mer intressant än var det är börsnoterat. Genom att fritt kunna investera i branscher och länder runt hela världen så kan portföljförvaltarna minska risken jämfört med om investeringarna varit begränsade till ett bestämt land eller specifik bransch.

Tidshorisont

SKAGEN söker att ha tålamod med sina investeringar, så att filosofin får tid att ge resultat för andelsägarna. Överdriven omsättning av portföljen kan leda till sämre avkastning. I genomsnitt har våra fonder hållit på sina företagsinvesteringar i 3-5 år. Resultaten i företagen skapas med tiden, och det gör även fondernas avkastning.

Så skapar vi resultat

Investeringsfilosofin har historiskt sett givit god avkastning och grundprinciperna i investeringsfilosofin gäller för samtliga fonder och har varit oförändrad sedan start.

Kristoffer Stensrud, portföljförvaltare i SKAGEN Kon-Tiki

Den tudelade världen – nu är det allvar

SKAGEN har flera gånger tidigare talat om en tudelad värld. Under 2009 såg vi tidigt ett avvikande förlopp som signalerade att en frikoppling mellan den utvecklade världen och tillväxtmarknaderna nu är på väg att bli verklighet.

Redan under första kvartalet pekade förväntansindikatorerna för tillväxtmarknaderna uppåt. Aktiemarknaderna höll sig på betryggande avstånd från den botten vi såg i slutet av oktober 2008, och avslutade 2009 med en uppgång på hela 62 procent. Detta var i nivå med de tidigare toppåren 2003 och 2005.

Även nyckeltalen för att uttrycka risk på tillväxtmarknaderna föll betydligt, både absolut och relativt den utvecklade världen. Ränteskillnaden mellan tioåriga statsobligationer föll med två tredjedelar, till 2,7 procentenheter. Den lägsta nivån någonsin. Och priset på ”volatilitetsförsäkring” mer än halverades på tillväxtmarknaderna. Realekonomin följde efter. Under andra kvartalet såg vi ökad efterfrågan, bättre industriproduktion och stabilisering av utrikeshandeln. Mycket uppmuntrande var att detta bara delvis berodde på stimulanspaket från myndigheterna. Väl så mycket av äran tillfaller den generella ickestimulerade ökningen av privat konsumtion i centrala tillväxtmarknadsländer som Indien och Kina.

«Vägen framåt under 2010 tycks därför kantad med större risker än vid förra årsskiftet.»

Det stora fallet för valutakurserna när investerarna hösten 2008 flydde till ”säkerhet”, i form av dollar och yen, ledde också till att många tillväxtmarknadsländer blev mycket konkurrenskraftiga.

Historiska inflations- och räntefall

De låga råvarupriserna gav ett löfte om privat köpkraft, och länder som Brasilien och Turkiet upplevde inflations- och räntefall. Detta har i stort sett gett en mer harmonisk ekonomisk utveckling än den vi såg under det föregående decenniet. Statshushållning och konkurrenskraft har varit nyckelfaktorer. Kort sagt har många av de stora obalanserna i världsekonomin delvis korrigerats. Den ökade framtidsoptimismen är därför berättigad. I ett sådant klimat är det inte särskilt konstigt att tillväxtmarknaderna hade ett av sina bästa år någonsin, och i stora drag återvunnit nivån från sommaren 2007 och 2008. Medan de industrialiserade marknaderna fortfarande ligger 30 procent under toppen.

Rädsla och oro

Varje egensinnig investerare, mig inkluderad, ser på utvecklingen under 2009 med ett visst mått av rädsla och oro. Nyteckningen i tillväxtmarknadsfonder är rekordhög, och de börsnoterade fonderna har expanderat. Ökad andel av portföljerna i tillväxtmarknaderna har blivit ett mantra bland investerare.

Stimulanspaket och global nollränta tycks ha skapat sina egna obalanser, som på nytt leder till nya friktionsområden för utvecklingen under kommande år. Den kraftiga kurssteg-ringen för en rad tillväxtmarknadsvalutor är ett konfliktområde. Den kinesiska renminbin är fortfarande konstgjort bunden till en svag dollar. Brasilien har infört skatt på valutaväxling. Flera andra länder överväger motsvarande åtgärd, vilket medför ökad statlig inblandning, ökad ineffektivitet i ekonomierna och risk för ökad protektionism.

Naturligt nog frågar sig de flesta vad som kommer att hända när det blir ransonering på det amfetamin som har sprutats in i världsekonomin. Några av effekterna syns redan. Den kinesiska aktiemarknaden har i takt med att effekterna från stimulanspaketen avtar och att börsintroduktionerna blivit allt fler, utvecklat sig relativt svagt under de senaste månaderna. Länder som Brasilien, Korea och Indien och har också försiktigt börjat strama åt penningpolitiken. Detsamma gäller även industrialiserade länder som Norge och Australien.

Måste drivas av egen styrka

Den nya världsordningen innebär självklart att de framväxande ekonomierna ska drivas av egen styrka, som konkurrenskraftiga producenter och ansvarsfulla konsumenter. Samtidigt måste västländerna lita till sin egen produktivitet, och inte på konstgjorda stimulanser som i allt större grad gör hushållen skuldberoende.

Vägen framåt under 2010 tycks därför kantad med större risker än vid förra årsskiftet. För oss som gillar lågt värderade bolag är momentum mer ett hot än en möjlighet. Det ligger därför nära till hands att se om värderingarna blivit för höga.

Asiatiska konsumenter spenderar mer pengar, här en potentiell kund hos en av Hyuandais bilhandlare i Seoul. SKAGEN Kon-Tiki har investerat i den sydkoreanska bilproducenten. Foto: Bloomberg News

Sett till historisk intjäning är prissättningen av bolagen avgjort på den högre sidan. Detta motverkas delvis av god kapitalavkastning och en starkt stigande tillväxttakt för intjäningen, samt låg skuldsättning och därmed lägre risk. Jämför vi värderingen med mer stabila nyckeltal som pris i förhållande till intjäning, ligger vi fortfarande högt inom normen, men inte högre än sommaren 2006. För investerare som fäster sig vid det starka momentet i tillväxtmarknaderna bör det påpekas att den våldsamma uppgraderingen av intjäningsförväntningar vi såg i somras och under tredje kvartalet har lugnat sig betydligt. Detta beror i första hand på att stigande lokala valutakurser kommer att pressa intjäningen hos exportörerna. Men kanske också på att det finns frågetecken huruvida stimulanspaketen har stimulerat produktivitet i lika hög grad som produktion.

Framgång kan bli problem

Paradoxalt nog kan framgång bli det största problemet under 2010, genom att de anglosaxiska ekonomierna återhämtar sig snabbare än konsensus förväntar sig idag. Vid årsskiftet januari 2010 kan detta mycket väl vara fallet. Särskilt i USA tycks priserna på bostäder ha stabiliserat sig, samtidigt som arbetslösheten tycks jämnas ut. Detta kan ge ökade inflationsförväntningar, stigande råvarupriser och möjliga destabiliserande valutarörelser. Det leder i sin tur till ökad osäkerhet och ökad riskaversion.

Till skillnad från förra årsskiftet saknar vi låga bolagsvärderingar som airbags om farten skulle bli för hög. Strömmen av ”gratispengar” från väst kan nu röra tillväxtmarknaderna mot bubbeltendenser, som under en period framöver fortsätter ge investerarna på dessa marknader en bra meravkastning. Konsensus är fortfarande att tillgången på gratispengar kommer att vara längre än ”alla” tror. Tvärtom kommer effekten av global åtstramning av likviditeten få större effekter på tillväxtmarknaderna än i väst, eftersom fallhöjden är större. Väsentligt större än för ett år sedan.

Problem att alla går i samma takt

Ett problem med de senaste årens globalisering och fria kapitalrörelser är att alla tillgångsslag rör sig i samma takt, men med olika resultat. Större delen av investeringsströmmarna tycks trycka på de knappar som ökar exponeringen när det går upp, och minskar den när det går ner. Detta leder till ökade kortsiktiga svängningar. Ett sådant irrationellt och föga värderingsstyrt förlopp skapar också möjligheter för oss – som kan plocka upp alla barnen som kastas ut med badvattnet.

Cathrine Gether, portföljförvaltare i SKAGEN Kon-Tiki

Asiatiska konsumenter öppnar plånboken

Det skulle till en finanskris innan myndigheterna i öst, med Kina i spetsen, minskade fokus på export och satsade på egen konsumtion. Ett bättre socialt skyddsnät kan vara det som får storsparande asiatiska konsumenter att öppna plånboken.

I årsrapporten för 2008 skrev vi om förväntningen att de asiatiska konsumenterna skulle fortsätta sitt höga sparande under ett bra tag framöver. Orsaken var ett svagt socialt skyddsnät i de flesta länderna och myndigheternas ensidiga fokus på export. Ett år senare sitter vi med facit hand. Finanskrisen som förde med sig en betydande minskning av efterfrågan från de skuldsatta konsumenterna i väst, fick myndigheterna i öst att agera. Betydande stimulanser riktades mot inhemsk konsumtion. Resultatet blev faktiskt att asiaterna ökade sin konsumtion till följd av finanskrisen. Ett exempel är den kinesiska bilmarknaden, som mätt i antalet sålda enheter passerade USA i fjol, och nu är världens största. Med de första åtgärdspaketen från myndigheterna som syftar till bättre offentliga sjukvårds- och pensionsrättigheter, samt vackra löften om framtiden, ser vi nu en helt annan värld framför oss. Vi kan vara på väg in i ett paradigmskifte, som kan få stora konsekvenser – också för omvärlden.

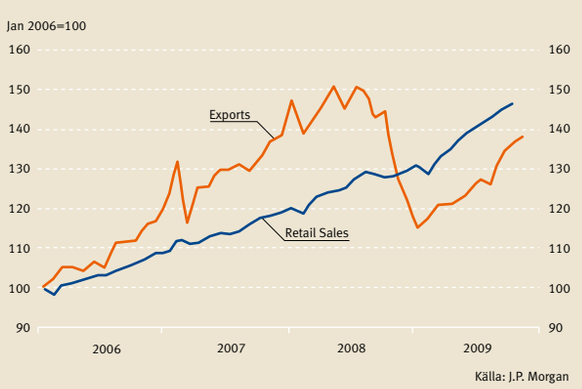
Kineserna i förarsätet

Efter Asienkrisen i slutet av 1990-talet var det robusta amerikanska konsumenter som räddade asiaterna från en djupare kris. Ironiskt nog verkar nu det motsatta ske. USA och Europa kämpar för att komma ur sina finansiella svårigheter, medan konsumtionen bland asiatiska konsumenter är på väg att ta fart på allvar. I förarsätet sitter kineserna. Fram till nu har det hörts mycket kritik från politiker och ekonomer, speciellt riktad mot kinesiska myndigheter, för att man ansåg att Asien varit för exportinriktat. Man pekar på att den privata konsumtionen i Kina har minskat från 45 procent av bruttonationalprodukten 2000 till närmare 35 procent 2008. Med tanke på den enorma påfrestning som kineserna utsattes för när efterfrågan i västvärlden kollapsade i slutet av 2008, har Kina och de andra stora framväxande länderna i Asien demonstrerat en imponerande ekonomisk styrka under 2009. En stor del av förklaringen till den snabba upphämtningen var – just det, ökad inhemsk konsumtion.

Säljer flest bilar i världen

I fjol ökade bilförsäljningen i Kina med hela 53 procent, baserat på volym. Under senaste kvartalet var tillväxten formidabla 87 procent. Kina passerade därmed storebror och bilarnas hemland, USA, vad gäller antal sålda bilar. Sett till bilförsäljning mätt i amerikanska dollar är försäljningen i USA fortsatt mycket högre än i Kina. Medan den genomsnittliga bilen i USA kostar 30 000 dollar, är priset bara strax över hälften i Kina, 17 000 dollar. Detta beror

ASIATISKA KONSUMENTER SHOPPAR SOM ALDRIG FÖRR



Exporten sjönk: *Medan exporten från Asien sjönk under 2008 har konsumenterna fortsatt att göra av med pengar under hela finanskrisen.*

KONSUMTIONEN DRAR ÖSTERUT

Fall i USA: *Medan konsumtionsökningen hos kinesiska hushåll var stor även under 2009, här mätt i dollar, minskade amerikanerna sin konsumtion.*

Kaotisk stämning när klädtillverkaren Abercrombie & Fitch öppnar sin första affär i Tokyo. Köpkraften i Asien har stärkts betydligt under de senaste åren. Foto: Bloomberg News

(naturligtvis) inte bara på en generellt högre kostnadsnivå i USA, utan också på det faktum att amerikanerna fortfarande har en förkärlek för större och lyxigare bilar.

Andra konsumtionsvaror, som stationära datorer, kylskåp, spisar och tvättmaskiner, följer motsvarande trend. De kinesiska konsumenterna konsumerar som aldrig förr. Nu ska emellertid inte kinesernas roll överdrivas. Kina står fortfarande för en relativt liten andel av världens totala privata konsumtion – men för en stor del av tillväxten. Trots att 50 procent av världens befolkning är asiater, motsvarar Asiens totala konsumtion (minus Japans) bara 30 procent av den amerikanska konsumtionen under 2005. Fyra år och en ”västlig” finanskris senare, har andelen kommit upp i nästan 40 procent och den ökar snabbt. Trenden är med andra ord tydlig – kineserna fortsätter att konsumera mer och mer, medan amerikanerna äntligen har börjat spara.

Återbalansera ekonomin

Det kinesiska krispaketet som lanserades i november 2008, plus andra åtgärder, visar att Kina har börjat återbalansera sin ekonomiska tillväxt från kraftigt exportinriktad till mer inhemsk och konsumtionsorienterad. Detta bidrar också till en utjämning av den globala obalansen, där Kinas exportandel har varit för hög. En liknande utveckling ser vi också i andra asiatiska länder. Flera incitament i de kinesiska åtgärdspaketen som riktats mot konsumenter, har emellertid varit ganska kortsiktiga, till exempel subventioner och rabatter på elektriska artiklar och mindre bilar. Detta har självklart spätt på de höga konsumtionssiffrorna i Asien under det senaste året. Skeptikerna menar att när åtgärderna dras tillbaka kommer konsumtionen att drabbas hårt. SKAGEN tror att många förbiser signalerna som myndighetsåtgärderna sänder. Grundförutsättningar skapas nu för att en allt större andel av framtida ekonomisk tillväxt kommer från de kinesiska konsumenterna. Sparkvoten, som under 2008 låg på 32 procent av disponibel inkomst, kommer sakta men säkert att falla.

Bättre säkerhetsnät

En del av förklaringen till kinesernas måttlighet och stora sparande är att det offentliga sociala skyddsnätet inte är bra nog med hänseende till sjukvård och pensioner. Här verkar en fundamental förändring vara på väg, som många hittills har förbisett. I april i år beviljades 850 miljarder renminbi, motsvarande 125 miljarder dollar, över en treårsperiod till en ny sjukvårdsreform i Kina. Detta är första steget mot målet att alla kineser år 2020 ska ha tillgång till grundläggande sjukvård. Under 2011 ska 90 procent av befolkningen vara lyckliga ägare av en sjukvårdsförsäkring. Dessutom arbetar man på ett obligatoriskt och trovärdigt pensionssystem. Om kineserna börjar tro att dessa åtgärder kommer att fungera, kan sparandet minskas och konsumtionen öka.

Lån, vad är det?

Om konsumenterna dessutom börjar finansiera sina konsumtionsrelaterade köp och investeringar med mer lån, kan det bli riktigt roligt. Andelen bilförsäljningar i Kina som finansierades med lån under 2009 fördubblades, till närmare 25 procent. Kreditkortsanvändningen ökade under fjolårets tre första kvartal med 40 procent. Men, fortsatt har bara en av åtta kineser kreditkort, mot genomsnittet i USA som är två kort per invånare.

Plånboken full

Många goda år med kraftig exportökning har gett lägre arbetslöshet och högre löner bland asiater i allmänhet, och en stark ökning av köpkraften. Kombinationen av befolkningstillväxt och en snabbt växande medelklass i Kina, kan över tid kompensera mycket av den svagare efterfrågan från konsumenter i resten av världen. Konsumenterna i väst tar för givet att ”alla” har tvättmaskin, TV, mobiltelefon och alla möjliga elektroniska prylar. I Asien är inte dessa konsumtionsvaror i var mans ägo – och det gör köpbenägenheten hög. Processen med att minska sparandet och att öka konsumtionen av både varor och tjänster bland asiaterna sker gradvis, men det påverkar hela världsekonomin. Efter hand som konsumenternas motvilja mot att ta lån avtar, är det fullt möjligt att se konturerna till ett paradigmskifte – om inte allt för länge.

Konsumtionen rör sig från väst till öst, med allt större hastighet.

Torgeir Høien, portföljförvaltare i SKAGEN Tellus

Protektionisterna kommer

Sedan tidernas begynnelse har ekonomer vetat att frihandel är bra och protektionism är dåligt. Likväl riskerar vi nu, under en period med svag konjunktur, att flera länder inför protektionistiska initiativ som bromsar världsekonomin.

Att protektionism är bra för ägare och arbetstagare som skyddas förnekar ingen. Poängen är att förlusterna för dem som inte får handla fritt är större än vinsten för de särintressen som skyddas.

Att det ofta är det motsatta som lyfts fram visar bara hur mycket viktigare och enklare det är för särintressena att nå fram med sina argument. Tomatproducenter har lättare att organisera sig än tomatkonsumenter.

Dåliga tider ger grogrund för protektionism

Ekonomer vet att det i dåliga tider alltid kommer krav på protektionism. När företagen inte tjänar pengar på ökat värdeskapande försöker de med politiska medel att tillskansa sig en större andel av en krympande kaka. Så är situationen vi nu befinner oss i.

Recessionen har utlöst massiva krav på protektionism. Många av kraven har redan hörsammats av politiker i nästan alla länder. Eftersom protektionism inte är bra för världsekonomin kan en utveckling mot ökad protektionism i värsta fall medföra att de sämre tiderna förvärras. I bästa fall tar det längre tid än nödvändigt att komma ur lågkonjunkturen.

Det är speciellt allvarligt när en annars eminent ekonom som Princetonprofessorn, New York Times-kolumnisten och nobelpristagaren Paul Krugman börjar att springa protektionisternas ärenden. Det var i en artikel i New York Times i december 2009 som han argumenterade för amerikanska skyddstullar för kinesiska varor om inte kineserna snart skulle skriva upp värdet på sin valuta. Jag återkommer till Kina och den kinesiska valutan senare.

Logisk brist

Huvudargumentet för protektionister när de försöker låta som om de bryr sig om samhällsekonomin är att de lyfter fram hur viktigt det är att ha kvar arbetstillfällen i det egna landet. Det låter ju frestande. När det finns ledig arbetskraft i hemlandet måste det vara onödigt att gå utanför landets gränser för att producera varor och tjänster till företagen och hushållen. Men även om det är lockande är det fel ändå. När vi köper något i utlandet betalar vi egentligen inte med pengar. Vi betalar med varor och tjänster producerade av oss med utlänningar som köpare. Varje gång vi köper något i utlandet efterfrågar vi indirekt saker som den inhemska arbetskraften producerat för andra länders efterfrågan, det vill säga vad utländska köpare efterfrågar. Vi skapar alltså lika många inhemska arbetstillfällen vare sig vi använder pengarna utomlands eller i det egna landet. Med frihet att handla var vi vill används arbetskraften mer effektivt.

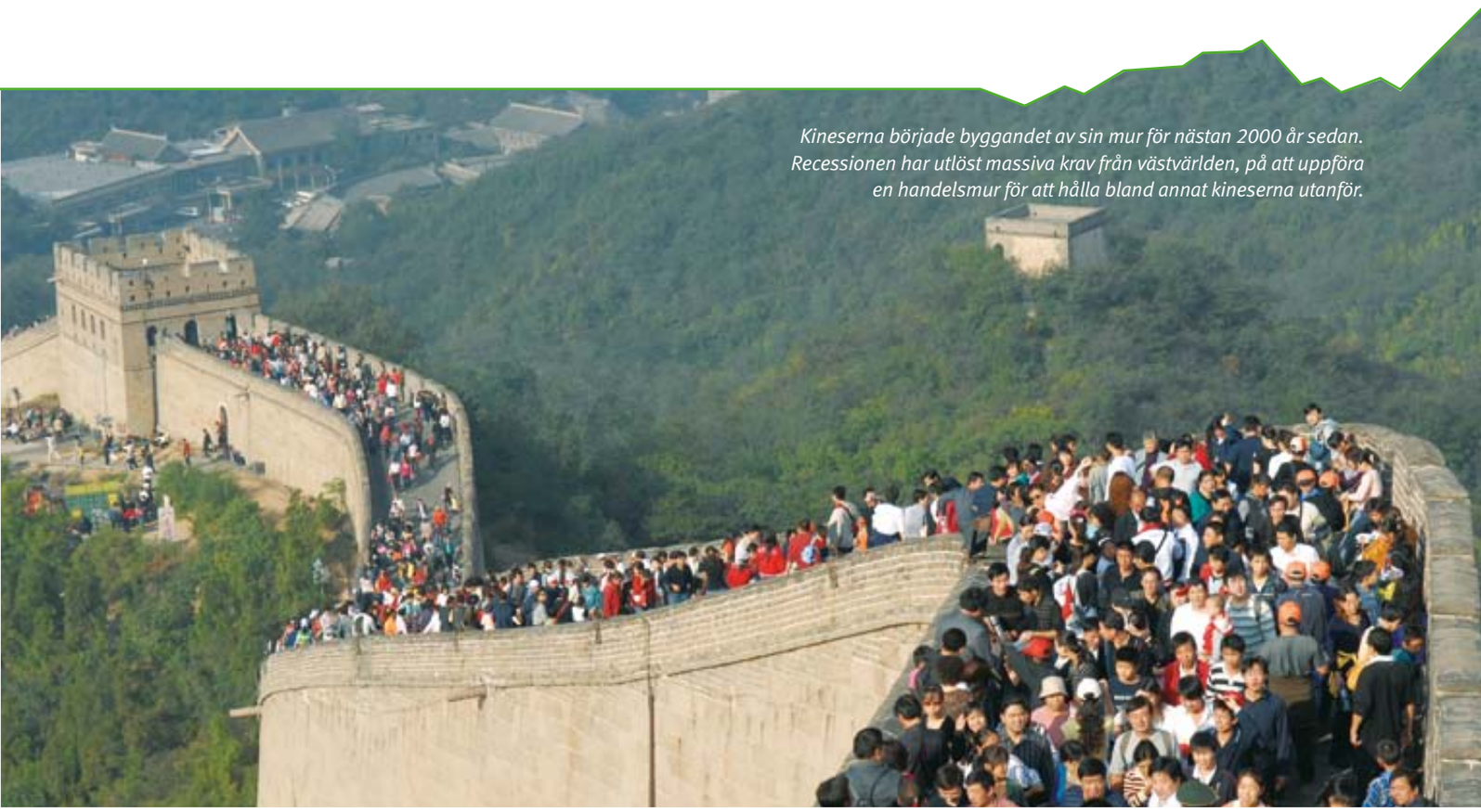
Olja blir till bilar

Här är en liten historia som förklarar vad som egentligen händer när varor handlas över landgränserna. Du har gnetat och sparat och ska slutligen köpa dig en ny bil. Bilen produceras i utlandet. Pengar ut ur landet, säger protektionisten. Men sett från ett norskt perspektiv, föreställ dig att produktionen av bilar gick till enligt följande: först pumpar Statoil upp olja ur Nordsjön. Därefter fraktas oljan i en norsk tanker runt jorden. Under seglatsen i Stilla havet förvandlas oljetankern till en containerbåt full av splitternya bilar. När fartyget kommer tillbaka till den norska hamnen kan du efter några dagar gå till bilförsäljaren och hämta bilen. Nu kan inte protektionisten protestera. Din utgift blir Statoil och det norska rederiets inkomst. Så du har alltså använt pengarna i det egna landet och skapat en grund för värdefulla norska arbetsplatser.

Effekten blir självklart densamma om resan över Stilla havet ersätts med fysiska hamnar och bilfabriker i Japan eller Sydkorea. Poängen är att internationell handel är en smart form av produktion. Vi är mer effektiva i vår produktion av energi och mycket annat som världen sätter pris på än på att producera bilar. På samma sätt har andra länder sina specialiteter. Så för att handla varor till priser som bägge parter känner sig betjänta av lyfts både vår och deras inkomst i förhållande till om vi inte hade ett utbyte av varor med varandra.

Keynes hade en poäng

Somliga påstår att de ekonomiska naturlagarna inte fungerar när ekonomier är i djup recession. De kommer då släpande med de mer vulgära och protektionistiska implikationerna av John Maynard Keynes (1883 – 1946) lära från 1930-talet. Jag tror att Keynes hade några poänger. Det finns aspekter av krisen vi nu har genomgått som bäst förstås om man drar in element av Keynes' teorier. Det blir emellertid för enkelspårigt när den enda formen av makroekonomisk analys består av att sammanfatta privat konsumtion, privata investeringar, offentlig konsumtion och nettoexport från utlandet och med den tron att man har hela förklaringen till vad som driver världen. Nettoexporten från utlandet är exporten minus importen. I en sådan överförenklad analys kommer en minskning i importen, allt annat lika, betyda ökad nettoefterfrågan från utlandet. Med en högre samlad efterfrågan blir det därmed ökad inhemsk produktion och sysselsättning.



Kineserna började byggandet av sin mur för nästan 2000 år sedan. Recessionen har utlöst massiva krav från västvärlden, på att uppföra en handelsmur för att hålla bland annat kineserna utanför.

Tapetsera inte stugan med norska sedlar
Den felaktiga slutsatsen här är egentligen samma som ovan. Man glömmer att utlänningarna inte tapetserar sina vardagsrum med norska sedlar. Om de inte själva använder pengarna hos oss kommer de att växla dem med några som har tänkt använda dem till att köpa något från oss. Om de inte använder pengarna för att köpa varor och tjänster så används pengarna för att köpa aktier, obligationer eller fastigheter. Det betyder bara att vi under en period kan disponera över flera förmåner internt så att vi till exempel kan bygga ut företagens produktionskapacitet och därmed stå bättre rustade för framtiden.

Men om exporten reduceras och det ska byggas mer produktionskapacitet måste det ske omställningar. Om det i utgångsläget fanns lediga resurser hade det nog varit bättre om man kunde slippa sådana omställningar och hellre producera som man gjort tidigare.

Omställningar kan vara bra
Den finns två motargument här. För det första är det mycket dumt att låta som om omställningar är ett otyg. Då dödas produktivitetstillväxten och både löner och vinster stagnerar. För det andra om man som följd av för låg efterfrågan har en situation med ledig kapacitet i ekonomin bör man hellre använda penningpolitiken till att få upp den generella efterfrågan.

Om penningpolitiken har använts för allt den är värd med styrräntor omkring noll och inflationen är dämpad kan man även späda på med expansiv finanspolitik. Poängen är att sådana generella åtgärder kan hjälpa ekonomin på kort sikt utan att sticka käppar i produktivitetsmaskineriet.

Krugman har fel
Tillbaka till Kina. Paul Krugman och andra som hävdar att Kina har en kraftigt undervärderad valuta har, som jag ser det, helt fel. Om en valuta verkligen är för billig så kommer den inhemska prisnivån börja stiga. Tänk vad som skulle hända med priserna i Norge om kronkursen halverades. Priserna skulle skjuta i höjden innan du hann fram till köpcentret. Har de hög inflation i Kina? Nej, absolut inte. Den senaste mätningen, i december 2009, visade att konsumentpriserna var 1,9 procentenheter högre än för ett år sedan. Kärninflationen var bara 0,2 procent. Konsumentprisernas utveckling visar inte att renminbin har varit kraftigt undervärderad. Framöver kan det säkert vara så att inflationen tilltar och det är en av flera faktorer som troligtvis kommer medföra att kineserna låter *renminbin appreciera* igen, sannolikt från mitten av 2010.

Världen tjänade på svagare kinesisk valuta. Faktiskt kan man vända på argumenten. Jag tror kineserna genom att låta sin valuta vara bunden till dollarn som försvagades 2009 har bidragit till att stimulera efterfrågan på keynesianskt vis. Inte bara i hemlandet utan även i övriga världen. Medan USA och andra utvecklade ekonomier nådde nollpunkten med sin styrränta, så att penningpolitiken inte längre kunde användas för att stimulera ekonomin, var detta aldrig något problem i Kina. Där fick de därmed full effekt av lägre räntor och en försvagad valuta. Som bekant sjönk aldrig kinesiskt BNP. Tillväxttakten föll bara något från mycket höga (tvåsiffriga) nivåer. Nu är det emellertid åter full fart i kinesisk ekonomi. Att hjulen rullar fort i Kina drar även med sig andra länders ekonomier uppåt.

Som på alla andra platser i världen föll den kinesiska utrikeshandeln kraftigt hösten 2008. Till skillnad mot vad vi ser i de flesta andra länder har emellertid Kinas handel med omvärlden återhämtat sig markant. I december var importen till Kina näst störst i världen.

NÄST STÖRST I VÄRLDEN

Passerat Japan: *Kina har nu passerat Japan och är världens näst största ekonomi baserat på BNP, bara USA är större.*

Omid Gholamifar, portföljförvaltare i SKAGEN Global.

Tankar kring tankeprocessen

Många gillar att bokstavligen talat spekulera snarare än att investera. Därmed tillåter de att oväsentligheter påverkar deras beslutsprocess.

Det är förvånansvärt många investerare som inte skiljer mellan förväntningar och fundamenta – det vill säga vad investeraren verkligen får för sina pengar – och förväntningar. Många av dem föredrar att fokusera på företagsrelaterade historier och anekdoter, gärna kryddade med konspirationsteorier. I korthet, många investerare spekulerar snarare än investerar, och tillåter därmed att oväsentligheter påverkar deras beslutsprocess.

En del investerare har en uppfattning om att investeringar handlar om att skapa insikt i saker och ting som inte marknaden känner till, en slags *informationsfördel*. Det investeras tid och resurser på att få information från personer som anses stå bolagen i fråga nära. Därmed handlas det med utgångspunkt i information som marknaden antas vara ovetande om – och som därmed inte reflekteras i aktiepriset. Detta är så pass lukrativt att det faktiskt är brottsligt, i den mån att det karaktäriseras som insider information. Och om det *inte* är insider information så är det per definition information som redan är känd för marknaden.

Flockbeteende bland investerare

Generellt sätt tar investerare del av samma källor, som Financial Times, Bloomberg och CNBC. Att vissa investerare skulle nå en fördel jämfört med andra investerare bör rimligen inte betyda att dessa investerare har tillgång till annan information. Istället borde fördelen vara ett resultat av att den analytiska processen väger informationen annorlunda – och mer korrekt – än marknaden. I all enkelhet bör man verka där konkurrensen är begränsad. Med tanke på den enorma mängd kortsiktig data som finns tillgänglig bör man fokusera på den långsiktiga utvecklingen för de bolag som analyseras. Den brittiske ekonomen John Maynard Keynes kallade detta för *the state of long term expectations* – vilket leder oss till några av mina ”favoriter” bland investeringsmissar.

Många investerare greppar inte behovet av långsiktigt fokus, med tanke på att det är svårare att förutspå saker och ting långt in i framtiden än den mer omedelbara och kortsiktiga framtiden. Vad är sannolikheten att Fiat exempelvis går i konkurs i morgon? Inte så stor. Vad är sannolikheten att en konkurs skulle kunna inträffa inom fem år? Inte lika osannolikt. Osäkerhet ökar därmed i takt med att tidshorisonten vidgas.

Paradoxalt nog är det just den mer relativt kortsiktiga säkerheten som gör det svårt att tjäna pengar på detta i marknaden, eftersom det kortsiktiga redan är inräknat i aktiepriset. För att illustrera detta: fem sekunder före ett maratonlopps slut är det ganska klart vem som kommer att vinna loppet. Något som är uppenbart för alla andra också – så, lycka till med att hitta motparter som gång på gång kommer vilja slå vad med dig och satsa mot den nästintill säkra vinnaren. Detta illustrerar poängen i inledningen mellan de som inte skiljer mellan fundamenta och förhoppningar.

Billigt är inte alltid billigt

Låt oss nu anta att en investerare tar hänsyn till ovanstående faktorer. Vad avgör då om något är billigt eller inte? Investerare förlitar sig vanligen på tumregler som P/E-måttet. Men för att detta mått, aktiens pris i relation till vinsten, ska kunna användas som ett effektivt värderingsverktyg bör företaget som ska analyseras ha en begränsad belåningsgrad, inga immateriella tillgångar, inget minoritetsägande, inga poster som ligger utanför balansräkningen (*off balance sheet items*), moderat tillväxt, en jämn avskrivningstakt, inte vara utsatt för inflation och så vidare. I praktiken är måttets praktiska nytta därmed mycket begränsad.

Mer ”sofistikerade” investerare använder sig av EV/Sales eller EV/EBITDA, eller liknande nyckeltal, för att bättre ta hänsyn till skuldsättningsgraden. Men dessa mått missar fortfarande faktorer som kapitalintensitet, teknologiska framsteg, skattesatser, omvärdering av tillgångar etcetera.

Eftersom effektiviteten i de nyckeltal som används blir mer eller mindre slumpmässiga är det kanske inte så förvånande att det inom investeringsvärlden talas om *value traps*. Med andra ord, aktier som till synes ser billiga ut, men som egentligen inte är det.

Slutligen, vissa investerare använder sig av varenda tänkbart nyckeltal för att ”skapa sig en ännu tydligare bild” över en investerings förutsättningar. Detta tillvägagångssätt borde uppenbarligen vara överflödigt eftersom samtliga tal är till för att uppnå samma sak (en uppskattning av vad ett företag är värt). Nyckeltalen borde därmed ge samma svar – och sju stycken förvrängda nyckeltal ger inte ett rätt!

De poänger jag hittills gjort illustrerar en del av det grumliga tänkande som går att hitta inom investeringsområdet. Många investerare känner till en hel del av de saker som nämnts, men fortsätter att upprepa samma misstag i brist på några enkla alternativ. Detta fenomen kallas för *availability bias* inom *behavioral finance* (finansiell beteendevetenskap) och demonstrerar hur vissa investerare föredrar

Genom att tänka långsiktigt och fokusera på rätt saker i analysprocessen ökar sannolikheten för lyckade investeringar skriver Omid Gholamifar. På bilden Tänkaren av Auguste Rodin, Royal Academy London.

att *uppenbarligen* använda fel verktyg än inga verktyg alls. Som Albert Einstein sa: ”galenskap är att göra samma sak gång på gång och förvänta sig ett annorlunda resultat”. I enkelhet, just därför att P/E-tal och liknande mått är lättillgängliga, så kan det inte vara effektiva verktyg eftersom de är *lättillgängliga för alla andra också!*

”Smart” är inte alltid rationell

Studier har visat att rationellt tänkande inte alltid är sammankopplat med ”intelligens” (minns skandalbolaget Enron och den havererade hedgefonden LTCM, vars styrelse bestod av två nobelpristagare i ekonomi). Investerare ägnar stor del av sin tid till att samla information (och försöker nå den informationsfördel som beskrevs inledningsvis). Detta frenetiska arbete lämnar däremot lite tid över, om någon alls, för att fundera igenom det som verkligen betyder något och leder därmed inte till bättre resultat. Exempelvis så kategoriserar flertalet investerare sina investeringar branschvis, det vill säga efter vad ett företag ägnar sig åt, snarare än *hur* företagets affärsmodell ser ut, det vill säga hur företaget tjänar sina pengar.

På så vis kategoriseras Dell felaktigt som ett traditionellt datorföretag, Amazon som en detaljist och Islamska finansbolag som banker. Den så kallade noggranna investeraren kommer därför sannolikt att ägna sig åt att jämföra värderingsmultiplar inom banksektorn – snarare än att på ett mer korrekt sätt förstå och karaktärisera hur de islamska finansbolagens affärsmodell fungerar, vilken är fundamentalt annorlunda jämfört med banker, med dess förbud mot att ta emot och betala ut räntor.

För att uppnå långsiktig framgång behöver investerare ägna mer tid åt självbeskådning och fundera över bakgrunden, orsakerna och sanningshalten i sina föreställningar. I detta förlopp så kanske de stöter på William K. Cliffords tes att det ”alltid är fel, överallt och för alla, att tro på något utifrån otillräckliga bevis”. Den pragmatiska filosofen William James invände mot tesen och argumenterade för att det ibland var rättfärdigat att tro på något långt innan det går att fastställa att det som majoriteten skulle betrakta som tillräckligt med bevis.

Ett eko av Blaise Pascal och hans vadslagning om guds existens.

Under vilka omständigheter bör investerare tro på någonting långt i förväg, utifrån otillräckliga bevis? Om marknaden *redan* räknar med att Fiat kommer att gå i konkurs om några år, kan investeraren rationellt sett köpa aktier i bolaget *trots* otillräckliga bevis att företaget kommer att överleva. De enda investerarna som på rätt sätt lyckas skilja mellan fundamenta och förhoppningar kan förväntas att någonsin göra en sådan typ av investering.

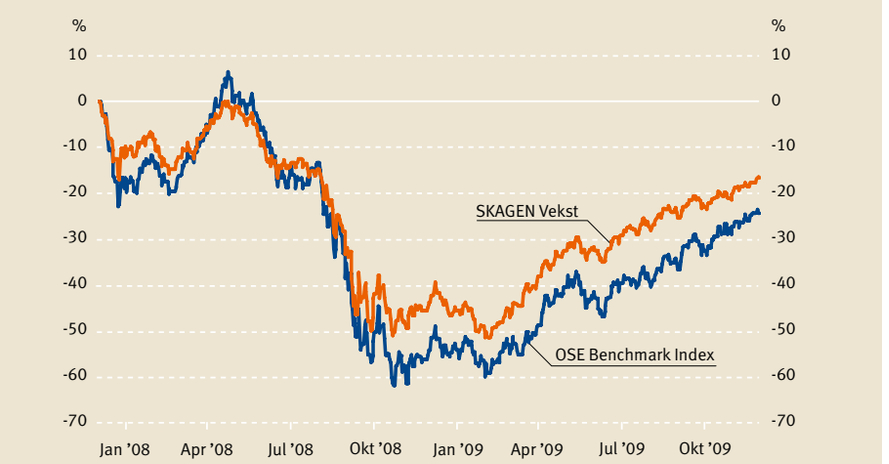
Huvudpoängen från allt detta är att det går att förutse *långsiktigt* lyckade eller misslyckade investeringar i större uträckning än vad som är allmänt vedertaget. Investerarens analytiska tillkortakommanden och systematiska fel som görs vid tolkning av data är många gånger orsaken till misslyckanden, snarare än en slumpmässig utveckling relaterad till individuella investeringar. För att avsluta med att åter citera Albert Einstein: ”Allt bör vara så förenklat som möjligt, men inte enklare än så”.

Kristian Falnes, portföljförvaltare i SKAGEN Vekst

Normalisering gav kraftig uppgång

Resultatet för 2009 blev det fjärde bästa för SKAGEN Vekst sedan starten, trots att Oslobörsen presterade ännu bättre. Detta står i stark kontrast till 2008 som var det värsta i fondens historia. Slår man ihop de två finanskrisåren vinner SKAGEN Vekst, som slår Oslobörsen med 4,4 procentenheter.

SKAGEN VEKST MOT VÄRLDSINDEX, FINANSKRISÅREN , 2008-09 (MÄTT I NOK)



Efter det dramatiska året 2008 för världens kapitalmarknader, tog sig både kredit-, obligations- och aktiemarknaden tillbaka till mer ”normala” nivåer under 2009. Början av året präglades dock fortfarande av att kreditmarknaderna inte fungerade. Riskpåslagen på obligationsmarknaderna var rekordhöga, och prissättningen på aktier i förhållande till bolagens bokförda egna kapital och löpande intjäning var rekordlåg.

Normaliseringsprocessen som tog fart under senvintern ledde till att avkastningen på både aktier och kreditobligationer överlag blev enastående. De aktiemarknader och sektorer som föll mest hösten 2008 blev vinnare under 2009. I förstnämnda kategori hittar vi Oslobörsen.

Kursuppgången för SKAGEN Vekst blev på årsbasis 64 procent. Som jämförelse gick Oslobörsens huvudindex upp 82,5 procent, medan MSCI steg 18 procent. Att bedöma de ”onormala” åren 2008 och 2009 tillsammans kan ge en bättre bild av hur SKAGEN Vekst har klarat finanskrisen. Under denna tvåårsperiod har fonden slagit Oslobörsen med 4,4 procentenheter. Fondens risk, mätt med standardavvikelsen (kurssvängningarna), var även under 2009 lägre än för Oslobörsen, 14,2 procent mot 17,1 procent. SKAGEN Vekst har under alla 16 åren sedan starten 1993 haft lägre kurssvängningar än Oslobörsen, och den årliga genomsnittliga avkastningen för fonden var vid årsskiftet 17,7 procent, mot 10,0 för Oslobörsen.

Oslobörsen inte representativ

SKAGEN Vekst har som mandat att ha minst 50 procent av medlen investerade i bolag som är noterade eller omsatta på den norska marknaden eller bolag som hör hemma i Norge. Resten fördelas på de globala aktiemarknaderna. Vid årsslutet motsvarade den norska andelen av fondens investeringar 55,7 procent. Avkastningen för den norska delen av SKAGEN Vekst var under det gångna året 7,2 procentenheter sämre än Oslobörsens huvudindex mätt i norska kronor, medan fondens utländska aktier var hela 43,0 procent bättre än världsindex mätt i norska kronor. Att fondens globala aktier gick så bra i fjol jämfört med världsindex, och tvärtom under 2008, är en konsekvens av att vi har investerat i globala bolag inom konjunkturutsatta ”norska” näringar. Bolag som vi värderar som mer attraktivt prissatta än de norska konkurrenterna.

För att på ett bättre sätt återspegla fondens mandat och sammansättning av norska och internationella aktier, byter SKAGEN Vekst från och med 1 januari 2010 jämförelseindex från Oslobörsens huvudindex till ett index som består av 50 procent Oslobörsens huvudindex och 50 procent MSCI All Country index.

Telenor och tre ryssar

Med en avkastning på runt 120 procent, mätt i norska kronor, var telekommunikation den sektor som bidrog mest till resultatet under 2009. Telenor, och tre ryska bolag som köptes tidigt på året är den största förklaringen. Efter de stora kursfallen hösten 2008 för tillväxtmarknaderna i allmänhet, och Ryssland i synnerhet, var prislappen på de tre ryska bolagen rekordlåga. Vi har sett en kursdubblering sedan vi investerade i bolagen och anser fortfarande att prissättningen är moderat baserat på löpande intjäning.

Trots att vi har varit aktieägare i de två kursraketerna Photocure och Clavis Pharma, med en avkastning på cirka 26 procent, blev läkemedel den sämsta sektorn under 2009.

En torghandlare på en grönsaksmarknad i Karachi, Pakistan, talar i sin mobiltelefon. Telenor har gjort en riskfylld satsning på de stora indiska och pakistanska marknaderna. Dessa marknader kännetecknas av mycket hård konkurrens vilket var en av orsakerna som gjorde Telenor till en mycket impopulär aktie under vintern 2009. Från botten till årsskiftet steg aktien nästan 150 procent, mätt i norska kronor.

Förklaringen heter Pfizer, som är vår huvudinvestering inom denna sektor. Till följd av en försvagad dollar måste vi registrera ett värdefall på denna investering, mätt i norska kronor. Med ett ensiffrigt förhållande mellan pris och intjäning (P/E) tycker vi fortfarande att Pfizer är lågt värderat. Lågt pris i förhållande till löpande intjäning kombinerat med låga förväntningar bland investerarna om att Pfizer ska utveckla nya lönsamma läkemedel, kan vara en bra utgångspunkt för en omvärdering och högre prissättning av bolaget under 2010.

Energi störst, men långt under Oslobörsen

Med en andel av portföljen på 28 procent är energi fortfarande den största sektorn i SKAGEN Vekst, men andelen ligger långt under Oslobörsens dryga 50 procent energiaktier sett till värdet för de noterade bolagen. Enbart Statoil står för omkring 30 procent. Sektorfördelningen i SKAGEN Vekst är därmed mer balanserad än på Oslobörsen, vilket till viss del förklarar varför risken för fonden varit lägre. Till följd av det stora inslaget av norska aktier, jämfört med flertalet globala aktiefonder, är SKAGEN Vekst viktning inom energisektorn relativt hög. Nya bolag inom energi som köptes under året var oljeservicebolagen Sevan Marine, Siem Offshore och Superior Energy Services, samt oljebolaget Norwegian Energy. I samband med att Roxar köptes upp av amerikanska Emerson såldes våra aktier och obligationer. På grund av en förväntad överkapacitet av seismologiskepp det kommande året såldes även samtliga aktier i seismologibolaget CGG Veritas.

Oljepriset fortsätter upp

Efter ett kraftigt fall för oljepriset från toppnivån på nästan 150 dollar per fat våren 2008 till en botten på 37 dollar vid början av 2009, dubblerades oljepriset under året. Med ökad efterfrågan från länderna i tillväxtmarknaderna, med Kina och Indien i spetsen, blir nog oljemarknaden relativt åtstramad under det kommande året. Trots att oljebolagens investeringsbudgetar ökat betydligt de senaste åren kommer ny kapacitet knappast täcka bortfallet av olja från många mogna oljefält. Vi förväntar oss därför att OPECs lediga kapacitet om ett år ligger på en lägre nivå än idag, och att detta kommer att bidra till att hålla oljepriset högt.

Andra råvaror gick också kraftigt tillbaka

I takt med en mycket god prisutveckling även för de flesta andra råvaror upplevde våra råvaruaktier en betydande kursökning under 2009. Ett undantag var emellertid Norske Skog, som på en mycket dålig marknad för tryckpapper hade ännu ett dåligt år. Vår största investering i sektorn är numera gödselproducenten Yara, då vi förväntar oss att ökad efterfrågan från tillväxtmarknaderna leder till stigande gödselpriser och betydande lönsamhetsförbättring för bolaget under 2010. Våra obligationer i guldproducenten Crew Gold konverterades vid årsslutet delvis till aktier i bolaget. Förutsatt att driften stabiliseras, bör bolaget med dagens produktionskapacitet och guldpris uppvisa god lönsamhet under 2010.

SKAGEN Vekst

Flyg högt med Norwegian
Inom kapitalvaror, service och transport bidrog flygbolaget Norwegian Air Shuttle mest. Det sydafrikanska bygg- och anläggningsbolaget Aveng och den norska bildelsproducenten Kongsberg Automotive kom in som nya portföljbolag. I sistnämnda deltog fonden i en emission som gjordes eftersom bolaget behövde stärka sin balansräkning. Kongsberg Gruppen är fortfarande den största investeringen i sektorn. Bolaget har haft kommersiell framgång med flera av sina försvarsprodukter, och har byggt upp en enastående orderbok. Detta anser vi mer än väl uppväger en fallande försäljning inom bolagets maritima verksamhet, som plågas av en betydligt sämre marknad för nykontraheringar och offshorefartyg.

Inom intäktsberoende konsumtionsvaror var kryssningsrederiet RCCL och Hurtigruten bästa bidragsgivare.

I början av året deltog SKAGEN Vekst i en emission i Hurtigruten, samtidigt som fonden konverterade delar av sina konvertibla obligationer till aktier. Nedskärningar och effektiviseringsåtgärder har förbättrat lönsamheten i bolaget, men det finns mer att göra framöver. Genom bättre ramförutsättningar som följd av ett nytt transportavtal med staten, bör det borga för att Hurtigruten under 2010 kan närma sig en acceptabel avkastning på kapitalet.

I RCCL har vi också ökat vår investering under 2009. Trots en fin kursuppgång för aktien anser vi att bolaget förblir undervärderat, baserat både på flottans nettovärde och förväntad framtida intjäning.

Bra klimat för bananer och lax
Inom konsumtionsvaror accepterade vi ett uppköpningserbjudande av våra aktier i Synnøve Finden. Huvudinvesteringarna inom denna sektor är fortfarande banan- och salladsproducenten Chiquita Brands och laxodlingsbolaget Cermaq. Som vi skrev i fjolårets årsrapport är bolagets marknadsutsikter under stadig förbättring. På marknaden för bananer är det 16 år gamla ”banankriget” mellan EU och de latinamerikanska producenterna äntligen över. Specialtullen på bananer från Latinamerika har avlägsnats, och vi förväntar oss att mer likabehandling av producenterna har en positiv effekt på Chiquita.

Fortsatta biologiska problem för chilenska producenter och stor efterfrågan på marknaden får oss att tro att laxpriserna håller sig på en hög nivå framöver.

Mer fastigheter och bank
Genom att delta i emissionerna i Norwegian Property och Sparebanken Øst ökade fondens ägarandelar i dessa bolag avsevärt. Emissionskurserna var på nivåer som ansågs mycket attraktiva i förhållande till bolagens fundamentala värden. Dessa investeringar ledde också till att den relativa andelen bank och finans i portföljen ökade. Även om fonden köpte in sig i Sparebanken Øst är vi fortfarande försiktiga med att investera i banksektorn. Vi vet av erfarenhet att förlustutvecklingen kommer sent i konjunkturcykeln, och efterdyningarna av finanskrisen kan leda till ökade bankförluster under 2010. Dessutom finns ett allmänt krav om ökad soliditet i bankväsendet, både här och i utlandet, och detta kan dämpa egenkapitalavkastningen framöver. Vi tror att det kan dröja länge tills vi ser den ”luftiga” prissättning av bankaktier som rådde under 2007, när de flesta bankerna värdesattes till mer än två gånger sitt bokförda egna kapital.

Ingen krisprissättning längre
Prissättningen av huvudposterna i SKAGEN Vekst är efter den fina kursuppgången 2009 naturligt nog inte lika attraktiv som den ”krisprissättning” vi såg för ett år sedan. Ändå tycker vi att ett pris i förhållande till förväntad intjäning (P/E) på under 10 och 1,1 gånger bokfört eget kapital är en bra utgångspunkt för god avkastning för våra andelsägare även under 2010. Förväntningen på avkastning för 2010 bör vara lägre än för 2009, eftersom normaliseringsprocessen i kölvattnet av finanskrisen har klarats av. Man kan alltid räkna med svängningar på aktiemarknaden. Betydande kurskorrektioner är också ett fenomen som inträffar med ojämna mellanrum på aktiemarknaderna, och som aktieinvesterare alltid får leva med. Bättre konjunkturer, framdrivna av tillväxtmarknadsländer som Kina, Indien, Ryssland och Brasilien, är en mycket bra utgångspunkt för positiva intjäningsöverraskningar, bra värdeskapande och förhoppningsvis stigande kurser för fondens portföljbolag även under 2010.

Köp av bolagsskulder

Finanskristider och investerare som tvingades sälja ledde i vintras till att marknaden för kreditobligationer och konvertibla obligationer låg ner med bruten rygg. Fonden utnyttjade detta till att köpa upp skulder i flera bolag, till priser vi knappast kommer att återse i första taget. Helt klart var risken stor, men avkastningsmöjligheterna försvarade denna risk – med stor marginal. Sammantaget investerades runt fyra procent av fondens medel i sådana obligationer. Fondens mandat säger att upp till tio procent av fonden kan investeras i onoterade aktier, obligationer eller konvertibla obligationer.

I takt med att även marknaden för kreditobligationer normaliserades under 2009, skedde enastående värdestegringar i fondens skuldinvesteringar. Exempelvis föll räntan som investerarna krävde för att äga obligationer i ett femårigt lån utställt av kryssningsrederiet RCCL från 28 till 9,6 procent, och kursen på obligationen steg från 45 till 87 dollar. Med andra ord nästan en kursdubblering på investeringen. Efter att kreditpåslagen kom ner på mer förnuftiga nivåer, valde fonden att sälja ut merparten av obligationsinnehavet. Obligationerna i Crew Gold har delvis konverterats till aktier, medan fonden fortfarande äger obligationer i Aker Exploration, Seabird Exploration och EMGS. Här ser vi fortfarande potential för god värdestegring i framtiden.

OBLIGATIONSHANDEL I SKAGEN VEKST 2009

BOLAG	NOMINELLT BELOPP	KÖPKURS	FÖRSÄLJNINGSKURS (VÄRDE PER ÅRSSKIFTET FÖR DET SOM INTE ÄR SÅLT)
Aker Exploration	NOK 10 milj.	50	90
Aker Exploration	NOK 18 milj.	84	90
Crew Gold konvert.	NOK 42 milj.	17	60
Hexagon Composites	NOK 14 milj.	61	89
Marine Harvest	NOK 3 milj.	55	80
Norwegian Property	NOK 40 milj.	84	99
Roxar	NOK 10 milj.	68	100
Seabird Exploration	NOK 43 milj.	27	70
Royal Caribbean Cruises	USD 8 milj.	45	87
EMGS konvertibel	USD 4 milj.	100	110
Golden Ocean konvertibel	USD 10 milj.	26	84
I. M. Skaugen	USD 4 milj.	69	95
Northern Offshore	USD 5 milj.	40	97

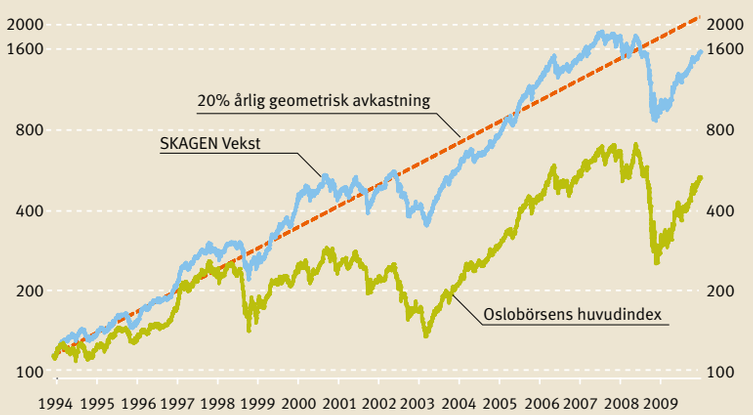
SKAGEN Vekst är en aktiefond som investerar i norska och utländska företag. Minst 50 procent av fondens medel ska vara investerat i Norge, resten ska vara placerat på den globala aktiemarknaden. Denna kombination gör att fonden kan ta del i värdeskapandet i sektorer som inte är tillgängliga på den norska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

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

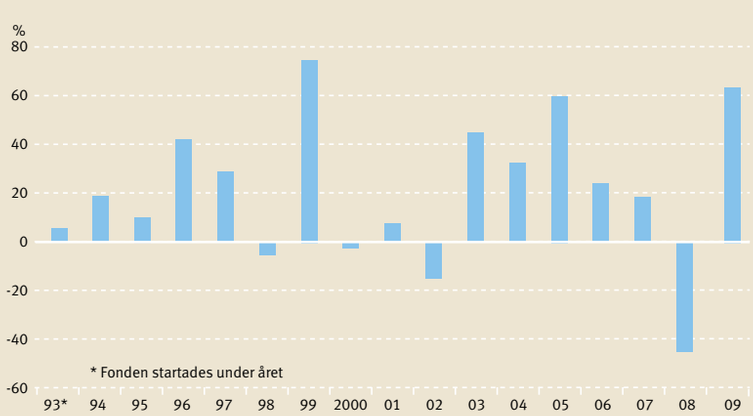
År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2009	64,03 %	82,55 %	12 813	93 807	4,50 %
2008	-46,93 %	-56,73 %	6 861	88 349	1,00 %
2007	18,40 %	20,10 %	13 662	87 559	1,26 %
2006	23,63 %	23,58 %	12 852	74 547	3,36 %
2005	59,32 %	51,06 %	9 720	61 792	4,50 %
2004	33,71 %	40,50 %	6 253	51 781	3,45 %
2003	43,14 %	27,77 %	4 570	47 334	5,82 %
2002	-16,34 %	-26,17 %	3 030	46 153	0,86 %
2001	7,87 %	-8,79 %	2 834	46 283	1,27 %
2000	-1,59 %	-1,01 %	2 690	44 619	2,18 %
1999	75,24 %	44,11 %	2 503	38 167	7,31 %
1998	-6,50 %	-26,68 %	1 058	19 568	2,46 %
1997	29,59 %	32,23 %	954	13 036	3,74 %
1996	41,61 %	34,42 %	505	6 873	4,01 %
1995	9,65 %	6,67 %	210	4 149	2,95 %
1994	18,15 %	6,25 %	137	1 760	1,58 %

* I miljoner kronor

HISTORISK KURSUTVECKLING



AVKASTNING PER ÅR

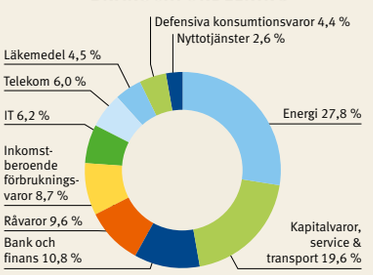


SKAGEN Vekst

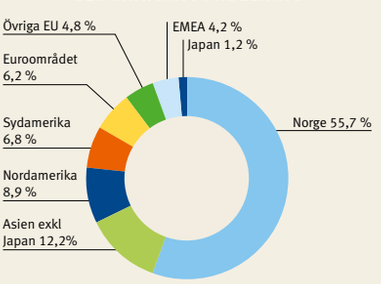
En handplockad bukett

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Fondens startdatum	1 december 1993
Avkastning sedan start	1 278,7 %
Genomsnittlig avkastning per år	17,72 %
Förvaltningskapital	12 813 miljoner SEK
Antal fondsparare	93 807
Förvaltningsavgifter	1,0 % per år +10 % av avkastningen över 6 %
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Island, Nederländerna, Storbritannien och Luxemburg
Jämförelseindex	OSEBX/MSCI AC (50/50)
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Kristian Falnes

Filip Weintraub, portföljförvaltare i SKAGEN Global

Filosofin gav utdelning

Finansåret 2009 rullade i gång inte långt efter konkursen i Lehman, den påföljande nedgången i finansmarknaderna och en statlig återupplivning av världens banksystem. Således var början av året – då vi skrev Årsrapporten för 2008 – en tidpunkt då saker och ting verkade osäkra. Samtidigt var värderingarna mycket låga.

En möjlig definition av risk är att det finns flera tänkbara utfall än vad som faktiskt kan komma att ske. I efterhand kan man med säkerhet konstatera att fjolåret blev mycket bättre än de bästa tänkbara scenarierna.

Svårt att spå

Efter att marknaderna bottnat i mars bevittnade vi en av de starkaste uppgångarna i värdepappersmarknadernas historia. I förarsätet fanns tillväxtmarknaderna, som fick god hjälp av stigande råvarupriser, och företag med svagare balansräkningar, som omvärderades efter sina nära döden upplevelser.

Marknaden för refinansiering öppnades åter och volatiliteten sjönk till mer normala nivåer.

Det är nu allt klarare att världsekonomin är på bättringsvägen, tack vare beslutsamma myndighetsinitiativ, med global nollränta, massiva finansiella stimulanser och suspension av bokföringsstandarder i finanssektorn.

Vid en tillbakablick är det tydligt att den amerikanska basebollprofilen Yogi Berra hade rätt: ”Det är svårt att spå, speciellt om framtiden”.

Vår värdebaserade och konträra investeringsfilosofi har givit positiva resultat det senaste året när det gäller de företagsinvesteringar vi valt. SKAGEN Global steg 39,0 procent under 2009. Detta är bättre än världsindex, som steg 18,0 procent. Det senaste årtiondet har fonden haft en årlig genomsnittlig avkastning på 10,3 procent, jämfört med världsindex som fallit i genomsnitt med 2,1 procent per år.

I absoluta termer var de största bidragsgivarna förra året Samsung Electronics, Eletrobras, Pride International, Banrisul och LG Corp.

SKAGEN GLOBAL MOT VÄRLDSINDEX, FINANSKRISÅREN, 2008-09, MÄTT I NOK

Källa: Bloomberg

Samsung Electronics fördubblades i värde i lokal valuta. Vi ökade vår behållning för drygt ett år sedan och fick under 2009 bra utdelning genom imponerande intjäningssiffror. Vårt allmänt ogillade kraftbolag, brasilianska Eletrobras, drog nytta av ny lagstiftning och fick samtidigt ökad uppmärksamhet från investerare. Pride International steg efter förbättring i riggmarknaden, klarare företagsstruktur och förbättrad strategi. Banrisul, en regional brasiliansk bank, blev omvärderad samtidigt som det pågick en konsolidering i banksektorn i landet. LG Corp. såg en uppgång till följd av förbättrad bolagsstyrning, effektivisering av tillgångar och storartad utveckling för både elektronikområdet och affärsverksamhet inom kemikalier.

Frånvaro av stora förluster

Ett väsentligt bidrag till fondens överavkastning under 2009 var frånvaron av stora förluster. Ironiskt nog var den största negativa bidragsgivaren läkemedelsbolaget Pfizer – som steg med 5 procent i lokal valuta, men som drabbades av en fallande dollar.

Bharti Airtel fick en smäll på grund av ett lokalt priskrig, medan Finnair drabbades av en svag utveckling i flygsektorn och ett ledningsbyte.

Baywa-Bayerische straffades för kostnader kopplade till dyra gödsellager och en mindre tydlig strategi. Den sista av eftersläntrarna i portföljen var Comcast, med verksamhet i den mycket impopulära amerikanska kabelindustrin. Ett förvärv i den ännu mer impopulära medieindustrin gjorde det inte bättre.

Under året tog vi 25 nya positioner. Några av dessa har redan givit god avkastning, bland annat hälsokonglomeratet Fresenius och IT-bolaget Amdocs.

Brasiliens president Lula och anställda i Petrobras har tillsammans med SKAGEN Globals andelsägare anledning att jubla över en fantasisk utveckling för bolaget och aktiekursen. Vid årsskiftet var emellertid aktiekursen så pass hög i förhållande till risken att bolaget helt såldes ut ur portföljen.

Fresenius har ledande positioner inom dialys, privatvård i Tyskland och intravenösnäring/medicinering. Vi köpte aktier i bolaget i somras, då andra investerare höll sig borta på grund av oro kring hälsoreformen i USA. Vi fick också med oss en 10 – 15 procent stor likviditetsrabatt och betalade 10 gånger intjäning för investeringen i den ordinarie aktieklassen. Givet tillväxtutsikterna inom intravenösa biogeneriska läkemedel, näring och offentlig reform av sjukhussektorn i Tyskland, verkar bolaget undervärderat och det finns faktorer som skulle kunna leda till en omvärdering.

Amdocs levererar faktureringssystem till telefonföretag. Dessa produkter är kritiska för teleoperatörer och kostnaderna relaterade till leverantörsbyten är stora. Aktien handlas till runt 11 gånger intjäning och 1,5 gånger bokfört eget kapital, samtidigt som det är bra direktavkastning. Bolaget är också överkapitaliserat. Aktiens prissättning baseras på en syn om fallande investeringar och intäkter i en mogen amerikansk telefonmarknad. Vi tror däremot att Amdocs är väl positionerat för låg tvåsiffrig tillväxt baserat på en fortsättning av trenden med outsourcing och potentiella nya kunder i snabbare växande marknader runt om i världen.

Under 2009 bidrog alla sektorer positivt till fondens absoluta avkastning – de starkaste sektorerna var IT, finans och kapitalvaror. De minsta bidragen kom från telekom, läkemedel och konsumtionsvaror.

Lite städning

Under året städade vi upp något bland våra investeringar i energibolag. Posterna i Pride International, Nabors och Mariner fortsatte att växa. Mariner, en medelstor producent av naturgas, handlas till 3,5 gånger kassaflödet. Bolaget har en reserversättningsgrad på 150 procent, trots en konservativ prospekteringsbudget. Dessutom har de några stora utvinningsprospekt offshore.

Under sommaren förra året återinvesterade vi en del medel i Cliffs Natural. Bolaget är ledande inom järnmalm i USA och Australien, men har också stor kolverksamhet. Cliff handlas till stor rabatt jämfört med våra uppskattningar för värdet av deras järnmalmreserver på 900 miljoner ton, kolproduktion och lovande naturgasreserver. Bolaget är en klassisk förvärvskandidat.

Efter en fantastisk resa i Petrobras, upp mer än 100 procent under 2008, eliminerade vi den resterande positionen baserat på oro relaterad till utvecklingskostnaderna för Tupifältet utanför brailianska kusten. Vi gick också ut ur vår mindre lyckade investering i det polska raffineringsbolaget PKN Orlen. Detta företag visade sig vara mycket mer politiskt än vi hade räknat med.

Råvaruföretagen Ternium (upp 310 procent) och Grupo Mexico (upp 240 procent) blev bägge omvärderade. Det skedde inte bara på grund av högre stål- och kopparpriser, utan också på grund av företagsspecifika triggers. Förstnämnda fick till en mycket lukrativ lösning på sina utmaningar i Venezuela medan sistnämnda återvann kontrollen i Asarco. Bägge positionerna reducerades. Samtidigt såldes Eramet och Boliden helt ut ur portföljen.

SKAGEN Global

Bunge, som uppmärksammades i Årsrapporten för 2008, var en bra bidragsgivare under 2009. Aktien steg 24 procent. Trots en lösning för företagets utmaningar i Brasilien och ökande kornpriser globalt, kämpade bolaget med höga kostnader för gödsellager. Samtidigt har bolaget fortsatt sitt intåg i sockermarknaden. Bunge har köpt krosskapacitet på logistiskt fördelaktiga orter till under $100 per ton. Jämförelsesvis skulle en nybyggnation av den kapaciteten ha kostat $130 per ton. Bolaget handlas till tio gånger 2010 års intjäning och runt en gång bokfört eget kapital. Vi har fortsatt att öka positionen.

Tyco International, även omnämnd i 2008 års årsrapport, ersatte Siemens bland de tio största positionerna. Huvuddelen av vår behållning köptes mellan februari och april till $20 per aktie. Värderingen var runt sju gånger konservativt estimerad direktintjäning. Detta är exceptionellt för ett bolag med ledande positioner i attraktiva marknader med potential för *turnaround*. Ledningen har visat god disciplin när det gäller kostnadsminskningar och allokering av kapital under 2009, trots att inte allt går för full maskin. Resultatet har varit en mycket tillfredsställande operationell utveckling som reflekteras i kursutvecklingen för aktien. Bolaget kan snart återinföra sitt återköpsprogram för aktier och sälja av en del verksamhetsområden.

Grundat på en attraktiv värdering investerade vi i den engelske chokladproducenten Cadbury sommaren 2009. Det var innan uppköpsbud på företaget som gav en söt vinst.

Enögda bland de blinda

Vi sålde det mesta av vår position i Air-France-KLM på en förbättring i aktiekursen vid årets mitt. Anledningen var de mer långsiktiga strukturmässiga utmaningarna bolaget står inför. Aktierna såldes trots att bolaget gjorde väl ifrån sig jämfört med de andra stora flygbolagen och hade en operationell utveckling som var att likna vid ”den enögda bland de blinda.”

Konsumtionsvaror var en händelserik bransch under 2009. Trots en fördubbling av aktiekursen i Peugeot blev vår position såld med förlust. Vi eliminerade också vår position i TUI innan bolagsstyrningen och finansiella utmaningar gjorde att utvecklingen gick från dåligt till ännu sämre. Den tyska staten hjälpte också tillslut till med refinansiering och undertecknad kan nästan inte vänta med att läsa de oundvikliga case-studierna som måste komma. Lyckligtvis var fondens totala förlust obetydlig.

Vår nya investering Metro, ett tyskt detaljhandelkonglomerat, gick det bättre för. Marknaden har varit nervös över Metros exponering i Östeuropa, samt skuldnivån bolaget har gentemot dess kontrollerande ägare. Vår analys har visat att Metro äger tillräckligt med lågt belånade fastigheter för att klara sig utan finansiella problem. Aktien har stigit från 34 till 43 euro, men en eventuell omstrukturering och uppdelning av bolaget kommer att ge ännu mer värde.

Investeringen i industribolaget Toyota Industries gjordes relativt nyligen. Bolaget äger 5,8 procent av Toyota Motor och 7,9 procent av bildelsproducenten Denso. Dessa bägge tillgångar motsvarar marknadsvärdet på hela Toyota Industries. Bolaget är en nyckelleverantör till sin mer kända släkting Toyota Motor. Dessutom är bolaget världens största gaffeltruckproducent. Bolaget kommer att gynnas av en återhämtning i den globala ekonomin, både genom sina investeringar och industriella aktiviteter.

En aptitretare

Vi tyckte att värderingen på mjölkproducenten Parmalat var aptitlig. Sedan Parmalat åter noterades på börsen under 2005 har bolaget byggt upp en mycket stor kontantposition avsett för strategiska förvärv och/eller utdelning till aktieägarna. Den nuvarande ledningen har gjort ett bra arbete med att omstrukturera bolaget. Vi tror den operativa utvecklingen underskattas av marknaden. 2010 kan också bli året för strategisk förändring eftersom myndigheternas aktiekontroll löper ut.

Vi köpte aktier i Cadbury på runt £5,7 förra sommaren, och med en syn om att uppsidan var 50 procent inom två år. Vi sålde ut innehavet på i genomsnitt över £8 under fjärde kvartalet efter ett bud från Kraft. I allt en söt affär för våra andelsägare.

Inom finans har vi trimmat vår position i Cheung Kong, ett asiatiskt fastighets- och holdingbolag. Dessutom har våra islamska banker Bank Asya och Albaraka Turk tripplat aktiekurserna.

Våra positioner har minskats i och med detta. Inom samma bransch har vi ökat innehavet i Kinnevik eftersom aktiekursen var låg vid föregående årsrapport. Huvudorsaken till investeringen var företagets exponering mot tillväxtmarknader för några av huvudtillgångarna: Tele2, Millicom och MTG.

Inom teknik och nyttotjänster har vi minskat våra positioner i några företag som har utvecklats mycket bra som Samsung Electronics och Eletrobras, på grund av deras relativa storhet i portföljen. Detta är fortsättningsvis företag med solid uppsida och låga värderingar.

Sammanfattningsvis måste 2009 karaktäriseras som ett bra år, trots allt. Världsekonomin växer åter igen, och accelererar vidare i Asien. Aktiemarknaderna är dyrare än för ett år sedan, och den ekonomiska tillväxten är obalanserad, så viss aktsamhet bör iakttas. Likväl handlas portföljen med en median på 1,2 på pris/bok för de 10 största positionerna och 9,9 gånger 2010 års intjäning. Detta är en rabatt på 30 procent i förhållande till världsindex. Dessutom har vår idéskapandeprocess genererat många nya potentiella investeringar som kan komma att bidra väl till avkastning för våra långsiktiga andelsägare. Tack för förtroendet och lojaliteten.

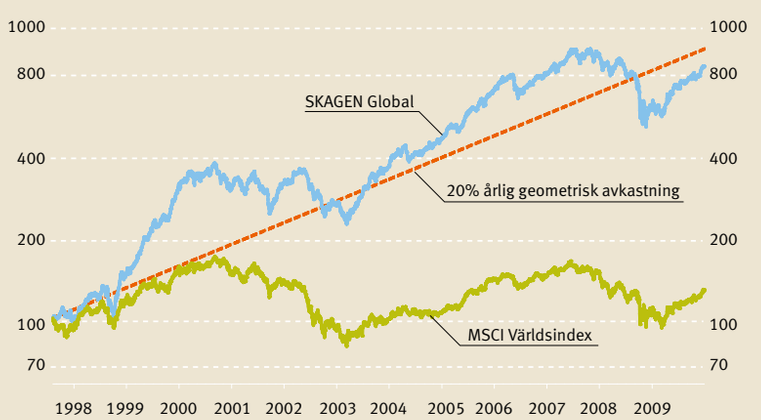
SKAGEN Global är en aktiefond som investerar över hela världen. Därmed ger fonden både en god riskspridning geografiskt och mellan branscher. Målsättningen är att uppnå bäst möjlig riskjusterad avkastning genom en aktivt förvaltad portfölj av internationella aktier.

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

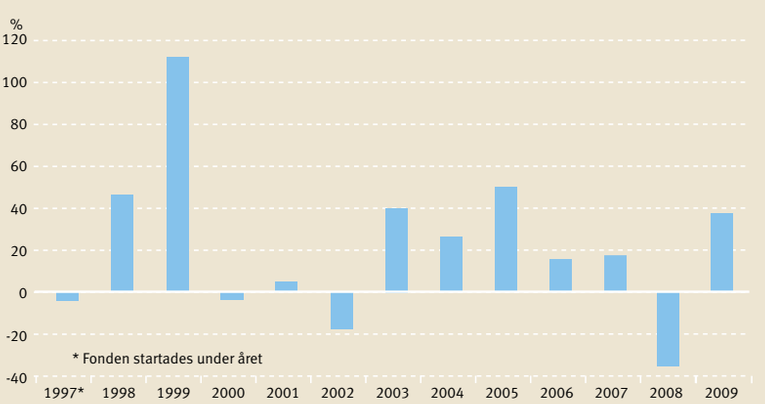
År	Avkastning %	Jämförelseindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare	Kostnad totalt, %
2009	39,01 %	17,96 %	38 291	96 976	2,75 %
2008	-35,52 %	-27,67 %	22 757	92 046	0,96 %
2007	17,22 %	2,82 %	33 995	93 097	2,41 %
2006	15,76 %	3,37 %	24 295	77 148	2,20 %
2005	49,69 %	31,11 %	16 285	52 715	2,42 %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

* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året

HISTORISK KURSUTVECKLING



AVKASTNING PER ÅR

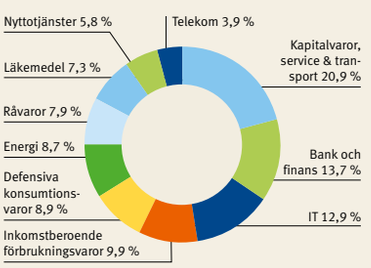


SKAGEN Global

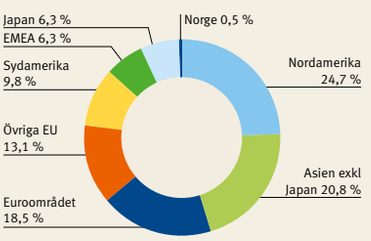
En värld full av möjligheter

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Fondens startdatum	7 augusti 1997
Avkastning sedan start	724,9 %
Genomsnittlig avkastning per år	18,55 %
Förvaltningskapital	38 291 miljoner SEK
Antal fondsparare	96 976
Förvaltningsavgifter	1,0 % per år + 10 % av avkastningen utöver referensindex
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederländerna, Luxemburg, Finland, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	MSCI All Country World Index (NOK), från 1 januari 2010
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Filip Weintraub

Kristoffer Stensrud, portföljförvaltare i SKAGEN Kon-Tiki

Tillbaka till toppen

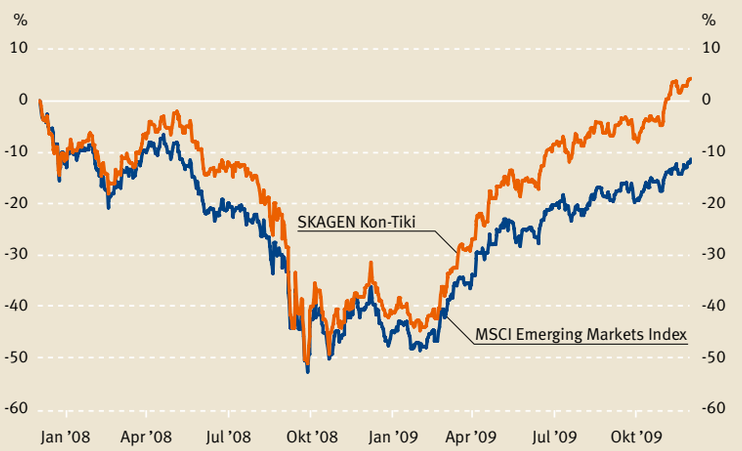
Att det med tiden lönar sig att vara trogen vår investeringsfilosofi, även om marknaden kortsiktigt skulle gå emot oss, var 2009 ett strålande exempel på.

Vår portfölj av undervärderade, impopulära och underanalyserade företag ökade förra året i värde med nästan 79 procent. Andelsägarna kunde glädja sig över kursnivåer i nivå med toppen hösten 2007.

I jämförelse gick tillväxtmarknadsindex upp 62 procent och låg vid årsskiftet omkring 15 procent under sin tidigare toppnotering för drygt två år sedan. Världsindex låg vid samma tidpunkt 20 procent under sitt ”all-time high”.

År 2009 slutade som det bästa året för SKAGEN Kon-Tiki, både absolut och relativt sett. Gemensamt för 2009 och 2003, som också var ett mycket bra år, är att mycket av det som förlorades året före togs igen i en stark börsnedgång. Företagen gick från att vara mycket billiga till att bli mer normalt värderade.

SKAGEN KON-TIKI MOT VÄRLDSINDEX, FINANSKRISÅREN, 2008-09, MÄTT I NOK



Källa: Bloomberg

Kärleken finns i mörkret
Som nämndes i förra årets rapport har vi en förkärlek till lågt värderade företag. Dessa hittas företrädesvis i geografiska marknader där den kortsiktiga realekonomiska bilden ser som mörkast ut. Detta kan självklart vara mer eller mindre berättigat som vi såg exempel på under de två finanskrisåren 2008 och 2009.

Under 2008 fick Brasilien oproportionellt mycket stryk. Ryssland också men kanske av något mer berättigade skäl. Båda länderna gav emellertid extraordinära vinstmöjligheter året därefter, vilket också återspeglar sig i våra resultat.

Som utgångspunkt låg vi i början av 2009 på en försiktig linje menar vi. Vi hade en övervikt av lågt värderade defensiva företag samt en stor dos preferensaktier, med skydd på nedåtsidan, i form av en god rabatt i förhållande till vanliga aktier. Inom den förstnämnda kategorin dominerade stabila företag inom konsumentvaror och telekommunikation.

Både preferensaktierna och konsumentvaruföretagen gav oss visserligen överavkastning men i efterhand ser vi att vi kunde ha varit mer offensiva avseende sektorval. Det bekymrar oss emellertid inte mycket. Oavsett vilken sektor eller vilket land som gått bra eller dåligt är det för oss bolagsvalen av de ”rätta” företagen som med tiden har givit goda resultat för våra andelsägare. Så kommer det även att vara i framtiden.

Till skyarna med Pride och Seadrill
Inom energi uppnådde vi mycket goda resultat. Huvudtemat var oljeservice där Pride och Seadrill fanns med bland vinnarna. Med ett oljepris ned mot på 30 dollar vid början av året var inställningen till olje- och offshoreaktier milt sagt dyster. Båda företagens aktiekurser var kraftigt nedtryckta. Företagen var rekordbilliga baserat på värdet av flottan, kontraktstäckning och kassaflöde. I takt med uppgången för oljepriset steg kursen på Pride och Seadrill, som slutade året med kursuppgångar på respektive 166 och 254 procent, mätt i norska kronor.

Trots den kraftiga uppgången 2009 ser vi fortsatt god potential för både Pride och Seadrill. Båda företagen bedömer vi som attraktiva utifrån fundamentala förhållanden och det finns fortsatt fler kurstriggers som kan slå in.

Svart guld i Afrika
Vårt andra tema förra året, ”Rise early, strike oil” var kopplat till investeringarna i två prospekteringsföretag: brasilianska OGX Petroleum och Tullow Oil som har sin huvudverksamhet i Afrika. Båda företagen fann

Indiska Mahindra, som bland annat producerar bilar och traktorer, var en av de bästa bidragsgivarna i SKAGEN Kon-Tiki 2009.

under 2009 betydande mängder med olja. Tullow Oil fick ett extra kurslyft då företagets två samarbetspartners i Uganda och Ghana lades ut till försäljning.

Vi har gjort lite vinsthemtagningar men konstaterar att båda företagen är på god väg att bekräfta sin geologiska potential.

Utöver detta sålde vi hela vårt innehav i China Oilfield och PKN Orlen, som har varit fondens bästa respektive sämsta investering i fondens åttaåriga historia. Vi använde en del av de realiserade medlen för att öka vår position i den indonesiska kolproducenten Indo Tambangraya.

Bra i järn och koppar – dåligt i guld
Inom andra råvaror var resultaten goda från järnmalmföretagen Vale och Northland Resources. Det sistnämnda börjar nu närma sig operationell drift.

Den största procentuella uppgången fick vi i det kanadensiska kopparbolaget First Quantum som blev en av världens bästa aktier under året som gick. Vi kompletterade vår kopparbehållning genom köp av aktier i Equinox Minerals, som är noterat i Kanada men har sin huvudverksamhet på den afrikanska kontinenten.

Det tredje temat inom energi och råvaror förra året, ädelmetaller, gav oss också strålande resultat i form av betydande kursökningar för våra aktier i Ridge Mining. Bolaget fusionerades med Aquarius Platina, som har verksamhet i både Afrika och Australien.

Den sydafrikanska guldproducenten DRD Gold blev en besvikelse året som gick. Med en sydafrikansk valuta som ser ut att stabiliseras under 2010 ser utsikterna bättre ut för bolaget som förra året straffades på kostnadssidan av en stark randkurs.

Industri och shipping blev branschvinnare
Industri och transport, som tillhörde vinnarsektorerna under 2009, fick också mycket fokus från oss. Vid början av 2010 är det nykomlingar i portföljen som präglar denna sektor. Vi köpte aktier i entreprenörföretagen Aveng och Strabag som båda gynnas av höga offentliga investeringar. ABB kom också in i värmen. Det schweizisk-svenska bolaget får nu huvuddelen av orderingången från de globala tillväxtmarknaderna.

Det mexikanska industrikonglomeratet Alfa blev en omedelbar framgång och våra tre turkiska entreprenörkonglomerat upplevde också en mycket bra utveckling.

Inom shipping sålde vi våra innehav i indiska SCI, Golden Ocean och Green Reefers. Nytt rederi i portföljen är Nordic American Tankers. Bolaget har en flotta på 18 skuldfria Suezmax tankfartyg, som alla går i spotmarknaden. Vi köpte aktierna under en period då tankraterna var riktigt låga och aktier i denna bransch var särdeles impopulära bland investerarna. Vi sålde också aktierna vi hade i de två japanska konglomeraten Toyo Kanetsu och Hitachi Ltd. Inom luftfart dubblade vi posten i Thai Airways. Vår investering i Norwegian visade sig bli en riktig framgång. Nu hoppas vi att investeringen i det malaysiska lågprisbolaget AirAsia ska bli detsamma.

Konsumenten var inte död
En annan stark sektor under 2009 var intäktsberoende konsumtionsvaror. Förväntningarna vid början av året var mycket låga och värderingarna av bolagen likaså. Men konsumenterna överraskade med en köplust ingen förutsåg, stimulerade av krispaket från offentliga myndigheter.

Bilbranschen avslutade därför året, mot alla odds, som en vinnare. För första gången såldes det flera bilar i Kina än i USA och detta kommer hålla i sig. Försäljningen av platt-tv steg 30 procent, även denna bransch fick bra bidrag genom olika stimulanspaket.

Våra gamla investeringar LG Electronics, men speciellt indiska Mahindra och Mahindra, gav mycket goda bidrag. I maj köpte vi en betydande post i Hyundai Motors, och vi ökade innehavet i kinesiska Great Wall Motors kraftigt. Båda företagen gav mycket goda bidrag till fondens resultat under 2009.

Vid början av 2010 är värderingen av våra företag inom sektorn inte avskräckande. Tvärtom ser det ut som att utvecklingen för energieffektiva bilar och ”hushållskrafs” kommer att fortsätta vara stark. Höga offentliga bidrag till privat konsumtion och en fortsatt uppdämd efterfrågan på konsumtionsvaror, som en följd av finanskrisen, är centrala drivkrafter.

Ryska snabbköp och kinesiska grönsaker

Efter ett förhållandevis bra år för defensiva konsumtionsvaror under 2008, då ”alla” flydde till så kallade säkra tillgångar, blev 2009 generellt sett en besvikelse. Våra företag utvecklades emellertid i stort sett tillfredsställande. Efes Breweries International, Yazicilar Holding och PZ Cussons gav alla goda bidrag till avkastningen, liksom laxodlingsföretaget Marine Harvest.

Nykomlingar i portföljen var de ryska stormarknadskedjorna X5 och Magnit, samt den kinesiska grönsaksproducenten Chaoda Modern Agriculture. Efter en snabb och fin resa såldes X5 under året. Vi köpte också aktier i den malaysiska palmoljeproducenten Kolim och den brasilianska socker- och etanolproducenten Cosan.

Alla våra större läkemedelsbolag utvecklade sig väl, i en sektor som globalt sett var svag. Vinnarna för vår del var China Shineway och de turkiska Eczacibasi-företagen. En stark omvärdering och förhoppningen om en omstrukturering av de två företagen var viktiga orsaker till varför kurserna gick upp kraftigt. Ett nytt bolag i portföljen var tyska Stada Arzneimittel som producerar och säljer flertalet av sina produkter i Centraleuropa.

Afrikanska finansiella undantag

Finanssektorn bidrog totalt sett med mycket goda resultat. De två största bidragsgivarna var vår brasilianska sparbank, Banrisul och storfinansens vinnare förra året, Standard Chartered. Våra övriga företag inom börs och finans hade också en mycket tillfredsställande utveckling. Undantagen var våra afrikanska banker, Ghana Commercial och Diamond Bank, samt den egyptiska nykomlingen EFG Hermes. Det sistnämnda bolaget har sitt verksamhetsområde först och främst i kapitalmarknaden i Mellanöstern, som fick sig en Dubaismäll i slutet av året.

En annan nykomling är det thailändska konsumentfinansieringsbolaget Tisco. Vi sålde resterna av framgångssagan från 2008, den brasilianska sparbanken Banco Nossa Caixa, samt våra aktier i det österuropeiska fastighetsbolaget Graphisoft Park.

Samsung fortsatt viktigast – smäll i Indien

Inom informationsteknik och för fonden totalt sett, är Samsung Electronics vår största och viktigaste investering. Kursutvecklingen för bolaget var bra, faktiskt mycket bättre än vår andra koreanska investering inom denna bransch, LG Electronics.

Marknaden för minnesteknologi ser vid början av 2010 lovande ut. Finanskrisen ledde till att utbyggnaden av kapaciteten de senaste åren bara blev måttlig. Vi ser nu att utvecklingen 2010 kan bli en upprepning av 2004 – då avkastningen på kapital var rekordhög.

Vid början av året gick vi på en smäll med vår investering i indiska Satyam Computer Services. Avslöjandet om uppblåsta räkenskaper och fiffel gjorde att aktiekursen kom i fritt fall. Bolaget ser nu ut att vara tryggt placerad under Mahindra-gruppens skyddande vingar. Vi ser därför med visst hopp på bolaget.

Dålig mottagning i Indien men bra i Ryssland

Telekommunikation var den svagaste sektorn i globala tillväxtmarknaderna vilket var något vi också fick erfara. Den starka konkurrensen på den indiska mobilmarknaden, där även Telenor, drabbade vår investering i Bharti Airtel. Svagare förväntningar för framtida intjäning ledde till en lägre värdering av bolaget.

Om den indiska mobilmarknaden växer starkt nog för att det ska bli levebröd för alla återstår att se. Som en stor lokal, solid och etablerad aktör har emellertid Bharti en bra utgångspunkt för att komma ur krigen som en vinnare.

Fondens vinnare under 2009 var det ryska holdingbolaget Sistema, som är den största ägaren i mobilföretaget MTS. Sistema utnyttjade de dåliga tiderna för oljebranschen och tog över oljegruppen Bashneft för en billig penning.

I Indosat, vårt tredje stora bolag i sektorn, sålde vi av en stor del av vårt innehav till Qatar Telecom, för en bra premie i förhållande till börskursen. Sedan köpte vi tillbaka aktier till en lägre kursnivå.

Eletrobras levererade igen

Inom nyttotjänster är Eletrobras vårt enda innehav och bolaget gjorde oss inte besvikna i år heller. Under hösten ökade vi vårt innehav kraftigt och i december utlöstes tre av våra totalt åtta triggers för bolaget. Eletrobras fick täckning för tidigare förluster i bolagets verksamhet i norra Brasilien, dotterbolagen refinansierades och bolaget fick bättre betalt för kärnkraftsverksamheten. Eletrobras fortsätter sin långsamma marsch mot den privata sektorn, nu med ett resultat som ligger två – tre miljarder brasilianska real högre än tidigare år. Trots att avkastningen i bolaget har varit bra år efter år finns det fortfarande en stor potential uppåt för aktiekursen innan prislappen närmar sig nivån för vad andra motsvarande företag är värderade till globalt.

Kurstriggers för 2010 kan vara underliggande intjäning från gamla avtal som först i år kommer att visas i bokföringen, en lösning av utbetalningar av utdelningar till ägare av stamaktier samt förnyelse av koncessioner. Avseende den sistnämnda faktorn blir utfallet av det kommande presidentvalet viktigt.

En bit kvar till bubblorna

I början av januari 2010 passerade SKAGEN Kon-Tiki den tidigare toppkursen från hösten 2007. Det är intressant att se vad som har hänt i mellantiden. Två år med god ekonomisk tillväxt i de globala tillväxtmarknaderna har gjort företagen väsentligt billigare. En starkt fallande global räntenivå har också lett till lägre avkastningskrav.

Det är därför en bra bit kvar innan vi kommer se tendenser till bubblor. Men det gäller att vara på sin vakt och ha ögonen på värderingar av företagen baserat på centrala nyckeltal.

Det är också betryggande att de största posterna i SKAGEN Kon-Tiki fortsätter att ha en värdering med en betydande rabatt i förhållande till både de globala tillväxtmarknaderna och den prislapp våra portföljföretag hade vid förra toppen för två år sedan. 2010 borde därför ge acceptabla resultat för SKAGEN Kon-Tikis andelsägare med alla möjliga förbehåll för de faktorer vi idag inte känner till, eller är herre över.

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

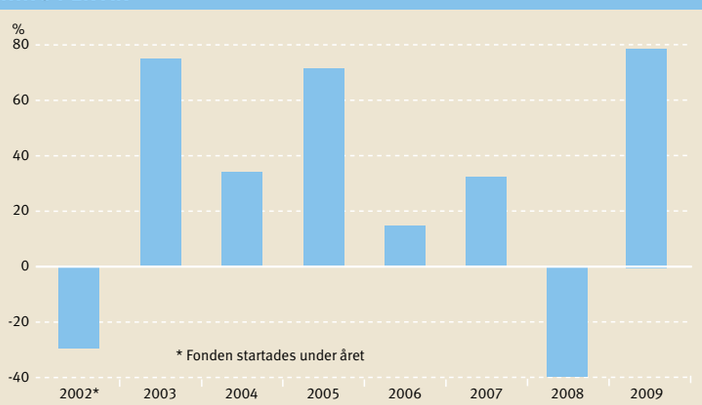
SKAGEN Kon-Tiki passar för investerare som vill ta del i värdeskapande i världens tillväxtmarknader. Fonden ger möjligheter för extraordinär avkastning genom att investera i områden med stor tillväxtpotential. Risken är emellertid något högre än för en global fond som i huvudsak investerar i utvecklade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

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

* I miljoner kronor

HISTORISK KURSUTVECKLING

AVKASTNING PER ÅR

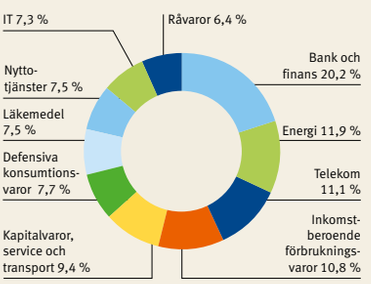


SKAGEN Kon-Tiki

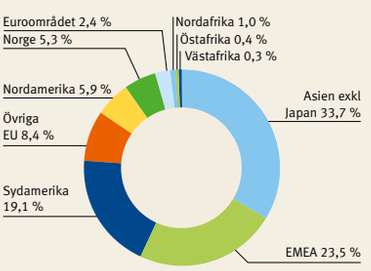
Visar kursen mot nya vatten

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

BRANSCHFÖRDELNING



GEOGRAFISK FÖRDELNING



Fondens startdatum	5 april 2002
Avkastning sedan start	391,94 %
Genomsnittlig avkastning per år	22,86 %
Förvaltningskapital	40 828 miljoner SEK
Antal fondsparare	74 443
Förvaltningsavgifter	2 % per år plus/minus rörlig förvaltningsavgift
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 500 kronor
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Finland, Nederländerna, Luxemburg, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	MSCI Emerging Markets Index (NOK)
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	J. Kristoffer Stensrud

Torgeir Høien, portföljförvaltare i SKAGEN Tellus

Tog igen mycket av det förlorade

Obligationsfonden SKAGEN Tellus, som har som målsättning att få bästa möjliga riskjusterade avkastning mätt i euro, steg nästan 11 procent. Det var mer än tio procentenheter bättre än fondens jämförelseindex.

Sedan fondens start den 30 september 2006 har den årliga genomsnittliga avkastningen varit 4,2 procent mätt i euro, medan jämförelseindex haft en avkastning på 4,4 procent. I SEK är avkastningen sedan start 4,2 procent i fonden, mot 4,4 procent för jämförelseindex.

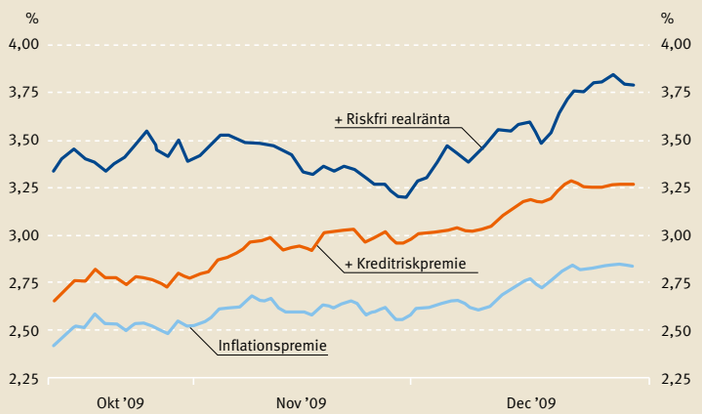
Många bidrag till avkastningen
Alla investeringarna bidrog positivt till fondens avkastning, som består av följande tre element: ränteintäkter, obligationskursvinster och en appreciering av den lokala valutan mot euron.

Det största bidraget kom från Brasilien där valutan stärktes kraftigt mot euron. Andra stora bidragsgivare kom från Mexiko, Peru och Turkiet. Den sistnämnda investeringen var valutasäkrad. Där kom avkastningen huvudsakligen från en kraftig ökning av obligationskursen. Även en indonesisk statsobligation bidrog till avkastningen trots att investeringen ägde rum först under andra halvåret 2009.

Ännu bättre 2010?
Vi tror tillväxtmarknadsobligationer generellt sett kan få en bra utveckling även under 2010. Många tillväxtländer har fört en sundare finanspolitik 2009 än de stora OECD-länderna. Det är något som vi tror kommer att öka värdet på tillväxtländernas statsskulder. I Brasilien till exempel har statsskulden ökat måttligt under 2009 till 43 procent av BNP. Det är samma nivå som vid utgången av 2007.

Fonden tjänade också pengar på investeringar i statsobligationer utställda i OECD-länder, som USA och Japan. Här valde vi att köpa inflationsskyddade obligationer. Dessa visade sig vara en långt bättre investering under 2009 än vanliga statsobligationer. Till och med i Grekland fick vi bra utdelning på en inflationsskyddad obligation som vi köpte tidigt 2009. I slutet av året fick som bekant grekiska statsobligationer kraftigt stryk, men vi hann att gå ur denna position före det stora fallet.

10-ÅRIG STATSOBLIGATIONSRÄNTA I USA



Källa: Reuters EcoWin

17 olika länder
Under den senare delen av 2009 valde vi att öka den geografiska spridningen på portföljen och genom detta dra ner risken. SKAGEN Tellus har nu investeringar i 17 olika länder. Investeringarna har en bra spridning mellan korta och långa räntepapper.

Utöver Indonesien investerade fonden i en kort israelisk statsobligation samt ett statscertifikat utställt ut av myndigheterna i Hong Kong. Båda dessa investeringar är motiverade utifrån en bedömning av valutakursutvecklingen. Israel har, som Australien och Norge, haft en relativt mild recession och ökade styrräntan tre gånger under 2009. Vi tror på mer och förväntar oss att värdet på den israeliska valutan shekel ökar i förhållande till euro.

Dollarn undervärderad
Vi tror också på en förstärkning av dollarn under 2010. Handelsviktat är dollarn nu mycket svag och prisnivån i USA mätt i euro är cirka 80 procent av prisnivån i euroområdet. Risken för tvåsiffrig inflation i USA de närmaste två – tre åren bedömer vi som extremt liten.

Det är därmed stor sannolikhet för att prisnivå mätt i euro stiger genom att dollarn stärks mot euron. En utlösande faktor kan vara förväntningar om att den amerikanska centralbanken kommer vara en smula snabbare än den europeiska med att börja processen mot att ha en mer ”normal” styrränta.

Vi tror emellertid inte att en ränteökning är nära förestående på någon sida av Atlanten. Inkommande statistik i slutet av 2009 tyder på att det ekonomiska uppsvinget är starkare i USA än på den europeiska kontinenten. För att profitera på detta har vi valt att ta bort valutasäkringen på fondens amerikanska investering. Ett lyft i den amerikanska dollarn kommer också att dra upp Hong Kong-dollarn, som är bunden till sin amerikanska storebror.

Behåller inflationsskyddet

Vi har valt att behålla en position på cirka åtta procent av fonden i en amerikansk inflationsskyddad obligation. Detta bidrar till att minska risken i fonden. I slutet av 2009 var det en märkbar uppgång i de långa amerikanska nominella räntorna. Men det är viktigt att understryka att detta i huvudsak berodde på en ökning av inflationspremien, som för en tioårig statsobligation nu ligger på cirka 2,8 procent.

Det var också en viss ökning av kreditrisken i amerikanska statspapper, som också drog upp räntan lite på de inflationsskyddade obligationerna. Vi tror inte kreditrisken kommer att öka markant under 2010. Vi förväntar oss att den riskfria realräntan kommer att falla som en följd av att Fed väntar något längre med att höja styrräntan än vad marknaden prognosticerar. Vi förväntar oss också att uppgången i amerikansk ekonomi 2010 blir lite svagare än vad den inkommande statistiken vid slutet av 2009 indikerade.

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

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

År	Avkastning % i SEK	Jämförelseindex % i SEK	Förvaltnings-kapital*	Antal andelsägare
2009	4,14 %	-5,52 %	501	1 558
2008	13,54 %	34,64 %	611	1 644
2007	8,17 %	4,87 %	1 022	2 353
2006 **	-1,33 %	-4,79 %	631	2 557

* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året

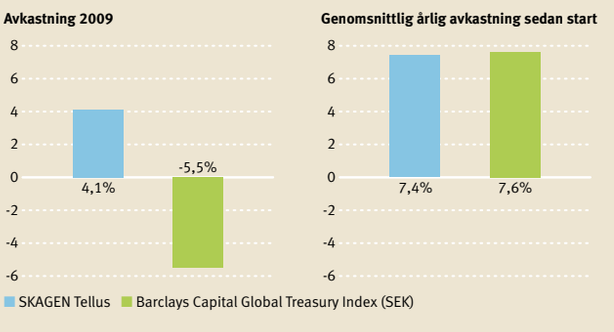
SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

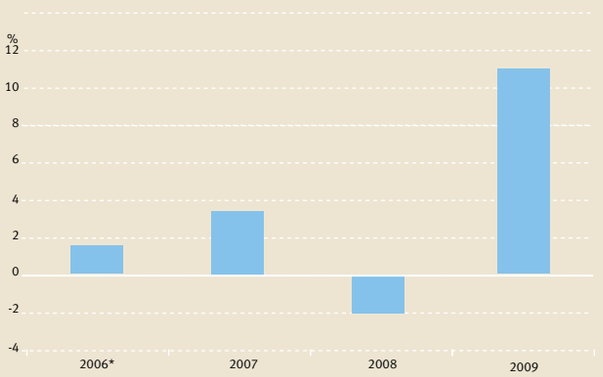
Hjemvendende fiskere, 1879. Beskuren.
Av Frits Thaulow, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.

Fondens startdatum	29 september 2006
Avkastning sedan start	26,19 %
Genomsnittlig avkastning per år	7,42 %
Förvaltningskapital	501 miljoner SEK
Antal fondsparare	1 558
Förvaltningsavgifter	0,8 % per år
Minsta köpbelopp	Engångsteckning kr 1 500, sparavtal kr 1 500
Godkänd för marknadsföring i	Norge, Sverige, Danmark, Nederländerna, Luxemburg, Finland, Island och Storbritannien
Jämförelseindex	Barclays Capital Global Treasury Index, 3 – 5 år
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Torgeir Høien

AVKASTNING



AVKASTNING PER ÅR UTTRYCKT I EURO



* Fonden etablerades under året

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

SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

Fondens startdatum	29 juni 2007
Avkastning sedan start	8,26 %
Genomsnittlig avkastning per år	3,23 %
Förvaltningskapital	317 miljoner SEK
Antal fondsparare	172
Förvaltningsavgifter	0,2 % per år
Minsta köpbelopp	Engångsteckning och sparavtal 1 000 SEK
Godkänd för marknadsföring i	Sverige
Jämförelseindex	OMRX-TBILL
UCIT:s-fond	Ja
Portföljförvaltare	Ola Sjöstrand

År	Avkastning %	Referensindex %	Förvaltningskapital*	Antal andelsägare
2009	1,40 %	0,44 %	317	172
2008	4,82 %	4,35 %	546	212
2007**	1,86 %	1,81 %	210	133

* I miljoner kronor
** Fonden upprättades under året

Stabil utveckling

Fonden gav en avkastning på cirka 1,4 procent under ett år då reporäntan låg mellan 0,25 och 2 procent. Jämförelseindex hade ett något sämre år med en uppgång på cirka 0,44 procent.

Ola Sjöstrand, portföljförvaltare i SKAGEN Krona

2009 blev ett spännande år men avsevärt mindre dramatiskt än 2008. I början på året var det väldigt pessimistiska tongångar som rådde och efterfrågan på ”riskfria” statspapper fortsatte att efterfrågas en masse. Redan första kvartalet föll räntan på svenska statsskuldsväxlar till 0,25 – 0,50 procent, beroende på löptid, och höll sig relativt oförändrad på dessa nivåer året ut.

Finansmarknaderna flöt som bekant inte lika smidigt som vanligt under 2008 och inte heller under 2009 har allt förflutit normalt. Under årets första månader steg kreditspreadarna, det vill säga priset utöver swapräntan, som företag och banker betalar för att låna pengar i räntemarknaden. Efter den inledande uppgången föll dock kreditspreadarna betänkligt.

En aktiv Riksbank

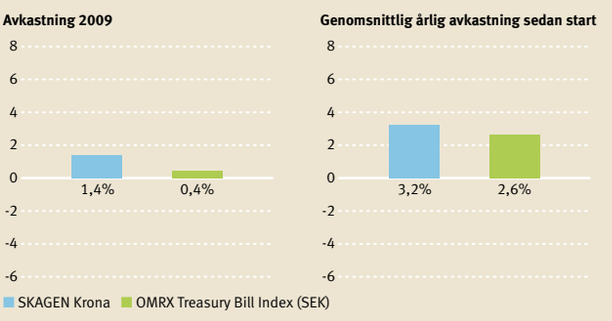
Riksbanken har under året fortsatt med diverse åtgärder för att underlätta bankernas finansiering och för att få marknaden att fungera normalt. Bland annat har bankerna erbjudits möjlighet att låna pengar från Riksbanken med lägre krav på säkerhet och för längre löptider än vanligt. Riksbanken sänkte reporäntan med 100 punkter (en procentenhet) i februari och fortsatte sedan med 50 punkter i april och slutligen 25 punkter i juli, ned till 0,25 procent. I snitt var reporäntan 0,66 procent under 2009. Riksbanken har sedan de sänkt till 0,25 procent tydligt signalerat att de inte har för avsikt att höja reporäntan förrän långt in på det nya året.

SKAGEN Krona har fortsatt att investera i papper med kort tid till förfall och har bibehållit en låg ränteduration under hela året. Fonden har även haft en del medel stående på bankkonto som en försiktighetsåtgärd. Genom vårt val att investera i papper med kort tid till förfall så har inte fonden fått kursvinster från den kraftiga minskningen i spreadar som skett på längre papper. Avkastningen har istället följt de korta interbankräntorna som ligger relativt nära riksbankens reporänta. Företagscertifikat har utgjort merparten av fondens investeringar under året och resterande del har placerats i bankcertifikat.

SKAGEN Krona är en penningmarknadsfond som placerar i räntebärande omsättningsbara värdepapper och/eller penningmarknadsinstrument utställda eller garanterade av svenska staten, kommuner, finansinstitut eller andra företag. Fonden ska endast placera i räntebärande omsättningsbara värdepapper och/eller penningmarknadsinstrument utställda i SEK. SKAGEN Krona är ett bra alternativ till högräntekonto i bank, men eftersom pengarna placeras i värdepapper vars kurser fastställs på marknaden kan värdet på pappren variera något. Fonden har låga kostnader, vilket bidrar till högre avkastning för fondens andelsägare.

SKAGEN Krona har låg risk och passar för en placerare med kort tidshorisont för sitt sparande. SKAGEN Krona passar även för placerare med längre tidsperspektiv, men som vill ta låg risk.

AVKASTNING PER ÅR I SKAGEN KRONA



Avkastnings- och riskredovisning

Avkastningsöversikt

Avkastning	2009	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst	64,0%	-6,7%	1,0%	15,2%	13,2%	17,7%
Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX) linked OSEBX/MSCI AC Total Return Index	82,5%	-11,1%	-1,7%	12,1%	7,8%	10,0%
SKAGEN Global	39,0%	-5,3%	1,7%	12,7%	10,3%	18,6%
MSCI World Linked Index (DM trough AC Total Return)	18,0%	-7,6%	-4,3%	3,5%	-2,1%	1,8%
SKAGEN Kon-Tiki	79,1%	4,1%	12,8%	23,0%		22,9%
MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return)	62,0%	-4,0%	6,6%	17,2%		11,6%
SKAGEN Tellus (Euro)	10,92%	4,28%	4,04%			4,16%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 – 5 years (Euro)	0,63%	8,17%	5,51%			4,36%
SKAGEN Krona	1,40%	3,10%	-	-	-	3,23%
OMRX Tresury Bill Index	0,44%	2,37%	-	-	-	2,63%
SKAGEN Tellus (SEK)	4,14%	8,74%	8,55%			7,42%
Barclays Capital Global Treasury Index 3 – 5 years (SEK)	-5,52%	12,79%	10,08%			7,63%

Risk- og prestationsmått

	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus (euro)
TRADITIONELL RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 3 ÅREN				
Standardavvikelse, fond	25,2%	19,8%	26,6%	7,8%
Standardavvikelse, Jämförelseindex	34,9%	14,3%	24,8%	8,5%
Sharpekvot, fond	-0,07	-0,05	0,38	0,08
Sharpekvot, Jämförelseindex	-0,13	-0,49	0,16	0,25
Relativ volatilitet	13,0%	9,6%	6,1%	12,6%
Informationskvot	0,21	0,62	1,02	-0,12
VINST OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE 3 ÅREN				
Relativ vinst	74%	142%	111%	89%
Relativt förlust	71%	107%	95%	102%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,05	1,32	1,17	0,87
Positiv indexavvikelse	18,24	15,70	12,51	14,64
Negativ indexavvikelse	15,59	9,52	6,92	16,10
Indexavvikelsekvot	1,17	1,65	1,81	0,91
TRADITIONELL RISK- OCH PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅREN				
Standardavvikelse, fond	21,8%	18,1%	24,6%	
Standardavvikelse, Jämförelseindex	29,3%	12,9%	22,3%	
Sharpekvot, fond	0,58	0,57	0,84	
Sharpekvot, Jämförelseindex	0,33	0,08	0,66	
Relativ volatilitet	11,1%	9,2%	5,9%	
Informationskvot	0,28	1,00	0,99	
VINST OCH FÖRLUSTANALYS SENASTE 5 ÅREN				
Relativ vinst	82%	151%	113%	
Relativ förlust	69%	109%	99%	
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,18	1,39	1,13	
Positiv indexavvikelse	15,70	16,60	10,98	
Negativ indexavvikelse	12,99	7,93	6,05	
Indexavvikelsekvot	1,21	2,09	1,82	
VINST OCH FÖRLUSTANALYS SEDAN START				
Relativ vinst	95%	169%	126%	92%
Relativt förlust	70%	99%	99%	96%
Relativ vinst/relativ förlustkvot	1,36	1,71	1,26	0,96
Positiv indexavvikelse	16,53	23,49	15,53	14,66
Negativ indexavvikelse	9,77	8,84	6,08	15,05
Indexavvikelsekvot	1,69	2,66	2,55	0,97

ORDFÖRKLARING

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

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

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

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

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

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

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

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

GODA RESULTAT ÄR INGEN GARANTI FÖR FRAMTIDA AVKASTNING

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

Årets Fondbolag x 4
– Priser, betyg och ranking 2009

**I Sverige har SKAGEN utnämnts till Årets Fondbolag av Privata Affärer och Dagens Industri/Morningstar.
Även i Danmark och Nederländerna har SKAGEN utnämnts till årets fondbolag.
Ratingföretaget Standard & Poor's bekräftade samtliga aktiefonders AAA-betyg.**

Utvecklingen för SKAGEN som helhet har varit stark under året som gått. Det återspeglas av den rad av priser och utmärkelser som tilldelats SKAGEN under 2009.

Prisad i Nederländerna
Den 5 november tilldelades SKAGEN det nederländska priset De Gouden Stier, den gyllene oxen, i kategorin bästa investeringsbolag. Priset utses av en jury bestående av representanter från finansbranschen. SKAGENs vice vd Åge Westbø var på plats i Amsterdam när priset delades ut.

– Det är trevligt att ta emot detta pris som än en gång bekräftar att vår investeringsfilosofi är effektiv under både bra och dåliga tider, säger Åge Westbø.

...och i hemmamarknaden Danmark
I december utnämndes SKAGEN till Årets fondbolag i Danmark. Det var andra gången på tre år som SKAGEN Fonder hamnat högst upp i den årliga ranking som görs av Dansk Aktieanalys och Morgontidningen Jyllands-Posten. Samtliga fondbolag på danska marknaden var med i bedömningen som beaktar kort- och långsiktiga resultat.

Storslam i Sverige
Affärstidningen Dagens Industri, i samarbete med det internationella fondanalysföretaget Morningstar, delade ut priser i fem prisklasser den 18 januari 2010 (för prestationerna under 2009 samt för historisk avkastning).

Filip Weintraub och Kristoffer Stensrud utsågs båda två till årets stjärnförvaltare för SKAGEN Global respektive SKAGEN Kon-Tiki, i kategorierna globalfonder och tillväxtmarknadsfonder. I och med att SKAGEN vann i två av fem prisklasser belönades företaget även med utnämningen Årets fondbolag. Utnämningen tar hänsyn till bland annat kontinuitet i förvaltningen avgifter och tillgängligheten.

"Skagen är ett värdigt stjärnbolag" konstaterade Jonas Lindmark, redaktör på Morningstar.se den 21 januari.

Storslam på Privata Affärer
Den 25 januari repeterades bravuren då Sveriges största privatekonomiska tidskrift Privata Affärer utnämnde SKAGEN till årets fondbolag – samt Kon-Tiki, årets tillväxtmarknadsfond och Global, årets globalfond.

Juryns motivering till utnämningen till Årets Fondbolag var ovanligt kort: "De har bara tre aktiefonder – men alla i världsklass". I sin krönika skriver Sofia Ullerstam, fondskribent i Privata Affärer och deltagare i juryn: "Vissa kanske tycker att det tyder på dålig fantasi hos juryn att låta ett enda fondbolag få så många priser, men sällan eller aldrig har juryn varit så enig. Skagen Fonder har visat på imponerande prestationer år efter år. Bolaget jobbar dessutom aktivt med småspararna i fokus".

UTMÄRKELSER 2009

Privata Affärer ÅRETS FONDBOLAG 2009

"De har bara tre aktiefonder och alla är i världsklass"

Årets Fondbolag 2009

ÅRETS STJÄRNBOLAG
Dagens Industri/Morningstar

"Äntligen ett litet fondbolag som trots ett litet antal fonder lyckas överträffa konkurrenterna i två av de mest intressanta kategorierna."

Dagens Industri/Morningstar

Privata Affärer ÅRETS FOND 2009

"Med blick för fyndköp över hela världen har denna fond tagit täten, månad efter månad, år efter år"

**SKAGEN Global
Årets Globalfond 2009**

Privata Affärer ÅRETS FOND 2009

"Årets tillväxtmarknadsfond går gärna mot strömmen och har en imponerande snittavkastning på 23 % om året sedan start"

**SKAGEN Kon-Tiki
Årets tillväxtmarknadsfond 2009**

Dagens Industri och Morningstar utsåg SKAGEN Fonder till Årets Fondbolag. Från vänster, Filip Weintraub, portföljförvaltare SKAGEN Global, Per Wennberg, vd för SKAGEN Fonders filial i Sverige, Harald Espedal, vd Norge, Åge Westbø, grundare och vice vd.

Lipper
Lipper Awards delar ut priser till fondbranschen i en rad regioner runt om i världen. SKAGEN deltog vid Lipper Awards i Norden, Storbritannien, Nederländerna samt vid den europeiska ceremonin. SKAGEN Global utsågs till bästa globalfond för prestationerna den senaste tioårsperioden i samtliga regioner. SKAGEN Kon-Tiki för sina prestationer den senaste femårsperioden i samtliga regioner. SKAGEN Vekst belönades vid Lippers nordiska ceremoni i kategorin norska fonder sett till prestationerna den senaste tioårsperioden.

A:n och stjärnor
Samtliga aktiefonder bibehöll sina respektive toppbetyg från fondutvärderingsföretagen Standard & Poor's (S & P) och Morningstar.

Vid slutet av året rankades SKAGEN Kon-Tiki som nummer 2 av 444 för den senaste femårsperioden av S & P. SKAGEN Global och SKAGEN Vekst, som klassificeras som globala aktiefonder av S & P, klarade sig också väl vid årets slut i jämförelse med andra fonder runt om i världen. SKAGEN Vekst rankas som nummer 5 och SKAGEN Global som nummer 15 av 1893 globala aktiefonder för den senaste femårsperioden.

– De betyg som Standard & Poor's tilldelat SKAGENs aktiefonder är ett erkännande och uppmuntran för det långsiktiga arbete som portföljgruppen utför, säger investeringsdirektör Kristian Falnes.

Brittiska Citywire rankade SKAGEN Global som nummer 3 av 415 och SKAGEN Kon-Tiki som nummer 2 av 71 bland tillväxtmarknadsfonder – för den senaste femårsperioden. Mer information om rating finns i tabellen nedan.

FONDRANKING	SKAGEN Vekst	SKAGEN Global	SKAGEN Kon-Tiki	SKAGEN Tellus
Standard & Poor's (AAA = Bästa kvalitativa rankning)	AAA Nr. 5 av 1893	AAA Nr. 15 av 1893	AAA Nr. 2 av 444	
Morningstar Rating* (5 = Bästa kvantitativa rankning)	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
Wassum (5 = Bästa kvantitativa rankning)		W W W W W	W W W W W	
Citywire (5 års period) Rankning av portföljförvaltare (dec. 2009)		Nr. 3 av 415	Nr. 2 av 71	
Lipper Funds Awards	Nordisk 2009: Bästa fond 10 år Aktiefond Norge	Europe 2009: Bästa fond 10 år Globala aktiefonder	Europe 2009: Bästa fond 5 år Tillväxtmarknadsfonders aktier	

Rhododendron i Dagminnes have, 1917. Beskuren.
Av Laurits Tuxen, en av Skagenmålarna.
Bilden tillhör Skagens Museum.

ÄGARSTRUKTUR

SKAGEN AS ägs av:

T. D. Veen AS	25,69 %
Solbakken AS	18,40 %
MCM Westbø AS	9,84 %
Månebakken AS	7,29 %
Åge Westbø AS	7,29 %
Harald Espedal AS	8,31 %
Kristian Falnes AS	8,31 %
Labrusca AS	8,31 %
Andra nyckelpersoner	6,56 %

STYRELSENS OCH NYCKELPERSONERS ANDELAR I FONDERNA

NAMN	ANTAL ANDELAR	FUNKTION
Martin Gjelsvik	7 235	Styrelseordförande och ägare
Tor Dagfinn Veen	1 191 323	Styrelseledamot och ägare
Barbro Johansson	96	Styrelseledamot
Sigve Erland	5 705	Styrelseledamot
Jan Henrik Hatlem	1 385	Styrelseledamot
Ole Søeberg	5 000	Suppleant
Anne Sophie K. Stensrud	1 455	Suppleant och ägare
Lars-Erik Forsgårdh	62	Suppleant
Harald Espedal	509 991	Verkställande direktör och ägare
Kristian Falnes	787 697	Investeringsdirektör och ägare
J. Kristoffer C. Stensrud	3 063 679	Portföljförvaltare och ägare
Åge K. Westbø	1 324 398	Vice verkställande direktör och ägare
Filip Weintraub	569 812	Portföljförvaltare och ägare

VALKOMMITTÉN

Valkommittén består av Sigve Erland (ordförande), Truls Holte och Nils Martin Petersson.

Ett bra år
för andelsägarna

Efter ett turbulent år 2008, har SKAGEN på nytt haft framgång på alla områden under 2009. Fonderna gav en mycket god avkastning för 2009, med starka resultat i förhållande till fondernas jämförelseindex. Nettoteckningen i fonderna var rekordhög.
Alla tal i texten är i norska kronor inklusive avkastningssiffror, om inget annat anges.

SKAGEN har haft god tillväxt i antal kunder, och anställt flera medarbetare. Nyanställningarna har framför allt stärkt portfölj- och kundprocessen. Två nya portföljförvaltare har anställts i förvaltningen av aktiefonderna, samt fem nya kundrådgivare som riktar sig mot olika marknader.

Vad hände under 2009?
De ekonomiska tillväxtprognoserna för 2009 blev under 2008 kraftigt nedjusterade, globalt och i de flesta enskilda länder. 2009 blev emellertid kontrasternas år. Efter en dålig start på finansmarknaderna och i realekonomin, vände utvecklingen uppåt från och med mars, då de negativa lagerjusteringarna stannade av och myndigheternas åtgärdspaket började ge resultat.

Som alltid vänder den framtidsorienterade aktiemarknaden snabbast och 2009 blev ett mycket bra år för de flesta av världens aktiemarknader. Den starka utvecklingen på tillväxtmarknaderna har bekräftat fjolårets förväntningar om att potentialen för dessa marknader var stor trots finanskrisen, och att nyckeln låg i tillväxtmarknadernas önskan om, och förmåga till, att öka sin välståndsnivå och att närma sig levnadsstandarden i väst. Västländernas styrräntor hölls på en låg nivå under hela 2009.

Även om aktiemarknaderna har haft framgång, är den globala realekonomin fortfarande pressad, och huruvida uppgången på aktiemarknaderna kan stabilisera sig beror på bolagens intjäningsförmåga. SKAGEN har hållit fast vid sin investeringsfilosofi, som på nytt har visat sig vara robust och gett goda resultat både under utmaningarna 2008 och i det mer optimistiska marknadsklimatet under 2009.

Vad kan vi vänta oss under 2010?
SKAGEN förväntar sig att realekonomin följer efter uppgången på aktiemarknaderna och får en positiv utveckling under 2010. Bolagen förväntas öka sina intäkter, och detta kan ge goda möjligheter för fortsatt positiv utveckling på aktiemarknaderna.

Räntorna väntas förbli låga under längre tid i de stora ekonomierna i världen. I mindre stater, som inte skadats lika allvarligt av finanskrisen, väntas räntorna stiga något. Denna utveckling tänker SKAGEN försöka utnyttja vid investeringar i räntepapper i de länder där potentialen för avkastning värderas som god.

Förvaltningskapital
Under 2009 ökade förvaltningskapitalet från 57,3 miljarder kronor till 94,7 miljarder kronor, vilket utgör en ökning på mer än 65 procent. Nettoteckningen i aktiefonderna var 18,1 miljarder kronor.

Teckningsrekordet beror på flera omständigheter. SKAGEN hade nästan 1 miljard norska kronor i nettoteckning under första kvartalet, trots fallande fondkurser. Teckningen kom huvudsakligen från våra privatkunder. Det är glädjande att se att andelsägarna hade framtidstro när pessimismen var som störst vintern 08/09. Inlösningsprocenten har varit rekordlåg under året. Detta betyder att de flesta andelsägarna i SKAGEN fick med sig stora delar av värdeökningen då fondkurserna steg kraftigt från och med mars 2009. SKAGEN har behållit sin position som den största aktiefondförvaltaren på den norska fondmarknaden. Det var emellertid filialen i Sverige som bidrog med störst nettoteckning även 2009. Den fina utvecklingen på den nederländska och den brittiska marknaden 2008 har fortsatt under 2009.

Den stora tillströmningen av kunder i SKAGEN Kon-Tiki de senaste åren har gett fonden skalfördelar som ledde till att SKAGEN från och med den 1 juli 2009 minskade den fasta avgiften från 2,5 till 2 procent per år.

Räntefonderna hade en nettoinlösning på 2,2 miljarder norska kronor. De uttag som gjordes var medel ur obligationsfonderna under första halvåret efter den svaga avkastningen 2008. Under andra halvåret har utvecklingen vänt, och kunderna har på nytt investerat i SKAGENs obligationsfonder. Penningmarknadsfonderna har haft jämn inlösning av andelar under året eftersom rekordlåga räntor gett kunderna skäl att ta mer risker för att uppnå högre avkastning. Aktie- och räntefondernas inlösningar har inte varit extraordinärt stora under 2009.

Avkastning
2009 har varit ett mycket bra år för alla våra fonder, både i absolut och relativt avkastning. SKAGEN Kon-Tiki gav ett mycket starkt resultat 2009 med 63,4 procent avkastning jämfört med tillväxtmarknadsindexets 47,8 procent. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan starten i april 2002 är 22,2 procent.

Relativt sett har också SKAGEN Global levererat ett mycket starkt resultat med 19,2 procentenheter överavkastning i förhållande till världsindex. Absolutavkastningen för 2009 är 26,8 procent. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan starten är 17,0 procent. Baserat på hur SKAGEN Global använt sitt investeringsmandat över tid och på tillgängligheten av nya utdelningsjusterade index, har Finanstilsynet (norska motsvarigheten till svenska Finansinspektionen) godkänt att fonden från och med den 1 januari 2010 ändrar jämförelseindex till MSCI All Country World Index, där både industrialiserade och tillväxtmarknader ingår. Detta istället för MSCI World Index som har varit fondens jämförelseindex fram till nu. Fondens investeringsmandat är oförändrat.

Martin Gjelsvik, styrelseordförande

Barbro Johansson, aktieägarvald styrelseledamot

Sigve Erland, andelsägarvald styrelseledamot

Anne Sophie K. Stensrud, aktieägarvald suppleant

SKAGEN Vekst uppnådde en mycket bra absolutavkastning på 48,1 procent, men slutade därmed 16,7 procentenheter under Oslobörsens jämförelseindex. Detta måste ses i sammanhanget att fonden investerar omkring hälften av kapitalet i aktier internationellt och att den globala aktiemarknaden har stigit avsevärt mindre än den norska. Om man jämför absolutavkastningen med det jämförelseindex som ska införas från och med den 1 januari 2010, ligger SKAGEN Vekst över jämförelseindex med 12,9 procentenheter. Det nya indexet är ett sammanställt index som är lika viktat mellan Oslobörsens huvudindex (OSEBX) och MSCI All Country World Index och täcker det faktiska investeringsuniversumet för SKAGEN Vekst bättre än det som fonden jämfördes med under 2009. Fondens investeringsmandat är oförändrat. Fondens genomsnittliga årliga avkastning sedan starten är 17,1 procent.

Alla våra tre aktiefonder behöll sin AAA-rating från Standard & Poor's.

Efter ett dåligt år under 2008 fick våra obligationsfonder betalt för sin långsiktiga investeringsfilosofi under året som gick. SKAGEN Tellus gav under 2009 en avkastning på 10,9 procent mätt i euro. Relativt sett klarade sig fonden väl och slog jämförelseindex med 10,3 procentenheter.

SKAGEN Avkastning gav under 2009 en avkastning på 6,7 procent mot jämförelseindex 3,2 procent.

SKAGEN Høyrente uppnådde 3,4 procent avkastning, 1,0 procentenheter bättre än genomsnittlig 3-månaders NIBOR för året och 1,2 procentenheter bättre än jämförelseindex. SKAGEN Høyrente Institusjon uppnådde 3,6 procent avkastning, 1,5 procentenheter bättre än jämförelseindex. SKAGEN har fått tillstånd från Finanstilsynet att omklassificera fonderna till UCITS-fonder från 1 februari 2010. Detta innebär att fonderna klassificeras inom ett erkänt europeiskt ramverk och därmed tillgängliggörs för flera institutionella kunder.

SKAGEN Krona gav 1,4 procent avkastning mätt i svenska kronor under 2009, vilket innebär 1,0 procentenhet överavkastning jämfört med jämförelseindex.

Danmark som hemmamarknad

Styrelsen har beslutat att Danmark ska definieras som hemmamarknad för SKAGEN från och med 1 januari 2010. SKAGENs målsättning är att danska kunder ska uppfatta SKAGEN som en nationell leverantör, och att det ska vara lika enkelt att bli kund i SKAGEN för danska kunder som för norska och svenska. För att nå denna målsättning utges en egen dansk Marknadsrapport, och SKAGEN har anpassat infrastrukturen för fondhandel till den danska marknaden. Upplevelsen av SKAGEN som en dansk leverantör har också stärkts av ändringar i de danska skattereglerna. Ändringarna innebär att danska investerares investeringar i utländska värdepappersfonder likställs skattemässigt med investeringar i danska värdepappersfonder, och det ger nya kundgrupper tillgång till SKAGENs fonder i Danmark.

Ändringar i regleringen av SKAGENs verksamhet

Ny penningtvättslag

Reglerna för bekämpning av penningtvätt och terrorfinansiering har skärpts, vilket medfört nya regler för kundkontroll av fondsparare. Den nya lagen kräver att banker, fondförvaltare och försäkringsbolag ska känna sina kunder och genomföra löpande kundkontroll. Identitetskontroll av kunder har trots detta förenklats eftersom Bank-ID i april 2009 godkändes som giltig legitimation i Norge.

Aktivt förvaltningstillstånd

SKAGEN fick i juni 2009 Finanstilsynets godkännande för att utvidga sin koncession för att kunna erbjuda aktiv förvaltning och investeringsrådgivning utöver förvaltning av värdepappersfonder. SKAGEN har inte använt den aktiva förvaltningskoncessionen under 2009, eftersom utvidgningen är baserad på en önskan om att ha flera möjligheter öppna vid framtida produktutveckling.

Kunskapsrika kunder

En viktig målsättning för SKAGEN är att ge kunderna bästa möjliga service, uppföljning och kommunikation. Det betyder att bolagets kommunikationskoncept hela tiden utvecklas och utvärderas. Under året har fokus legat på utveckling och förbättring av SKAGENs internetsidor. Nätsidorna är den kanal som flest kunder använder för att tillägna sig information om bolaget och fonderna, och SKAGEN arbetar med att hitta nya sätt att föra en dialog med kunderna på nätet. Resultatet lanseras i början av nästa år.

Samtidigt har SKAGEN fortsatt med webbchattar med fondförvaltarna. SKAGEN är tacksam för det engagemang som kunderna visat genom att skicka in frågor och kommentarer, och genom att delta i kundundersökningarna. Uppslutningen har också varit stor på SKAGENs informationsmöten. I Norge har det hållits 103 möten med 7 300 deltagare och i Sverige 150 möten med 6 000 deltagare. Under 2009 har det också hållits 30 inspirationsmöten och 30 fredagsluncher i Danmark med sammanlagt över 1 500 deltagare och ett möte i Nederländerna med mer än 60 deltagare.

SKAGEN genomför varje år en kundundersökning för att se om bolaget uppfyller målsättningen om bästa möjliga service och uppföljning. Kundundersökningen som genomfördes i juni 2009 visar en generell minskning i tillfredställelse jämfört med motsvarande undersökning som genomfördes i juni 2008, och detta kan enligt undersökningen kopplas till den turbulenta utvecklingen på aktiemarknaden under perioden mellan de två undersökningarna. Det är emellertid glädjande att se att kunderna är mycket nöjda med service och uppföljning från SKAGEN jämfört med konkurrenterna. Samtidigt är det tydligare att upplevd kunskapsnivå påverkar sannolikhet för köp och tillfredsställelse. Kunder som uppger sig ha stor kunskap om aktiefonder, läser oftare marknadsrapporterna och deltar oftare på informationsmöten hos SKAGEN. SKAGEN värdesätter dessa goda ambassadörer som också är villiga att vara SKAGENs referenskunder.

Jan Henrik Hatlem, andelsägarvald styrelseledamot

Tor Dagfinn Veen, aktieägarvald styrelseledamot

Lars Erik Forsgårdh, andelsägarvald suppleant

Ole Søeberg, aktieägarvald suppleant

SKAGENs medarbetare

SKAGEN har vid 2009 års slut 139 medarbetare fördelade på sex kontor i Norge (Stavanger, Trondheim, Ålesund, Bergen, Oslo och Tønsberg), två kontor i Sverige (Stockholm och Göteborg) och ett kontor i Danmark (Köpenhamn). I början av nästa år öppnas ett kontor i Storbritannien (London). SKAGENs fonder marknadsförs dessutom i Finland, Nederländerna, Luxemburg, Storbritannien och på Island.

SKAGEN har en lönemodell som ska stimulera medarbetarna att arbeta tillsammans för högsta möjliga riskjusterad avkastning för kunderna. Modellen uppmuntrar till samarbete mellan alla avdelningar för att garantera att kunden får bästa möjliga upplevelse av SKAGEN, även avseende service, kompetent uppföljning och kommunikation. Ingen medarbetare har sin lön direkt knuten till försäljningsresultat. Därmed slipper vi osund intern konkurrens och försäljningspress, undanhållande av egen expertis och dåligt utnyttjande av medarbetarnas resurser, som kan kännetecknа sådana system.

Medarbetarnas kompetensutveckling är starkt prioriterad i SKAGEN. Under 2009 har alla kundrådgivare hos SKAGEN i Norge genomgått undervisningsprogram som förberedelse för auktorisering av finansiella rådgivare. Flera av SKAGENs kundrådgivare har redan auktoriserats som finansiella rådgivare, och alla kundrådgivare kommer att auktoriseras under 2010. Proceduren ställer krav på teoretisk och praktisk kunskap, och medarbetarna i kundposition ska utföra examinationer som övervakas av en oberoende nämnd. I Sverige infördes motsvarande auktoriseringsprocedur 2005, och alla våra svenska rådgivare är auktoriserade enligt denna.

SKAGEN rekryterar medarbetare med olika bakgrund, och försöker uppnå en balans mellan manliga och kvinnliga medarbetare. Vid årsskiftet var 54 kvinnor och 85 män anställda i verksamheten. Könen är jämställda med avseende på arbetsvillkor och lön. SKAGEN hade under 2009 en sjukfrånvaro på 2,2 procent.

Styrelsen vill tacka alla medarbetare för en bra insats 2009. Medarbetarnas kompetens och inställning är avgörande för SKAGENs resultat.

Organisation

SKAGEN AS har tillstånd från Finanstilsynet att verka som fondförvaltningsbolag, och är SKAGEN Fonders förvaltningsbolag. Handelsbanken är SKAGENs depåmottagare och Verdipapirsentralen (VPS) för SKAGENs andelsägarregister.

Finansieringsrisk

Det finns ingen finansieringsrisk i fonderna, eftersom de bara har kortsiktiga lån i samband med värdepappersavtal.

Marknadsrisk, kreditrisk och likviditetsrisk

Risken i värdepappersfonderna uppstår till följd av marknadsrörelser, valutautveckling, räntor, konjunkturer och bolagsspecifika förhållanden. Utöver de lagstadgade kraven ställer SKAGEN interna krav på branschbalans och likviditet för de värdepapper som fonderna investerar i. Dessa krav har varit uppfyllda under året. SKAGEN har också utarbetat interna rutiner för att minska risken för fel som kan påverka fonderna. Fördelningen av aktieportföljens investeringar är ett resultat av SKAGENs investeringsfilosofi, som ställer krav på bolagens värdering, produkt/marknadsmatris, skuldsättningsgrad och på värdepapprets likviditet. På samma sätt fördelas räntefondernas investeringar utifrån en värdering av den enskilda utställarens kreditvärdighet och de allmänna ekonomiska förhållandena i landet som utställaren befinner sig i.

Styrelsen bekräftar att förutsättningar föreligger för fortsatt drift av förvaltningsbolaget.

Investeringsfilosofi

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

FÖRSLAG PÅ FÖRDELNING AV FONDERNAS ÖVERSKOTT:

RESULTATRÄKNING 2009	SKAGEN VEKST	SKAGEN GLOBAL	SKAGEN KON-TIKI	SKAGEN AVKASTNING	SKAGEN HØYRENTE	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON	SKAGEN TELLUS	SKAGEN KRONA (SEK)
ÅRSRESULTAT (I MILJONER NOK)	3249	6028	9451	78	150	87	-35	6
SOM DISPONERAS								
OVERFÖRT TILL/FRÅN RESERVER	3249	6028	9451	78	34	16	-48	0
AVSATT TILL UTDELING TILL ANDELSÄGARNA					117	70	13	
NETTO UTDELNING TILL ANDELSÄGARNA UNDER ÅRET								6
SUMMA	**3249**	**6028**	**9451**	**78**	**150**	**87**	**-35**	**6**

STAVANGER, 27 januari 2010
Styrelsen för SKAGEN AS

Barbro Johansson · Jan Henrik Hatlem · Martin Gjelsvik · Sigve Erland · Tor Dagfinn Veen · Anne S.K. Stensrud · Ole Søeberg · Lars-Erik Forsgårdh

Årsbokslut 2009

RESULTATRÄKNING (i hela tusental NOK)	Noter	SKAGEN Vekst 2009	SKAGEN Vekst 2008	SKAGEN Global 2009	SKAGEN Global 2008	SKAGEN Kon-Tiki 2009	SKAGEN Kon-Tiki 2008	SKAGEN Avkastning 2009	SKAGEN Avkastning 2008
Portföljintäkter och -kostnader									
Ränteintäkter/-kostnader		40 955	-8 077	15 698	39 178	23 439	41 144	38 042	154 184
Aktieutdelningar		153 361	282 215	572 154	616 377	412 629	479 815	-	-
Vinst/förlust vid försäljning		-111 451	530 088	12 804	-62 102	416 904	421 410	11 912	-257 297
Förändring orealiserade kursvinster/-förluster	8	3 478 553	-5 459 093	6 170 880	-9 830 709	9 289 755	-7 425 395	-2 180	114 708
Garantiprovision		2 158	1 956	-	-	-	-	-	-
Courtage		-2 429	-3 436	-30 613	-26 665	-38 422	-24 924	-12	-
Agio/disagio		83 095	67 250	-14 778	253 472	22 225	-273 696	37 241	-82 232
PORTFÖLJRESULTAT	5	**3 644 242**	**-4 589 097**	**6 726 144**	**-9 010 448**	**10 126 530**	**-6 781 645**	**85 003**	**-70 637**
Förvaltningsintäkter och kostnader									
Provisionsintäkter från köp och försäljning av andelar		-	65	-	1	-	2	-	-
Förvaltningsavgifter, fasta	9	-80 183	-86 942	-238 489	-238 842	-433 108	-414 000	-6 574	-11 899
Förvaltningsavgifter, rörliga	9	-306 672	-	-401 803	-	-200 012	-119 616	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT		**-386 855**	**-86 876**	**-640 293**	**-238 841**	**-633 119**	**-533 615**	**-6 574**	**-11 899**
RESULTAT FÖRE SKATT		**3 257 387**	**-4 675 973**	**6 085 851**	**-9 249 289**	**9 493 411**	**-7 315 260**	**78 429**	**-82 536**
Skattekostnad	4	-8 399	-12 935	-57 610	-68 251	-41 994	-47 915	-	-
ÅRETS RESULTAT		**3 248 988**	**-4 688 909**	**6 028 241**	**-9 317 540**	**9 451 417**	**-7 363 175**	**78 429**	**-82 536**
Disposition av årets resultat									
Överfört till/från reserver	10	3 248 988	-4 688 909	6 028 241	-9 317 540	9 451 417	-7 363 175	78 429	-82 536
Avsatt för utdelning till andelsägare	10	-	-	-	-	-	-	-	-
Nettoutdelning till andelsägare under året	10	-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA		**3 248 988**	**-4 688 909**	**6 028 241**	**-9 317 540**	**9 451 417**	**-7 363 175**	**78 429**	**-82 536**

BALANSRÄKNING		31-12-2009	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2008
Tillgångar									
Norska värdepapper till inköpspris	3,8	4 392 260	3 763 500	328 222	-	903 093	669 163	1 234 022	904 937
Utländska värdepapper till inköpspris	3,8	3 822 862	3 697 317	25 784 496	22 684 886	22 251 605	13 843 815	285 046	256 180
Orealiserade kursvinster/förluster	8	2 027 533	-1 451 020	3 215 992	-2 954 888	6 861 271	-2 428 485	10 513	12 693
Intjänade räntor värdepapper	8	6 921	-	-	-	-	-	8 945	16 319
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ		**10 249 576**	**6 009 796**	**29 328 710**	**19 729 999**	**30 015 969**	**12 084 494**	**1 538 527**	**1 190 129**
Tillgodohavande, aktieutdelningar		12 000	35 268	50 636	77 443	86 465	61 084	-	-
Intjänade räntor bank		-	-	-	-	-	-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER		**12 000**	**35 268**	**50 636**	**77 443**	**86 465**	**61 084**	**-**	**-**
Tillgodohavande från mäklare		2 833	3 037	-	-	167 688	70 775	-	-
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget		-	-	2	-	-	-	-	-
Tillgodohavande, skatt på aktieutdelningar		2 296	2 299	29 563	20 932	1 472	198	-	-
Andra fordringar		-	-	1 803	-	-	-	-	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR		**5 129**	**5 336**	**31 367**	**20 932**	**169 160**	**70 974**	**-**	**-**
Banktillgodohavanden	11	462 250	176 305	2 259 795	484 212	3 345 247	175 314	42 915	37 212
SUMMA TILLGÅNGAR		**10 728 956**	**6 226 705**	**31 670 509**	**20 312 585**	**33 616 841**	**12 391 865**	**1 581 441**	**1 227 341**
Eget kapital									
Andelsägarkapital, nominellt värde	10	817 755	718 602	4 446 760	3 674 923	7 026 079	4 207 571	1 262 330	1 042 726
Överkurs	10	1 428 078	536 431	18 908 370	14 901 109	15 405 164	6 707 105	417 164	358 780
TILLSKJUTET EGET KAPITAL		**2 245 833**	**1 255 033**	**23 355 130**	**18 576 032**	**22 431 242**	**10 914 676**	**1 679 493**	**1 401 505**
Reserver	10	8 150 154	4 901 166	7 678 511	1 650 270	10 659 565	1 208 148	-99 861	-178 289
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar		-	-	-	-	-	-	-483	-483
SUMMA EGET KAPITAL		**10 395 987**	**6 156 199**	**31 033 641**	**20 226 302**	**33 090 807**	**12 122 824**	**1 579 150**	**1 222 733**
Skulder									
Bankavgifter		-	-	-	-	-	-	-	-
Skulder till mäklare		121	48 790	67 406	1 821	147 744	52 963	-	-
Skulder till förvaltningsbolaget		331 348	14 991	474 058	47 324	346 154	193 836	1 963	1 671
Övriga skulder		1 500	6 726	95 404	37 140	32 136	22 243	328	2 937
SUMMA ÖVRIGA SKULDER		**332 969**	**70 506**	**636 868**	**86 284**	**526 034**	**269 042**	**2 291**	**4 608**
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL		**10 728 956**	**6 226 705**	**31 670 509**	**20 312 585**	**33 616 841**	**12 391 865**	**1 581 441**	**1 227 341**
Antal utfärdade andelar		8 177 547	7 186 025	44 467 597	36 749 226	70 260 786	42 075 710	12 623 296	10 427 255
Andelskurs		1 268,3147	856,5973	697,9145	550,3927	470,9718	288,3044	125,0972	117,1930

KASSAFLÖDESANALYS		2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Likvida medel per den 1 januari		**176 305**	**114 402**	**484 212**	**1 994 275**	**175 314**	**624 807**	**37 212**	**-56 028**
Tillförda medel									
Nettoteckning/inlösen (inkl. avgifter för köp och försäljning)	+/-	990 800	-733 687	4 779 098	998 970	11 516 566	-388 011	277 988	-2 334 497
Netto realiserade kursvinster/förluster	+/-	-111 451	530 088	12 804	-62 102	416 904	421 410	11 912	-257 297
Mottagna räntor och utdelningar (efter skatt)	+/-	268 741	326 972	484 851	814 112	377 878	174 424	75 271	71 952
SUMMA TILLFÖRDA MEDEL	=	**1 148 090**	**123 374**	**5 276 752**	**1 750 980**	**12 311 347**	**207 823**	**365 171**	**-2 519 842**
Använda medel									
Nettoköp/försäljning av värdepapper	+/-	-754 306	20 183	-3 427 832	-2 645 541	-8 641 720	-234 328	-357 952	2 817 556
Förändring i oreglerade poster	+/-	279 017	5 223	566 955	-376 660	133 425	110 626	5 057	97 023
Utgifter för drift	-	-386 855	-86 876	-640 293	-238 841	-633 119	-533 615	-6 574	-11 899
Nettoutdelning till andelsägare	-	-	-	-	-	-	-	-	-289 599
SUMMA ANVÄNDA MEDEL	=	**-862 145**	**-61 471**	**-3 501 169**	**-3 261 043**	**-9 141 414**	**-657 316**	**-359 468**	**2 613 081**
LIKVIDA MEDEL PER DEN 31 DECEMBER	=	**462 250**	**176 305**	**2 259 795**	**484 212**	**3 345 247**	**175 314**	**42 914**	**37 212**

Stavanger, den 27 januari 2010
Styrelsen for SKAGEN AS

Barbro Johansson · Jan Henrik Hatlem · Martin Gjelsvik · Sigve Erland · Tor Dagfinn Veen · Anne S.K. Stensrud · Ole Søeberg · Lars-Erik Forsgårdh

RESULTATRÄKNING

(i hela tusental NOK)	Noter	SKAGEN Høyrente 2009	SKAGEN Høyrente 2008	SKAGEN Høyrente Institusjon 2009	SKAGEN Høyrente Institusjon 2008	SKAGEN Tellus 2009	SKAGEN Tellus 2008	SKAGEN Krona* 2009	SKAGEN Krona* 2008
Portföljintäkter och -kostnader									
Ränteintäkter/-kostnader		169 933	377 786	88 328	153 922	14 440	33 756	7 925	16 665
Vinst/förlust vid försäljning		-1 105	2 761	3 033	731	15 036	-42 866	-	-
Förändring orealiserade kursvinster/-förluster	8	-7 314	10 324	-1 304	6 374	-57 909	90 718	-901	1 032
Garantiprovision		-	-	-	-	-	-	-	-
Courtage		-14	-	-10	-	-37	-	-37	-
Agio/disagio		-	-	-	-	-2 873	13 780	-	-
PORTFÖLJRESULTAT	5	**161 500**	**390 871**	**90 048**	**161 026**	**-31 343**	**95 388**	**6 987**	**17 697**
Förvaltningsintäkter och kostnader									
Provisionsintäkter från köp och försäljning av andelar		-	-	-	-	-	-	-	-
Förvaltningsavgifter, fasta	9	-11 020	-14 606	-3 535	-3 616	-3 312	-5 362	-845	-707
Förvaltningsavgifter, rörliga	9	-	-	-	-	-	-	-	-
FÖRVALTNINGSRESULTAT		**-11 020**	**-14 606**	**-3 535**	**-3 616**	**-3 312**	**-5 362**	**-845**	**-707**
RESULTAT FÖRE SKATT		**150 479**	**376 264**	**86 512**	**157 410**	**-34 655**	**90 025**	**6 142**	**16 991**
Skattekostnad	4	-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRETS RESULTAT		**150 479**	**376 264**	**86 512**	**157 410**	**-34 655**	**90 025**	**6 142**	**16 991**
Disposition av årets resultat									
Överfört till/från reserver	10	33 532	10 366	16 424	6 855	-47 682	78 262	263	-4 067
Avsatt för utdelning till andelsägare	10	116 948	365 899	70 089	150 555	13 027	11 763	-	-
Nettoutdelning till andelsägare under året	10	-	-	-	-	-	-	5 879	21 058
SUMMA		**150 479**	**376 264**	**86 512**	**157 410**	**-34 655**	**90 025**	**6 142**	**16 991**

BALANSRÄKNING

		31-12-2009	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2008	31-12-2009	31-12-2008
Tillgångar									
Norska värdepapper till inköpspris	3,8	2 763 455	4 067 196	1 462 258	2 432 403	28 447	-	-	-
Utländska värdepapper till inköpspris	3,8	-	-	-	-	370 400	471 254	305 098	411 937
Orealiserade kursvinster/förluster	8	1 163	8 477	4 208	5 512	-271	57 638	90	991
Intjänade räntor värdepapper	8	14 080	61 561	7 165	42 904	6 850	9 793	472	2 356
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ		**2 778 698**	**4 137 234**	**1 473 631**	**2 480 819**	**405 426**	**538 685**	**305 660**	**415 284**
Intjänade räntor bank		-	2 226	-	-		-	-	-
SUMMA INTJÄNADE, EJ MOTTAGNA INTÄKTER		**-**	**2 226**	**-**	**-**		**-**	**-**	**-**
Tillgodohavande från mäklare		-	-	-	-	5 983	-	-	-
Tillgodohavande från förvaltningsbolaget		1	-	-	-	-	-	-	-
Andra fordringar		-	16 934	-	-	-	526	-	-
SUMMA ANDRA FORDRINGAR		**1**	**16 934**	**-**	**-**	**5 984**	**526**	**-**	**-**
Banktillgodohavanden	11	741 393	578 120	456 133	282 274	1 065	10 499	11 970	131 585
SUMMA TILLGÅNGAR		**3 520 093**	**4 734 514**	**1 929 765**	**2 763 093**	**412 474**	**549 710**	**317 630**	**546 869**
Eget kapital									
Andelsägarkapital, nominellt värde	10	3 354 990	4 326 697	1 858 232	2 565 199	380 047	474 616	313 926	538 085
Överkurs	10	30 767	-44 312	-3 369	10 390	13 014	13 891	1 923	11 703
TILLSKJUTET EGET KAPITAL		**3 385 757**	**4 282 385**	**1 854 863**	**2 575 589**	**393 060**	**488 507**	**315 850**	**549 788**
Reserver	10	4 397	7 275	3 798	6 422	-328	48 351	1 579	-3 184
Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar		116 986	369 447	70 327	150 252	13 015	11 753	-	-
SUMMA EGET KAPITAL		**3 507 139**	**4 659 108**	**1 928 988**	**2 732 262**	**405 748**	**548 611**	**317 429**	**546 604**
Skulder									
Bankavgifter		-	-	-	-	-	-	-	-
Skulder till mäklare		-	72 298	-	29 844	5 732	-	-	-
Skulder till förvaltningsbolaget		2 479	3 108	777	986	785	1 100	201	265
Övriga skulder		10 474	-	-	-	210	-	-	-
SUMMA ÖVRIGA SKULDER		**12 953**	**75 406**	**777**	**30 830**	**6 726**	**1 100**	**201**	**265**
SUMMA SKULDER OCH EGET KAPITAL		**3 520 093**	**4 734 514**	**1 929 765**	**2 763 093**	**412 474**	**549 710**	**317 630**	**546 869**
Antal utfärdade andelar		33 549 896	43 266 971	18 582 318	25 651 986	3 800 466	4 746 160	3 139 264	5 380 851
Andelskurs		104,5408	107,6860	103,8057	106,5054	106,7901	115,9369	101,1153	101,5832

KASSAFLÖDESANALYS

		2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008
Likvida medel per den 1 januari		**578 120**	**569 516**	**282 274**	**79 097**	**10 499**	**48 515**	**131 585**	**25 240**
Tillförda medel									
Nettoteckning/inlösen (inkl. avgifter för köp och försäljning)		-980 484	-76 849	-708 180	1 137 577	-95 825	-374 156	-229 438	339 600
Netto realiserade kursvinster/förluster	+/-	-1 105	2 764	3 033	731	15 036	-42 866	-	-
Mottagna räntor och utdelningar (efter skatt)	+/-	169 919	377 786	88 318	153 922	11 531	47 536	7 889	16 665
SUMMA TILLFÖRDA MEDEL	=	**-811 670**	**303 698**	**-616 829**	**1 292 229**	**-69 259**	**-369 486**	**-221 549**	**356 265**
Använda medel									
Nettoköp/försäljning av värdepapper	+/-	1 303 741	-101 004	970 145	-1 026 166	72 407	389 224	106 838	-226 846
Förändring i oreglerade poster	+/-	4 186	22 082	5 685	4 089	3 112	-23 498	1 820	-1 311
Utgifter för drift	-	-11 020	-14 606	-3 535	-3 616	-3 312	-5 362	-845	-707
Nettoutdelning till andelsägare	-	-321 964	-201 566	-181 607	-63 360	-12 383	-28 894	-5 879	-21 058
SUMMA ANVÄNDA MEDEL	=	**974 943**	**-295 094**	**790 688**	**-1 089 052**	**59 824**	**331 470**	**101 934**	**-249 921**
LIKVIDA MEDEL PER DEN 31 DECEMBER	=	**741 393**	**578 120**	**456 133**	**282 274**	**1 065**	**10 499**	**11 970**	**131 585**

* angett i hela tusental SEK

Stavanger, den 27 januari 2010
Styrelsen för SKAGEN AS

Barbro Johansson · Jan Henrik Hatlem · Martin Gjelsvik · Sigve Erland · Tor Dagfinn Veen · Anne S.K. Stensrud · Ole Søeberg · Lars-Erik Forsgårdh

Generella noter

NOT 1: REDOVISNINGSPRINCIPER

Alla tal uppges i hela tusental om inget annat anges.

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

Fastställande av verkligt värde:
Värdepapper är värderade till marknadskurser per den 31 december 2009. Obligationer och certifikat, för vilka det inte existerar market maker-kurser, värderas enligt gällande yieldkurva. Onoterade aktier är värderade efter senaste aktiekurs, värderingar utförda av mäklare och interna värderingar.

Valutakurser:
Värdepapper och banktillgodohavanden/-underskott i utländsk valuta är värderade till gällande valutakurs vid tidpunkten för fastställd kurs per den 31 december 2009.

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

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

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

NOT 2: FINANSIELLA DERIVAT

Fonderna har inte använt finansiella derivat under året.

NOT 3: FINANSIELL MARKNADSRISK

Balansräkningarna i fondernas årsbokslut speglar fondernas marknadsvärde den sista börsdagen för året, uttryckt i norska kronor. Aktiefonderna är genom investeringar i norska och utländska verksamheter exponerade för aktiekurs- och valutarisker. Räntefonderna är exponerade för ränterisk, kreditrisk och valutarisk i de fall fonderna investerar i annan valuta än norska kronor, NOK.

NOT 4: SKATTEBERÄKNING

Aktiefonder:
Aktiefonder är i utgångspunkten undantagna för skatteplikt på vinster och har inte avdragsrätt för förlust vid realisation av aktier. Vidare är utdelningar mottagna från företag inom EES redan från början skattefria. Med verkan från 7 oktober 2008 behandlas emellertid 3 procent av realiserade vinster från företag skattemässigt hemmahörande inom EES och utdelningar mottagna från motsvarande företag som skattepliktiga.

Utdelningar mottagna från företag utanför EES är skattepliktiga. Fonderna kan dessutom belastas källskatt på utdelning mottagna från samtliga utländska företag.

Faktiskt skattekostnad för åren 2008 och 2007 relateras till källskatt på utländsk utdelning.

Räntefonder:
Räntefonder är skattepliktiga med 28 procent av nettorealiserade kursvinster på räntebärande värdepapper, intjänade periodiserade ränteintäkter, agio/disagio, minus avdragsberättigade kostnader vilket bland annat omfattar förvaltningsavgifter. Skattepliktiga resultat delas i praktiken ut till andelsägarna så att fonden inte kommer i skatteposition.

NOT 5: DEPÅKOSTNADER

Fonderna belastas inte med depåkostnader, med undantag för transaktionsdrivna depåkostnader.

NOT 6: OMSÄTTNINGSHASTIGHET

Omsättningshastigheten är ett mått på handelsvolymens storlek, justerad för teckning och inlösen av andelar. Omsättningshastigheten beräknas som lägsta summa av respektive samlade köp och samlade försäljningar av värdepapper i portföljen, under året dividerat på genomsnittligt förvaltat kapital under året.

Fondernas omsättningshastighet för 2009 var:

SKAGEN Vekst	14,27 %
SKAGEN Global	30,80 %
SKAGEN Kon Tiki	14,19 %
SKAGEN Avkastning	54,54 %
SKAGEN Høyrente	134,02 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	79,36 %
SKAGEN Tellus	195,29 %
SKAGEN Krona	333,15 %

NOT 7: KÖPAVGIFTER

Aktiefond (angett i hela kronor)

Köpavgifter togs bort från alla aktiefonder den 10 september 2008.

Fram till detta datum var satserna som följer:

Köpavgift:	% av insättningen
NOK 0–499 999	0,7 %
NOK 500 000–999 999	0,5 %
NOK 1 000 000–4 999 999	0,2 %
NOK 5 000 000–	0,0 %

Säljavgift:	% av försäljningsbeloppet
	0,0 %

0,0% av ovan nämnda avgifter gottskrivs fonderna vid både köp och försäljning.

Räntefonder
Inga avgifter för köp eller försäljning.

NOT 8: SE SIDORNA 48 – 60

SKAGEN Vekst Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	718 602	536 431	4 901 166	6 156 199
Utfärdade andelar	267 665	2 448 985		2 716 650
Inlösen av andelar	-168 513	-1 557 337		-1 725 850
Årsresultat			3 248 988	3 248 988
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**817 754**	**1 428 079**	**8 150 154**	**10 395 987**

NOT 11. RISK-BELOPP (angett i hela kronor)

Fastställt RISK-belopp per den 1 januari :

1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
-0,35	-0,37	3,28	-0,50	1,73	1,26	3,62

2001	2002	2003	2004	2005	2006	
3,77	0,51	2,03	3,06	-7,03	-9,44	

SKAGEN Global Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	3 674 923	14 901 109	1 650 270	20 226 302
Utfärdade andelar	1 553 635	7 831 941		9 385 576
Inlösen av andelar	-781 798	-3 824 681		-4 606 479
Årets resultat			6 028 241	6 028 241
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**4 446 760**	**18 908 370**	**7 678 511**	**31 033 641**

SKAGEN Kon-Tiki Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

Den fasta förvaltningsavgiften uppgick till 2,5 % per år av det dagliga förvaltningskapitalet till och med 30 juni 2009. Från första juli 2009 utgjorde den fasta förvaltningsavgiften 2 % per år. Den rörliga förvaltningsavgiften för hela perioden uppgår till 1/10 av den avkastning utöver/under tillväxmarknadsindexet MSCI Emerging Markets Index uttryckt i norska kronor. Dock begränsat uppåt och nedåt så att total förvaltningsavgift inte kan överstiga 4 % per år och inte lägre än 1 % per år av genomsnittligt förvaltningskapital.

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	4 207 571	6 707 105	1 208 148	12 122 824
Utfärdade andelar	4 160 212	12 212 947		16 373 160
Inlösen av andelar	-1 341 705	-3 514 889		-4 856 594
Årets resultat			9 451 417	9 451 417
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**7 026 079**	**15 405 164**	**10 659 565**	**33 090 807**

NOT 11. RISK-BELOPP (angett i hela kronor)

Fastställt RISK-belopp per den 1 januari:

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

SKAGEN Høyrente Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	4 326 697	-44 312	7 275	369 447	4 659 108
Utfärdade andelar	3 759 579	38 447	67 468		3 865 494
Inlösen av andelar	-4 731 286	-47 224	-103 877		-4 882 387
Återinvesterat för andelsägarna				-285 554	-285 554
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				116 948	116 948
Korrigering av tidigare års återinvestering för andelsägarna		83 855		-83 855	-
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			33 532		33 532
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**3 354 990**	**30 767**	**4 397**	**116 986**	**3 507 140**

NOT 11. BANKTILLGODOHAVANDE

	2009-12-31	2008-12-31
Bunden terminsinsättning	-	250 000

SKAGEN Høyrente Institusjon Not 9 och 10

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	2 565 199	10 390	6 422	150 252	2 732 262
Utfärdade andelar	973 499	1 631	18 281		993 411
Inlösen av andelar	-1 680 466	-2 845	-37 328		-1 720 638
Återinvesterat för andelsägarna					-
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				-162 559	-162 559
Korrigering av tidigare års återinvestering för andelsägarna		-12 546		70 089	70 089
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			16 424	12 546	16 424
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**1 858 232**	**-3 369**	**3 799**	**70 327**	**1 928 988**

SKAGEN Avkastning Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	1 042 726	358 780	-178 289	-483	1 222 733
Utfärdade andelar	658 228	152 581			810 809
Inlösen av andelar	-438 724	-94 197			-532 921
Återinvesterat för andelsägarna					-
Avsatt till återinvestering för andelsägarna					-
Korrigering av tidigare års återinvestering för andelsägarna					-
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			78 429		78 429
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**1 262 230**	**417 164**	**-99 860**	**-483**	**1 579 051**

NOT 11. VALUTARISK

SKAGEN Avkastning nyttjar inte valutasäkringsinstrument mot norska kronor, men har per 31 december 2009 negativa banktillgodohavanden i USD, HUF, TRY, MXN och ZAR för att reducera investeringarnas valutaexponering.

SKAGEN Tellus Not 9, 10 och 11

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andels-kapital	Överkurs	Reserver	Avsatt till andelsägare för återinvestering i nya fondandelar	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	474 616	13 891	48 351	11 753	548 611
Utfärdade andelar	140 211	4 314	6 669		151 195
Inlösen av andelar	-234 781	-5 569	-7 666		-248 016
Återinvesterat för andelsägarna				-11 386	-11 386
Avsatt till återinvestering för andelsägarna				13 027	13 027
Korrigering av tidigare års återinvestering för andelsägarna		378		-378	-
Årets resultat efter utbetalning till andelsägarna			-47 682		-47 682
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**380 047**	**13 014**	**-327**	**13 015**	**405 748**

NOT 11. VALUTARISK

SKAGEN Tellus har euro som basvaluta. Fonden använder inte valutasäkringsinstrument mot varken euro eller norska kronor, men har per 31 december 2009 negativa banktillgodohavanden i HUF och TRY för att reducera investeringarnas valutaexponering.

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

NOT 9. FÖRVALTNINGSAVGIFT

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

NOT 10. EGET KAPITAL

	Andelskapital	Överkurs	Reserver	Summa
EGET KAPITAL PER DEN 1 JANUARI 2009	538 085	11 703	-3 184	546 604
Utfärdade andelar	258 671	3 086	3 372	265 129
Inlösen av andelar	-488 645	-5 866	-5 935	-500 446
Återinvesterat för andelsägarna	5 816	64		5 879
Korrigering av tidigare års återinvestering för andelsägarna		-7 064	7 064	
Årets resultat			263	263
EGET KAPITAL PER DEN 31 DECEMBER 2009	**313 926**	**1 923**	**1 580**	**317 429**

SKAGEN Vekst

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Energi									
Pride International Inc	1 700 000	248 580 890	32,40	USD	317 223 622	68 642 732	3,05%	0,97%	New York
Solstad Offshore ASA	2 275 000	109 358 395	109,50	NOK	249 112 500	139 754 105	2,40%	6,04%	Oslo
Statoil ASA	1 700 000	122 934 960	144,80	NOK	246 160 000	123 225 040	2,37%	0,05%	Oslo
Ganger Rolf ASA	1 533 300	156 943 751	154,50	NOK	236 894 850	79 951 099	2,28%	4,23%	Oslo
Bonheur ASA	1 438 800	106 243 656	164,00	NOK	235 963 200	129 719 544	2,27%	3,53%	Oslo
Petroleo Brasileiro Pref ADR	850 000	30 301 103	42,49	USD	208 006 662	177 705 559	2,00%	0,05%	New York
DOF ASA	4 954 800	78 558 737	38,50	NOK	190 759 800	112 201 063	1,84%	5,44%	Oslo
TGS Nopec Geophysical co ASA	964 200	27 881 188	104,80	NOK	101 048 160	73 166 972	0,97%	0,94%	Oslo
Farstad Shipping ASA	730 000	51 131 849	128,50	NOK	93 805 000	42 673 151	0,90%	1,87%	Oslo
Sevan Marine ASA	8 900 000	72 255 225	10,16	NOK	90 424 000	18 168 775	0,87%	1,69%	Oslo
Norwegian Energy CO ASA	4 703 000	73 733 182	17,90	NOK	84 183 700	10 450 518	0,81%	1,94%	Oslo
Nabors Industries Ltd	625 000	96 084 628	22,27	USD	80 162 605	-15 922 023	0,77%	0,22%	New York
Siem Offshore	7 400 000	61 973 620	8,90	NOK	65 860 000	3 886 380	0,63%	2,06%	Oslo
Transocean Ltd	125 000	45 429 448	83,61	USD	60 192 146	14 762 698	0,58%	0,04%	New York
Eidesvik Offshore ASA	1 900 000	73 465 793	29,30	NOK	55 670 000	-17 795 793	0,54%	6,30%	Oslo
Rowan Companies Inc	400 000	60 470 533	23,05	USD	53 100 977	-7 369 556	0,51%	0,35%	New York
BP Plc ADR	120 000	48 859 324	58,16	USD	40 195 481	-8 663 843	0,39%	0,00%	New York
Aker Exploration ASA konv 06/11 6%	40 000 000	32 354 000	90,00	NOK	36 098 630	3 646 000	0,35%	-	Oslo
Superior Energy Services Inc	235 000	30 988 976	24,68	USD	33 402 933	2 413 958	0,32%	0,30%	New York
Seabird Exploration Ltd 07/12 frn call	43 000 000	11 850 000	70,00	NOK	30 453 137	18 250 000	0,29%	-	Unotert
BP Plc	519 607	33 559 904	6,01	GBP	29 108 886	-4 451 018	0,28%	0,00%	London
Småposter[1]		494 885 093			311 409 642	-188 558 452	3,00%		
Summa energi		**2 067 844 254**			**2 849 235 931**	**775 856 909**	**27,43%**		
Råvaror									
Yara International ASA	713 650	56 813 842	263,70	NOK	188 189 505	131 375 663	1,81%	0,24%	Oslo
Norsk Hydro ASA	2 925 000	49 028 995	48,71	NOK	142 476 750	93 447 755	1,37%	0,24%	Oslo
Fibria Celulose SA ADR	523 250	38 383 129	22,68	USD	68 347 695	29 964 566	0,66%	0,11%	New York
Grupo Mexico Sab De CV	4 832 354	9 840 277	29,98	MXN	63 707 895	53 867 618	0,61%	0,06%	Mexico
Outokumpu Oyj	500 000	81 081 612	13,26	EUR	55 055 686	-26 025 926	0,53%	0,27%	Helsinki
Crew Gold Corp Restricted	125 117 964	43 458 812	0,43	NOK	53 800 725	10 341 913	0,52%	5,84%	Oslo
Norske Skogindustrier ASA	5 622 000	340 640 123	9,55	NOK	53 690 100	-286 950 023	0,52%	2,96%	Oslo
Ternium SA ADR	250 000	37 811 891	35,61	USD	51 272 391	13 460 500	0,49%	0,12%	New York
KWS Saat AG	45 473	30 754 673	119,50	EUR	45 124 267	14 369 593	0,43%	0,69%	Frankfurt
Hindalco Industries GDR	1 950 673	34 673 583	3,46	USD	38 849 108	4 175 525	0,37%	0,11%	London Int.
Northland Resources Inc	3 820 000	44 176 099	9,32	NOK	35 602 400	-8 573 699	0,34%	4,65%	Oslo
Hexagon Composites ASA	3 100 000	4 686 724	9,70	NOK	30 070 000	25 383 276	0,29%	2,33%	Oslo
Boliden AB	394 960	15 112 326	92,10	SEK	29 444 565	14 332 239	0,28%	0,14%	Stockholm
Småposter[1]		136 780 122			123 318 185	-13 547 544	1,19%		
Summa råvaror		**923 242 208**			**978 949 271**	**55 621 456**	**9,42%**		
Kapitalvaror, service och transport									
Kongsberg Gruppen ASA	3 122 000	84 955 529	88,25	NOK	275 516 500	190 560 971	2,65%	2,60%	Oslo
LG Corp	500 000	99 389 221	72 600	KRW	180 774 000	81 384 779	1,74%	0,29%	Seoul
Wilh. Wilhelmsen ASA-A	1 355 750	95 828 415	122,00	NOK	165 401 500	69 573 085	1,59%	3,68%	Oslo
Stolt-Nielsen SA	2 000 000	248 209 993	80,25	NOK	160 500 000	-87 709 993	1,55%	3,12%	Oslo
Norwegian Air Shuttle ASA	1 298 700	54 014 897	115,00	NOK	149 350 500	95 335 603	1,44%	3,80%	Oslo
Dockwise Ltd	714 750	129 868 152	180,00	NOK	128 655 000	-1 213 152	1,24%	3,46%	Oslo
Aveng Ltd	2 291 000	67 128 097	39,90	ZAR	71 145 835	4 017 738	0,68%	0,58%	Johannesburg
I.M. Skaugen SE	1 725 000	21 490 850	40,40	NOK	69 690 000	48 199 150	0,67%	6,35%	Oslo
Siemens AG	130 000	70 413 044	64,21	EUR	69 316 188	-1 096 856	0,67%	0,01%	Frankfurt
Tomra Systems ASA	2 150 000	62 477 912	27,70	NOK	59 555 000	-2 922 912	0,57%	1,43%	Oslo
Bunge Ltd	160 000	52 828 053	63,99	USD	58 966 273	6 138 220	0,57%	0,12%	New York
Air France-KLM	611 237	87 936 596	11,07	EUR	56 188 301	-31 748 294	0,54%	0,20%	Amsterdam
Glamox ASA	5 944 034	5 852 347	9,00	NOK	53 496 306	47 643 959	0,52%	9,01%	Unotert
Kongsberg Automotive ASA	8 500 000	75 447 823	5,56	NOK	47 260 000	-28 187 823	0,45%	2,09%	Oslo
Gildemeister AG	500 000	27 326 938	11,33	EUR	47 042 301	19 715 363	0,45%	1,10%	Frankfurt
Aker ASA	280 000	62 861 465	161,50	NOK	45 220 000	-17 641 465	0,44%	0,39%	Oslo
Korean Air Lines Co Ltd	151 500	13 896 563	54 900	KRW	41 420 403	27 523 840	0,40%	0,21%	Seoul
Trelleborg AB-B	850 000	37 905 002	53,75	SEK	36 981 949	-923 052	0,36%	0,35%	Stockholm
Kverneland ASA	9 300 000	51 388 357	3,94	NOK	36 642 000	-14 746 357	0,35%	6,03%	Oslo
LG Corp Pref	225 000	25 855 905	29 750	KRW	33 334 875	7 478 970	0,32%	6,79%	Seoul
Småposter[1]		312 375 579			220 216 849	-92 254 262	2,12%		
Summa kapitalvaror, service och transport		**1 687 450 738**			**2 006 673 781**	**319 127 512**	**19,32%**		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
LG Electronics Inc Pref	600 000	144 987 601	50 000	KRW	149 400 000	4 412 399	1,44%	3,49%	Seoul
Royal Caribbean Cruises Ltd	850 000	74 327 838	25,45	USD	124 588 598	50 260 761	1,20%	0,40%	New York
Hurtigruten ASA	29 950 000	101 408 162	3,85	NOK	115 307 500	13 899 338	1,11%	7,13%	Oslo
Royal Caribbean Cruises Ltd	750 000	75 061 033	147,40	NOK	110 550 000	35 488 967	1,06%	0,34%	Oslo
DSG International Plc	25 714 285	216 766 814	0,36	GBP	87 161 488	-129 605 327	0,84%	0,71%	London
Rezidor Hotel Group AB	4 000 000	94 868 851	24,40	SEK	79 002 752	-15 866 099	0,76%	2,67%	Stockholm
Peugeot SA	300 000	74 048 441	23,80	EUR	59 303 194	-14 745 246	0,57%	0,13%	Paris
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	400 000	13 797 277	23,00	USD	52 985 790	39 188 513	0,51%	0,14%	London Int.
Hankook Tire Co Ltd	274 160	24 703 451	25 500	KRW	34 815 578	10 112 127	0,34%	0,18%	Seoul
Småposter[1]		104 446 921			81 418 027	-23 958 270	0,78%		
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		**924 416 388**			**894 532 928**	**-30 812 837**	**8,61%**		

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Defensiva konsumtionsvaror									
Chiquita Brands Intl	1 130 000	92 492 887	18,08	USD	117 665 314	25 172 427	1,13%	2,52%	New York
Cermaq ASA	1 300 000	43 832 432	56,00	NOK	72 800 000	28 967 568	0,70%	1,41%	Oslo
Charoen Pokphand Foods Plc	29 176 700	23 828 768	11,40	THB	57 584 862	33 756 094	0,55%	0,39%	Bangkok
Yazicilar Holding AS	750 000	25 622 446	9,65	TRY	27 868 442	2 245 997	0,27%	0,47%	Istanbul
Småposter[1]		237 019 476			172 441 469	-64 656 911	1,66%		
Summa defensiva konsumtionsvaror		**422 796 009**			**448 360 087**	**25 485 175**	**4,32%**		
Läkemedel									
Pfizer Inc	900 000	118 811 875	18,50	USD	95 892 762	-22 919 114	0,92%	0,01%	New York
Clavis Pharma ASA	1 480 000	48 398 069	53,75	NOK	79 550 000	31 151 931	0,77%	5,93%	Oslo
Photocure ASA	900 000	35 803 982	45,10	NOK	40 590 000	4 786 018	0,39%	4,07%	Oslo
Medi-Stim ASA	1 710 000	21 366 512	22,50	NOK	38 475 000	17 108 488	0,37%	9,07%	Oslo
Axis-Shield Plc	989 400	25 036 220	37,00	NOK	36 607 800	11 571 580	0,35%	3,55%	Oslo
Axis-Shield Plc GBP	775 000	26 613 121	3,91	GBP	28 264 657	1 651 536	0,27%	3,55%	London
Småposter[1]		166 487 924			142 610 958	-23 876 966	1,37%		
Summa läkemedel		**442 517 704**			**461 991 177**	**19 473 473**	**4,45%**		
Bank och finans									
Norwegian Property ASA	16 000 000	146 768 335	13,50	NOK	216 000 000	69 231 665	2,08%	3,53%	Oslo
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	180 000	33 812 469	770,00	NOK	138 600 000	104 787 531	1,33%	1,69%	Oslo
Hannover Rueckversicherung AG	435 000	87 663 487	32,71	EUR	118 156 726	30 493 238	1,14%	0,36%	Frankfurt
Kinnevik Investment AB-B	1 000 000	38 762 757	107,00	SEK	86 611 624	47 848 867	0,83%	0,47%	Stockholm
Haci Omer Sabanci Holding AS	3 694 444	57 428 712	5,70	TRY	81 086 408	23 657 696	0,78%	0,19%	Istanbul
Imarex ASA	1 008 700	64 690 352	57,00	NOK	57 495 900	-7 194 452	0,55%	6,68%	Oslo
Aareal Bank AG	500 000	76 524 942	13,26	EUR	55 055 686	-21 469 256	0,53%	1,17%	Frankfurt
Sparebanken Øst	1 480 400	26 007 712	33,20	NOK	49 149 280	23 141 568	0,47%	7,14%	Oslo
Korean Reinsurance Co	933 425	11 484 648	9 860	KRW	45 833 781	34 349 133	0,44%	0,82%	Seoul
Hitecvision AS	740 000	3 977 958	60,00	NOK	44 400 000	40 422 042	0,43%	4,02%	Unotert
Sparebank 1 SR-Bank	590 917	27 849 948	50,00	NOK	29 545 850	1 695 902	0,28%	0,49%	Oslo
Småposter[1]		232 132 532			180 322 648	-51 939 578	1,74%		
Summa bank och finans		**807 103 853**			**1 102 257 902**	**295 024 356**	**10,61%**		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	135 332	107 007 863	223,00	USD	173 810 877	66 803 014	1,67%	0,30%	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd GDR	53 500	21 092 161	344,75	USD	106 225 711	85 133 550	1,02%	0,02%	London Int.
Q-free ASA	3 000 000	41 112 468	21,60	NOK	64 800 000	23 687 532	0,62%	5,56%	Oslo
Eltek ASA	19 000 000	102 369 562	3,22	NOK	61 180 000	-41 189 562	0,59%	5,77%	Oslo
Kyocera Corp	120 000	86 707 798	8 170	JPY	61 172 274	-25 535 525	0,59%	0,06%	Tokyo
Samsung SDI Co Ltd	51 320	21 573 100	148 500	KRW	37 952 680	16 379 580	0,37%	0,11%	Seoul
Proact IT Group AB	468 000	15 542 932	73,75	SEK	27 938 320	12 395 388	0,27%	4,81%	Stockholm
Småposter[1]		164 925 810			98 804 120	-66 188 808	0,95%		
Summa informationsteknologi		**560 331 694**			**631 883 980**	**71 485 169**	**6,08%**		
Telekom									
Telenor ASA	2 930 000	116 756 105	81,05	NOK	237 476 500	120 720 395	2,29%	0,18%	Oslo
Sistema Jsfc GDR	650 000	18 978 121	21,49	USD	80 449 132	61 471 011	0,77%	0,14%	London Int.
Mobile Telesystems ADR	250 000	38 672 457	48,97	USD	70 508 537	31 836 079	0,68%	0,06%	New York
Vimpelcom ADR	650 000	27 328 185	18,64	USD	69 779 982	42 451 797	0,67%	0,06%	New York
Telekomunikasi Indonesia Tbk ADR	290 000	16 154 144	40,22	USD	67 175 615	51 021 471	0,65%	0,06%	New York
Total Access Telecommunication Plc	8 560 000	7 587 439	35,75	THB	52 980 631	45 393 192	0,51%	0,36%	Singapore
PT Indosat Tbk ADR	200 000	33 264 730	25,12	USD	28 934 849	-4 329 881	0,28%	0,18%	New York
Småposter[1]		7 842 206			2 398 183	-5 444 023	0,02%		
Summa telekom		**266 583 386**			**609 703 428**	**343 120 041**	**5,87%**		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	2 234 800	90 179 609	31,72	BRL	234 589 962	144 410 353	2,26%	0,98%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	250 000	20 482 543	36,34	BRL	30 065 090	9 582 548	0,29%	0,03%	Sao Paulo
Småposter[1]		2 174 091			1 332 856	-841 235	0,01%		
Summa nyttotjänster		**112 836 243**			**265 987 908**	**153 151 665**	**2,56%**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[2]		**8 215 122 476**			**10 249 576 394**	**2 027 532 920**	**98,67%**		

Andelskurs per den 31 december 2009 1 268,3147

*Kontakta förvaltningsbolaget SKAGEN AS för en översikt över vilka bolag som ingår i posten. Denna översänds via e-post.
** För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

SKAGEN Global

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Energi									
Pride International Inc	5 901 799	976 488 885	31,91	USD	1 091 163 197	114 674 311	3,51%	3,38%	New York
Nabors Industries Ltd	2 562 179	406 062 589	21,89	USD	324 962 854	-81 099 736	1,05%	0,90%	New York
Transocean Ltd	634 300	304 787 037	82,80	USD	304 301 112	-485 925	0,98%	0,20%	New York
Mariner Energy Inc	4 205 271	381 116 461	11,61	USD	282 881 599	-98 234 861	0,91%	4,13%	New York
BP Plc	4 331 684	232 927 367	6,00	GBP	243 098 438	10 171 070	0,78%	0,02%	London
Kazmunaigas Exploration -GDR	1 135 324	158 038 047	24,90	USD	163 793 875	5 755 827	0,53%	0,27%	London Int.
BP Plc ADR	455 760	177 897 803	57,97	USD	153 079 839	-24 817 963	0,49%	0,01%	New York
Summa energi		**2 637 318 190**			**2 563 280 913**	**-74 037 276**	**8,24%**		
Råvaror									
Svenska Cellulosa AB-B	5 507 313	430 353 330	95,45	SEK	426 057 987	-4 295 343	1,37%	0,91%	Stockholm
Mayr-Melnhof Karton AG	494 298	219 540 928	72,00	EUR	295 486 797	75 945 869	0,95%	2,25%	Wien
Grupo Mexico Sab De Cv	21 722 206	125 009 302	30,01	MXN	289 240 665	164 231 363	0,93%	0,28%	Mexico
Ternium SA ADR	1 309 539	181 971 011	35,42	USD	268 748 151	86 777 139	0,86%	0,65%	New York
Harmony Gold Mining ADR	4 134 989	281 133 667	10,17	USD	243 654 144	-37 479 523	0,78%	0,97%	New York
Cliffs Natural Resources Inc	769 375	126 613 586	46,09	USD	205 458 101	78 844 515	0,66%	0,59%	New York
KWS Saat AG	153 035	100 374 311	119,50	EUR	151 836 227	51 461 916	0,49%	2,32%	Frankfurt
Vale SA Spons ADR	1 051 027	68 144 588	24,82	USD	151 145 124	83 000 536	0,49%	0,05%	New York
Fibria Celulose SA ADR	1 109 813	113 362 689	22,84	USD	146 867 092	33 504 403	0,47%	0,24%	New York
Buzzi Unicem Spa-Rsp	1 223 460	74 448 474	7,23	EUR	73 492 842	-955 632	0,24%	3,01%	Brsaltaliana
Italcementi Spa -Rsp	1 626 646	78 253 775	5,09	EUR	68 742 855	-9 510 920	0,22%	1,54%	Brsaltaliana
Asia Pulp & Paper Co Ltd ADR	86 600	4 565 292	0,01	USD	5 018	-4 560 275	0,00%	0,03%	
Summa råvaror		**1 803 770 954**			**2 320 735 003**	**516 964 048**	**7,46%**		
Kapitalvaror, service och transport									
Bunge Ltd	3 382 296	1 089 911 486	63,83	USD	1 250 877 980	160 966 493	4,02%	2,52%	New York
Tyco International Ltd	5 909 645	1 176 379 707	35,68	USD	1 221 700 438	45 320 731	3,93%	1,24%	New York
LG Corp	2 675 959	572 812 592	72 600	KRW	971 654 815	398 842 223	3,12%	1,55%	Seoul
Agco Corp	1 885 005	306 289 577	32,34	USD	353 208 391	46 918 814	1,14%	2,04%	New York
Randstad Holding NV	1 206 032	287 773 856	34,90	EUR	349 462 829	61 688 974	1,12%	0,71%	Amsterdam
Kone Oyj-B	1 401 315	159 567 902	29,96	EUR	348 573 454	189 005 553	1,12%	0,64%	Helsinki
Siemens AG	640 419	385 940 945	64,21	EUR	341 415 795	-44 525 151	1,10%	0,07%	Frankfurt
Baywa-Bayerische Warenvermit AG	1 494 282	448 505 169	25,16	EUR	312 147 551	-136 357 617	1,00%	4,58%	Frankfurt
Tyco Electronics Ltd	1 963 659	309 775 209	24,55	USD	279 316 158	-30 459 051	0,90%	0,43%	New York
Finnair Oyj	4 952 377	268 974 302	3,75	EUR	154 191 948	-114 782 354	0,50%	3,86%	Helsinki
Stolt-Nielsen SA	1 776 791	328 222 337	80,25	NOK	142 587 478	-185 634 859	0,46%	2,77%	Oslo
Enka Insaat Ve Sanayi AS	3 814 986	56 363 511	6,90	TRY	101 858 409	45 494 898	0,33%	0,21%	Istanbul
Wienerberger AG	760 197	77 732 702	12,78	EUR	80 662 882	2 930 180	0,26%	0,65%	Wien
CMB Cie Maritime Belge SA	435 787	24 541 793	20,80	EUR	75 258 288	50 716 495	0,24%	1,25%	Brussel
Air France-KLM konv 04/15 4.97%	513 152	54 597 628	1 520	EUR	64 856 209	10 258 581	0,21%	-	Paris
Air France-KLM	621 369	89 862 063	11,00	EUR	56 749 103	-33 112 961	0,18%	0,21%	Amsterdam
Bucher Industries AG	53 826	13 272 477	112,30	CHF	33 850 095	20 577 618	0,11%	0,51%	Zürich
Summa kapitalvaror, service och transport		**5 650 523 256**			**6 138 371 825**	**487 848 567**	**19,74%**		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
Toyota Industries Corp	2 570 650	403 589 333	2 755	JPY	440 829 480	37 240 147	1,42%	0,79%	Tokyo
Comcast Corp	4 677 831	427 715 902	16,01	USD	433 924 679	6 208 777	1,40%	0,60%	NASDAQ
Metro AG	963 839	303 117 810	42,57	EUR	340 662 929	37 545 119	1,10%	0,30%	Frankfurt
Reed Elsevier NV	4 420 986	287 941 822	8,60	EUR	315 707 441	27 765 618	1,02%	0,61%	Amsterdam
Renault SA	1 027 866	306 367 515	36,20	EUR	308 931 222	2 563 706	0,99%	0,36%	Paris
Michelin (CGDE)-B	691 039	250 804 231	53,58	EUR	307 412 836	56 608 605	0,99%	0,47%	Paris
LG Electronics Inc Pref	916 588	251 942 344	50 000	KRW	229 213 453	-22 728 891	0,74%	5,33%	Seoul
Television Broadcasts Ltd	6 076 571	147 098 389	37,35	HKD	169 652 545	22 554 156	0,55%	1,39%	Hong Kong
Comcast Corp	1 592 200	184 839 415	16,86	USD	155 536 987	-29 302 429	0,50%	0,08%	NASDAQ
Shangri-La Asia Ltd	7 462 230	65 781 273	14,60	HKD	81 439 047	15 657 774	0,26%	0,26%	Hong Kong
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	585 000	20 732 338	23,23	USD	78 737 853	58 005 515	0,25%	0,21%	London Int.
Independent News & Media Plc	28 690 960	183 475 667	0,13	EUR	30 967 430	-152 508 237	0,10%	0,82%	London
Mahindra & Mahindra Ltd	67 000	5 776 564	1 081	INR	9 015 910	3 239 346	0,03%	0,02%	National India
Danubius Hotels and Spa Plc	52 543	6 231 277	3 540	HUF	5 714 918	-516 358	0,02%	0,63%	Budapest
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		**2 845 413 881**			**2 907 746 729**	**62 332 848**	**9,35%**		

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Defensiva konsumtionsvaror									
Nestle SA	3 219 651	769 289 595	50,20	CHF	905 108 289	135 818 694	2,91%	0,09%	Zürich
Parmalat Spa	46 945 095	754 080 871	1,95	EUR	761 218 257	7 137 386	2,45%	2,76%	Brsaltaliana
Kraft Foods Inc-class A	1 941 871	299 837 330	27,18	USD	305 807 632	5 970 301	0,98%	0,13%	New York
Charoen Pokphand Foods Plc	149 084 200	116 142 903	11,40	THB	294 610 207	178 467 304	0,95%	1,98%	Bangkok
Yazicilar Holding AS	3 965 257	95 714 287	9,60	TRY	147 298 195	51 583 908	0,47%	2,48%	Istanbul
United Intl Enterprises	173 474	25 625 272	430,00	DKK	83 246 703	57 621 431	0,27%	3,37%	København
Raisio Plc	2 287 300	43 100 781	2,66	EUR	50 515 133	7 414 351	0,16%	1,75%	Helsinki
Royal Unibrew A/S	185 890	39 944 444	139,00	DKK	28 836 000	-11 108 443	0,09%	1,66%	København
Lannen Tehtaat Oyj	214 350	23 744 846	15,65	EUR	27 851 883	4 107 037	0,09%	3,39%	Helsinki
Sum defensive konsumvarer		**2 167 480 330**			**2 604 492 299**	**437 011 969**	**8,38%**		
Läkemedel									
Pfizer Inc	10 499 621	1 234 652 935	18,19	USD	1 106 585 086	-128 067 849	3,56%	0,13%	New York
Richter Gedeon Nyrt	346 407	324 467 104	42 900	HUF	456 599 933	132 132 829	1,47%	1,86%	Budapest
Fresenius SE	908 035	259 364 149	43,45	EUR	327 573 756	68 209 607	1,05%	1,13%	Xetra
Eisai Co Ltd	571 200	126 644 171	3 420	JPY	121 596 306	-5 047 866	0,39%	0,19%	Tokyo
Kalbe Farma Pt	110 807 850	60 982 473	1 300	IDR	88 158 725	27 176 253	0,28%	1,09%	Jakarta
Biovitrum AB	1 355 591	22 701 348	27,80	SEK	30 544 041	7 842 693	0,10%	0,90%	Stockholm
Neurosearch A/S	202 142	33 888 595	77,00	DKK	17 370 466	-16 518 129	0,06%	0,83%	København
Summa läkemedel		**2 062 700 775**			**2 148 428 313**	**85 727 538**	**6,91%**		
Bank och finans									
Cheung Kong Holdings Ltd	11 118 027	838 615 352	100,30	HKD	833 565 736	-5 049 616	2,68%	0,48%	Hong Kong
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	10 110 923	164 299 979	14,70	BRL	497 912 403	333 612 424	1,60%	5,05%	Sao Paulo
Bank of New York Mellon Corp	2 803 103	496 831 369	27,97	USD	454 265 771	-42 565 598	1,46%	0,23%	New York
Hannover Rueckversicherung AG	1 416 101	285 504 307	32,71	EUR	384 584 259	99 079 951	1,24%	1,17%	Frankfurt
Osaka Securities Exchange Co	10 504	200 011 496	443 000	JPY	289 643 986	89 632 490	0,93%	3,89%	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	3 128 910	146 568 557	107,00	SEK	271 350 026	124 781 469	0,87%	1,48%	Stockholm
Asya Katilim Bankasi AS	20 166 668	171 899 456	3,46	TRY	270 000 830	98 101 373	0,87%	2,24%	Istanbul
Albaraka Turk Katilim Bankasi AS	22 090 166	255 975 320	2,21	TRY	188 906 153	-67 069 167	0,61%	4,10%	Istanbul
Japan Securities Finance Co	4 077 075	239 480 227	714,00	JPY	181 197 828	-58 282 399	0,58%	4,35%	Tokyo
Haci Omer Sabanci Holding AS	7 997 588	136 129 311	5,75	TRY	177 943 334	41 814 023	0,57%	0,42%	Istanbul
Societe Fonciere, Financiere et de Participations (FFP)	359 150	161 004 270	44,76	EUR	133 469 698	-27 534 572	0,43%	1,43%	Paris
Irsa SA GDR	2 209 671	184 543 875	9,47	USD	121 242 836	-63 301 040	0,39%	3,82%	New York
Aberdeen Asset Management Plc	9 591 015	77 577 677	1,34	GBP	120 210 809	42 633 132	0,39%	0,95%	London
Tag Tegernsee Immobilien AG	1 314 100	97 204 637	4,50	EUR	49 097 306	-48 107 332	0,16%	4,04%	Frankfurt
Shuaa Capital	9 881 759	21 922 916	1,48	AED	23 064 201	1 141 284	0,07%	0,93%	DFM
Aberdeen Asset Management Plc Pref	557	6 648 625	1 420	GBP	7 398 057	749 432	0,02%	0,74%	London
Summa bank och finans		**3 484 217 376**			**4 003 853 232**	**519 635 856**	**12,88%**		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	693 203	1 552 285 097	525 000	KRW	1 820 185 576	267 900 479	5,85%	3,04%	Seoul
Kyocera Corp	1 553 700	816 692 325	8 170	JPY	790 124 081	-26 568 244	2,54%	0,81%	Tokyo
Amdocs Ltd	4 018 830	617 597 344	28,53	USD	664 323 932	46 726 588	2,14%	1,96%	New York
Samsung Electronics Co Ltd GDR	123 939	105 503 791	350,00	USD	251 335 898	145 832 107	0,81%	0,04%	London Int.
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	146 978	148 488 210	222,25	USD	189 265 996	40 777 785	0,61%	0,32%	London Int.
Kyocera Corp ADR	66 354	48 871 983	88,31	USD	33 951 228	-14 920 755	0,11%	0,03%	New York
Travelsky Technology Ltd	5 292 000	16 883 793	7,83	HKD	30 973 679	14 089 886	0,10%	0,85%	Hong Kong
Proact IT Group AB	205 370	7 950 624	73,75	SEK	12 275 863	4 325 240	0,04%	2,11%	Stockholm
Summa informationsteknologi		**3 314 273 167**			**3 792 436 253**	**478 163 086**	**12,20%**		
Telekom									
Bharti Airtel Ltd	9 222 031	388 239 763	329,75	INR	378 600 108	-9 639 655	1,22%	0,24%	National India
Total Access Telecommunication Plc	49 674 500	153 544 211	35,75	THB	307 837 037	154 292 826	0,99%	2,10%	Singapore
Magyar Telekom Plc	11 184 677	312 863 769	732,00	HUF	251 551 215	-61 312 554	0,81%	1,07%	Budapest
PT Indosat Tbk ADR	703 107	103 833 431	25,11	USD	102 293 167	-1 540 264	0,33%	0,65%	New York
Telekomunikasi Indonesia Tbk ADR	422 988	29 479 454	39,95	USD	97 909 159	68 429 705	0,31%	0,08%	New York
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	661 740	3 993 048	35,75	THB	4 100 858	107 810	0,01%	0,03%	Bangkok
Summa telekom		**991 953 677**			**1 142 291 544**	**150 337 867**	**3,67%**		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	9 499 702	525 928 420	31,72	BRL	1 009 457 334	483 528 914	3,25%	4,18%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	3 272 482	294 642 954	36,34	BRL	398 388 686	103 745 732	1,28%	0,36%	Sao Paulo
Calpine Corp	4 694 955	334 495 452	11,00	USD	299 228 262	-35 267 190	0,96%	1,06%	New York
Summa nyttotjänster		**1 155 066 826**			**1 707 074 282**	**552 007 456**	**5,49%**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ [1]		**26 112 718 432**			**29 328 710 393**	**3 215 991 961**	**94,33%**		
Andelskurs per den 31 december 2009		697,9145							

[1] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

SKAGEN Kon-Tiki

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Energi									
Pride International Inc	7 140 000	1 224 967 812	31,91	USD	1 320 089 896	95 122 084	3,99%	4,09%	New York
Seadrill Ltd	4 674 100	329 241 738	148,00	NOK	691 766 800	362 525 062	2,09%	1,17%	Oslo
OGX Petroleo e Gas Participacoes SA	9 730 000	188 504 112	17,10	BRL	557 383 050	368 878 938	1,69%	0,30%	Sao Paulo
Tullow Oil Plc	3 084 900	173 166 630	13,05	GBP	376 552 689	203 386 059	1,14%	0,38%	London
Petroleo Brasileiro Pref ADR	1 131 500	133 163 760	42,39	USD	277 905 067	144 741 307	0,84%	0,06%	New York
Indo Tambangraya Megah Pt	9 377 500	134 507 808	31 800	IDR	182 616 857	48 109 049	0,55%	0,83%	Indonesia
Deep Sea Supply Plc	11 096 000	109 900 200	7,79	NOK	86 437 840	-23 462 360	0,26%	8,54%	Oslo
Golar LNG Energy Ltd	4 500 000	54 810 000	11,00	NOK	49 500 000	-5 310 000	0,15%	1,97%	Oslo
Seawell Ltd	2 031 269	35 912 833	15,50	NOK	31 484 669	-4 428 163	0,10%	1,85%	Unotert
Awilco Drilling Ltd	339 000	9 776 778	5,00	USD	9 820 830	44 052	0,03%	3,08%	Unotert
Golar LNG Energy Ltd warrant	900 000	-	1,96	NOK	1 764 000	1 764 000	0,01%	7,50%	Unotert
Sum energi		**2 393 951 672**			**3 585 321 698**	**1 191 370 026**	**10,85%**		
Råvaror									
Vale SA Spons ADR	5 306 711	390 965 895	24,82	USD	763 142 613	372 176 718	2,31%	0,25%	New York
First Quantum Minerals Ltd	1 000 000	380 815 048	80,26	CAD	443 436 500	62 621 452	1,34%	1,27%	Toronto
Equinox Minerals Ltd	10 000 000	212 201 659	4,09	CAD	225 972 500	13 770 841	0,68%	1,42%	Toronto
Asia Cement China Holdings	46 742 500	172 551 676	4,65	HKD	162 471 087	-10 080 589	0,49%	3,00%	Hong Kong
Drdgold Ltd ADR	3 745 997	207 630 246	6,84	USD	148 457 457	-59 172 789	0,45%	9,91%	NASDAQ
Aquarius Platinum Ltd	2 687 272	45 066 501	4,07	GBP	102 301 073	57 234 571	0,31%	0,58%	London
Pt Indah Kiat Pulp & Paper	51 504 500	50 406 871	1 740	IDR	54 880 884	4 474 013	0,17%	0,94%	Jakarta
Northland Resources Inc	3 302 000	65 449 537	9,32	NOK	30 774 640	-34 674 897	0,09%	4,02%	Oslo
Summa råvaror		**1 525 087 434**			**1 931 436 754**	**406 349 320**	**5,84%**		
Kapitalvaror, service och transport									
ABB Ltd	3 943 976	408 225 262	138,00	SEK	441 129 772	32 904 510	1,33%	0,17%	Stockholm
Aveng Ltd	12 956 768	374 036 001	39,90	ZAR	406 083 896	32 047 896	1,23%	3,27%	Johannesburg
Nordic American Tanker Shipping Ltc	1 539 000	266 489 133	30,00	USD	267 508 980	1 019 847	0,81%	3,65%	New York
Strabag SE	1 485 310	212 738 949	20,70	EUR	255 272 588	42 533 639	0,77%	1,30%	Wien
Harbin Power Equipment Co Ltd	45 000 000	478 168 697	6,94	HKD	233 444 250	-244 724 447	0,71%	6,66%	Hong Kong
Enka Insaat Ve Sanayi AS	7 499 999	107 998 892	6,90	TRY	200 246 598	92 247 706	0,61%	0,42%	Istanbul
Alfa S.A.B. - A	5 095 900	111 170 351	83,42	MXN	188 616 860	77 446 510	0,57%	0,91%	Mexico
Norwegian Air Shuttle ASA	1 603 900	103 605 941	115,00	NOK	184 448 500	80 842 559	0,56%	4,69%	Oslo
Alarko Holding AS	9 397 706	116 891 292	3,98	TRY	144 730 405	27 839 113	0,44%	4,21%	Istanbul
Tekfen Holding AS	7 521 955	113 250 674	4,90	TRY	142 620 404	29 369 730	0,43%	2,03%	Istanbul
LG Corp Pref	808 430	118 266 161	29 750	KRW	120 288 836	2 022 675	0,36%	24,39%	Seoul
Thai Airways Intl Pcl-For	17 799 700	69 287 536	18,60	THB	57 390 095	-11 897 441	0,17%	1,05%	Bangkok
Airasia Bhd	24 512 700	53 334 075	1,38	MYR	56 977 935	3 643 859	0,17%	0,89%	Kuala Lumpur
Freeworld Coatings Ltd	8 113 589	57 615 369	8,39	ZAR	53 471 351	-4 144 019	0,16%	3,98%	Johannesburg
Barloworld Ltd	856 000	76 574 243	45,10	ZAR	30 324 699	-46 249 544	0,09%	0,38%	Johannesburg
Kumho Industrial Co Ltd-pfd	1 883 110	35 438 660	3 185	KRW	29 997 223	-5 441 437	0,09%	14,82%	Seoul
Mariupol Heavy Machinebuilding Plant GDR	554 685	22 054 437	3,35	USD	10 766 380	-11 288 057	0,03%	3,60%	Frankfurt
Kuribayashi Steamship Co Ltd	300 000	6 010 011	191,00	JPY	3 566 652	-2 443 360	0,01%	2,35%	Tokyo
Bidvest Group Ltd	19 643	1 544 752	129,00	ZAR	1 990 415	445 663	0,01%	0,01%	Johannesburg
Summa kapitalvaror, service och transport		**2 732 700 436**			**2 828 875 840**	**96 175 404**	**8,56%**		
Inkomstberoende konsumtionsvaror									
LG Electronics Inc Pref	3 137 110	848 074 070	50 000	KRW	784 504 940	-63 569 130	2,37%	18,25%	Seoul
Hyundai Motor Company Pref (2pb)	3 589 600	570 521 507	43 000	KRW	771 987 812	201 466 305	2,34%	9,54%	Seoul
Hyundai Motor Pref (1p)	3 193 370	505 581 721	42 000	KRW	670 802 176	165 220 455	2,03%	12,72%	Seoul
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	3 812 836	136 427 372	23,23	USD	513 187 213	376 759 841	1,55%	1,37%	London Int.
Great Wall Motor Co Ltd	42 940 188	147 469 611	9,68	HKD	310 706 612	163 237 002	0,94%	10,39%	Hong Kong
Shangri-la Asia Ltd	14 800 812	126 234 081	14,60	HKD	161 528 662	35 294 580	0,49%	0,51%	Hong Kong
Mitra Adiperkasa Tbk Pt	49 105 500	21 274 860	620,00	IDR	18 644 404	-2 630 456	0,06%	2,96%	Jakarta
China Ting Group Hldgs Ltd	17 792 000	37 213 002	1,25	HKD	16 624 400	-20 588 602	0,05%	0,85%	Hong Kong
Convenience Retail Asia Ltd	2 810 000	4 725 719	2,00	HKD	4 200 950	-524 769	0,01%	0,38%	Hong Kong
Summa inkomstberoende konsumtionsvaror		**2 397 521 944**			**3 252 187 169**	**854 665 225**	**9,84%**		
Defensiva konsumtionsvaror									
Yazicilar Holding AS	9 654 470	239 353 575	9,60	TRY	358 636 528	119 282 953	1,09%	6,03%	Istanbul
Efes Breweries International NV GDR	3 421 682	198 275 976	13,00	USD	257 727 932	59 451 955	0,78%	8,09%	London Int.
Marine Harvest ASA	57 780 000	204 172 557	4,23	NOK	244 467 180	40 294 623	0,74%	1,62%	Oslo
PZ Cussons Plc	9 593 314	159 625 786	2,70	GBP	242 273 869	82 648 083	0,73%	2,24%	London
Chaoda Modern Agriculture	37 514 000	199 380 308	8,30	HKD	232 746 234	33 365 926	0,70%	1,23%	Hong Kong
Shoprite Holdings Ltd	4 285 424	152 318 197	65,22	ZAR	219 543 600	67 225 403	0,66%	0,79%	Johannesburg
Kulim Malaysia Berhad	16 875 100	213 083 213	7,55	MYR	214 600 028	1 516 815	0,65%	5,30%	Kuala Lumpur
Podravka Prehrambena Ind Dd	406 584	111 935 175	295,96	HRK	136 856 520	24 921 345	0,41%	7,50%	Zagreb
Pivovarna Lasko	499 286	138 711 783	26,00	EUR	107 780 320	-30 931 463	0,33%	5,80%	Ljubljana
East African Breweries Ltd	7 563 846	80 416 428	145,00	KES	83 842 737	3 426 309	0,25%	0,96%	Nairobi
Cosan Ltd-class A shares	1 612 500	78 951 127	8,70	USD	81 282 577	2 331 451	0,25%	0,92%	New York
Magnit Ojsc-spon GDR Regs	736 511	42 616 882	15,85	USD	67 637 414	25 020 532	0,20%	0,17%	London Int.
Royal Unibrew A/S	289 486	44 300 569	139,00	DKK	44 906 226	605 657	0,14%	2,58%	København
United Intl Enterprises	60 000	8 509 583	430,00	DKK	28 792 800	20 283 217	0,09%	1,17%	København
Summa defensiva konsumtionsvaror		**1 871 651 158**			**2 321 093 965**	**449 442 807**	**7,02%**		

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Antal	Köpvärde NOK	Marknadskurs	Valuta	Marknadsvärde NOK	Orealiserad vinst/ förlust	Andel av fonden	Ägarandel i bolag/ aktieklass	Börs
Läkemedel									
Richter Gedeon Nyrt	644 343	669 236 293	42 900	HUF	849 323 940	180 087 647	2,57%	3,46%	Budapest
Stada Arznemittel AG	2 371 437	341 088 433	24,20	EUR	476 478 916	135 390 483	1,44%	4,03%	Frankfurt
Hanmi Pharm Co Ltd	602 039	243 472 628	128 000	KRW	385 416 666	141 944 039	1,17%	6,31%	Seoul
China Shineway Pharmaceutical	24 915 000	92 170 986	14,54	HKD	270 792 415	178 621 429	0,82%	3,01%	Hong Kong
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	21 600 000	147 052 388	2,50	TRY	208 953 000	61 900 612	0,63%	3,94%	Istanbul
Eczacibasi Yatirim Holding	3 436 363	39 761 197	4,84	TRY	64 357 512	24 596 315	0,19%	4,91%	Istanbul
Yuyu Pharma Incorporated	302 070	37 810 734	5 870	KRW	8 868 326	-28 942 408	0,03%	5,18%	Seoul
Summa läkemedel		**1 570 592 657**			**2 264 190 775**	**693 598 118**	**6,85%**		
Bank och finans									
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul Pref	26 745 800	477 824 121	14,70	BRL	1 317 096 921	839 272 800	3,98%	13,37%	Sao Paulo
Standard Chartered Plc	7 756 091	891 538 690	15,75	GBP	1 142 608 905	251 070 215	3,46%	0,38%	London
Haci Omer Sabanci Holding AS	21 740 108	380 040 549	5,75	TRY	483 709 250	103 668 702	1,46%	1,14%	Istanbul
Efg-hermes Holding SAE	11 320 504	333 337 500	25,20	EGP	301 394 834	-31 942 666	0,91%	2,96%	Egypt
A.F.P. Provida SA ADR	1 105 000	215 597 777	45,16	USD	289 131 029	73 533 253	0,87%	5,00%	New York
JSE Limited	5 694 251	214 587 788	60,28	ZAR	269 622 443	55 034 656	0,82%	6,69%	Johannesburg
Kiwoom Securities Co Ltd	1 086 290	203 474 109	42 000	KRW	228 187 055	24 712 946	0,69%	4,92%	Seoul
Asya Katilim Bankasi AS	16 354 245	105 844 125	3,46	TRY	218 958 319	113 114 194	0,66%	1,82%	Istanbul
Korean Reinsurance Co	4 250 022	163 294 519	9 860	KRW	209 586 847	46 292 329	0,63%	3,73%	Seoul
Ishares FTSE/Xinhua China 25	854 000	175 663 714	42,26	USD	209 105 692	33 441 978	0,63%	0,36%	AMEX
Nordnet AB	7 813 199	108 492 261	23,60	SEK	149 449 308	40 957 046	0,45%	4,68%	Stockholm
Tisco Financial Group Nvdr	33 196 800	123 313 156	24,20	THB	139 258 883	15 945 727	0,42%	4,57%	Bangkok
Yapi Ve Kredi Bankasi AS	10 911 386	121 599 585	3,28	TRY	138 486 875	16 887 289	0,42%	0,25%	Istanbul
Vtb Bank Ojsc GDR	4 674 615	118 712 785	4,72	USD	127 839 875	9 127 090	0,39%	0,09%	London Int.
Polaris Securities Co Ltd	35 096 641	83 936 887	19,05	TWD	121 107 239	37 170 351	0,37%	1,64%	Taipei
Kim Eng Holdings Ltd	14 534 000	106 751 232	2,01	SGD	120 504 911	13 753 679	0,36%	2,42%	Singapore
KGI Securities Co Ltd	35 000 000	84 755 262	19,00	TWD	120 456 770	35 701 508	0,36%	1,09%	Taipei
MBK Development Plc	10 000 000	108 590 242	65,00	THB	112 674 250	4 084 008	0,34%	5,30%	Bangkok
Aberdeen Asset Management Plc	7 134 379	66 302 229	1,34	GBP	89 420 095	23 117 865	0,27%	0,71%	London
Aksigorta AS	4 112 663	48 261 662	5,20	TRY	82 752 537	34 490 875	0,25%	1,34%	Istanbul
Ghana Commercial Bank Ltd	17 439 804	84 271 562	0,74	GHS	52 218 362	-32 053 201	0,16%	6,58%	Ghana
Trimegah Securities Tbk Pt	350 000 000	50 389 802	175,00	IDR	37 508 765	-12 881 037	0,11%	9,58%	Jakarta
Tisco Financial - Foreign	8 500 000	32 230 911	24,20	THB	35 657 066	3 426 156	0,11%	1,17%	Bangkok
Diamond Bank Plc GDR	1 022 167	57 329 221	4,95	USD	29 316 056	-28 013 165	0,09%	0,71%	London Int.
Aberdeen Asset Management Plc Pref	939	11 208 364	1 420	GBP	12 471 770	1 263 406	0,04%	1,17%	London
Kiwoom Securities Co Rights	139 430	-	15 300	KRW	10 669 488	10 669 488	0,03%	4,92%	Seoul
EFG-Hermes Holding GDR	116 893	6 345 492	9,20	USD	6 230 958	-114 534	0,02%	0,06%	London Int.
Summa bank och finans		**4 373 693 547**			**6 055 424 504**	**1 681 730 956**	**18,32%**		
Informationsteknologi									
Samsung Electronics Co Ltd Pref	557 495	1 375 394 197	525 000	KRW	1 463 848 768	88 454 571	4,43%	2,44%	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	502 317	489 380 761	222,25	USD	646 841 889	157 461 128	1,96%	1,10%	London Int.
Satyam Computer Services Ltd	4 500 000	199 639 269	98,15	INR	54 988 537	-144 650 732	0,17%	0,38%	Bombay
Ericsson Nikola Tesla	24 603	28 293 831	1 340	HRK	37 481 156	9 187 325	0,11%	1,85%	Zagreb
Summa informationsteknologi		**2 092 708 057**			**2 203 160 350**	**110 452 293**	**6,67%**		
Telekom									
Sistema JSFC GDR	14 210 989	1 088 460 755	21,25	USD	1 749 692 493	661 231 738	5,29%	3,06%	London Int.
Bharti Airtel Ltd	19 324 305	885 063 727	329,75	INR	793 337 602	-91 726 125	2,40%	0,51%	National India
PT Indosat Tbk ADR	4 049 805	690 544 386	25,11	USD	589 195 357	-101 349 029	1,78%	3,73%	New York
Total Access Telecommunication Plc	15 933 600	36 013 612	35,75	THB	98 741 854	62 728 242	0,30%	0,67%	Singapore
Total Access Telecommunication Nvdr Plc	12 000 000	61 879 528	35,75	THB	74 365 005	12 485 477	0,22%	0,51%	Bangkok
Safaricom Ltd	60 000 000	27 459 254	4,55	KES	20 869 758	-6 589 496	0,06%	0,15%	Nairobi
Summa telekom		**2 789 421 262**			**3 326 202 069**	**536 780 807**	**10,06%**		
Nyttotjänster									
Centrais Eletricas Brasileiras SA Pref	19 949 600	1 327 805 610	31,72	BRL	2 119 884 395	792 078 785	6,41%	8,78%	Sao Paulo
Centrais Eletricas Brasileiras SA	1 053 000	79 564 274	36,34	BRL	128 191 167	48 626 893	0,39%	0,12%	Sao Paulo
Summa nyttotjänster		**1 407 369 884**			**2 248 075 562**	**840 705 678**	**6,80%**		
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[1]		**23 154 698 051**			**30 015 968 686**	**6 861 270 635**	**90,81%**		

Andelskurs per den 31 december 2009 470,9718

[1] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

SKAGEN Høyrente

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Ränte-regleringstidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
Kredittforeningen for Sparebanker	26.02.2010	2,34	26.02.2010	90 000 000	89 791 800	2,10	0,15	100,05	198 900	90 041 940	90 240 840	250 140	2,57%	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	04.06.2010	2,49	04.03.2010	75 000 000	75 213 750	2,17	0,17	100,16	140 062	75 118 950	75 259 012	-94 800	2,14%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.06.2010	2,09	09.03.2010	68 000 000	68 035 760	2,11	0,18	100,01	86 851	68 008 772	68 095 623	-26 988	1,94%	5
Helgeland Sparebank	23.02.2010	2,35	23.02.2010	50 000 000	49 979 600	2,09	0,14	100,05	124 028	50 022 850	50 146 878	43 250	1,43%	5
Sparebanken Pluss	24.08.2010	2,19	24.02.2010	30 000 000	30 064 500	2,03	0,15	100,13	67 525	30 038 850	30 106 375	-25 650	0,86%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2010	2,35	30.03.2010	25 000 000	25 000 000	2,22	0,24	100,09	1 632	25 022 575	25 024 207	22 575	0,71%	5
Sparebank 1 Nordvest	25.05.2010	2,12	23.02.2010	20 000 000	20 008 000	2,11	0,15	100,03	44 756	20 006 020	20 050 776	-1 980	0,57%	5
Sparebanken Pluss	29.03.2010	2,57	29.03.2010	14 000 000	14 034 860	2,21	0,24	100,1	1 999	14 013 930	14 015 929	-20 930	0,40%	5
Helgeland Sparebank	27.09.2010	2,38	29.03.2010	7 000 000	7 018 620	2,19	0,23	100,17	1 388	7 012 005	7 013 393	-6 615	0,20%	5
Industriobligationer														
Nortura BA	16.02.2010	3,52	16.02.2010	110 000 000	110 159 700	2,53	0,13	100,13	484 000	110 147 620	110 631 620	-12 080	3,15%	6
Felleskjøpet Agri BA	24.06.2010	3,38	24.03.2010	100 000 000	100 000 000	3,39	0,22	100,05	28 167	100 045 600	100 073 767	45 600	2,85%	6
Norwegian Property 7/10	22.03.2010	2,81	22.03.2010	81 500 000	80 682 950	4,52	0,21	99,65	57 254	81 215 646	81 272 900	532 696	2,31%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	11.03.2010	3,02	11.03.2010	45 000 000	45 000 000	2,25	0,19	100,16	75 500	45 071 010	45 146 510	71 010	1,28%	6
Industricertifikat														
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	11.11.2010	2,39	11.02.2010	49 000 000	49 003 600	2,46	0,11	100,01	162 653	49 003 724	49 166 377	124	1,40%	6
Finanscertifikat														
Nordea Bank Norge	02.07.2010	1,89	04.01.2010	50 000 000	50 003 500	1,96	0,01	99,99	236 250	49 996 000	50 232 250	-7 500	1,43%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	01.10.2010	1,97	04.01.2010	25 000 000	25 000 000	1,96	-	100,04	124 493	25 009 000	25 133 493	9 000	0,71%	5
Sparebank 1 SMN	22.03.2010	2,56	22.03.2010	25 000 000	25 081 000	2,19	0,22	100,09	16 000	25 023 300	25 039 300	-57 700	0,71%	5
Sparebanken Sør	05.05.2010	2,19	05.02.2010	10 000 000	10 015 900	2,03	0,10	100,07	34 067	10 007 380	10 041 447	-8 520	0,29%	5
Energicertifikat														
Agder Energi AS	30.03.2010	2,83	30.03.2010	125 000 000	125 102 500	2,30	0,24	100,14	9 826	125 180 000	125 189 826	77 500	3,56%	6
BKK	31.03.2010	2,85	31.12.2009	115 000 000	115 313 835	2,29	0,24	100,15	-	115 177 675	115 177 675	-136 160	3,27%	6
Vardar AS	28.05.2010	2,90	26.02.2010	50 000 000	49 992 500	2,63	0,16	100,13	124 861	50 065 500	50 190 361	73 000	1,43%	6
Statkraft AS	21.01.2010	2,98	21.01.2010	45 000 000	45 055 200	2,06	0,06	100,06	264 475	45 024 885	45 289 360	-30 315	1,29%	6
Energiobligationer														
Hafslund ASA	22.10.2010	2,20	22.01.2010	250 000 000	249 934 000	2,30	0,06	99,97	1 069 444	249 927 750	250 997 194	-6 250	7,14%	6
Statkraft AS	23.03.2010	2,82	23.03.2010	245 000 000	245 205 860	2,27	0,22	100,14	153 533	245 345 940	245 499 473	140 080	6,98%	6
BKK	23.09.2010	2,25	23.03.2010	225 000 000	224 932 500	2,32	0,22	100,01	112 500	225 018 450	225 130 950	85 950	6,40%	6
Hafslund ASA	17.11.2010	2,14	17.02.2010	75 000 000	74 977 000	2,26	0,13	99,94	196 167	74 954 100	75 150 267	-22 900	2,14%	6
E-CO Energi AS	27.04.2010	2,27	27.01.2010	42 500 000	42 367 250	2,20	0,07	100,03	174 191	42 513 770	42 687 961	146 520	1,21%	6

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Ränte-regleringstidspunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Industricertifikat														
Norsk Hydro	15.02.2010	2,37		100 000 000	99 912 000	2,14	0,12	100,03	909 041	100 028 600	100 937 641	116 600	2,87%	6
Yara International ASA	02.03.2010	2,14		70 000 000	70 000 000	2,27	0,16	99,98	119 019	69 987 400	70 106 419	-12 600	1,99%	6
Telenor ASA	22.03.2010	2,38		50 000 000	49 992 500	2,25	0,22	100,03	329 288	50 014 700	50 343 988	22 200	1,43%	6
Yara International ASA	26.02.2010	3,80		41 000 000	41 056 200	2,25	0,15	100,23	1 310 427	41 094 915	42 405 342	38 715	1,21%	6
Rieber & Søn ASA	20.05.2010	2,55		35 000 000	34 992 000	2,61	0,37	99,98	100 253	34 994 295	35 094 548	2 295	1,00%	6
Schibsted	08.02.2010	2,90		30 000 000	29 991 000	2,45	0,10	100,05	350 384	30 014 370	30 364 754	23 370	0,86%	6
Norgesgruppen ASA	04.06.2010	2,50		25 000 000	25 002 475	2,60	0,41	99,96	46 233	24 990 975	25 037 208	-11 500	0,71%	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	04.02.2010	3,95		20 000 000	19 994 000	2,10	0,09	100,17	714 247	20 034 380	20 748 627	40 380	0,59%	6
Norgesgruppen ASA	05.01.2010	2,04		15 000 000	14 999 985	2,08	0,01	100	72 937	14 999 940	15 072 877	-45	0,43%	6
Rieber & Søn ASA	25.03.2010	2,86		10 000 000	9 996 340	2,37	0,22	100,11	148 093	10 010 870	10 158 963	14 530	0,29%	6
Finanscertifikat														
Pareto Bank ASA	06.05.2010	4,15		45 000 000	45 242 550	2,91	0,34	100,41	1 222 829	45 182 700	46 405 529	-59 850	1,32%	5
Gjensidige Bank ASA	18.10.2010	3,02		25 000 000	25 000 000	2,87	0,77	100,11	93 082	25 028 175	25 121 257	28 175	0,71%	5
Energicertifikat														
Lyse Energi AS	11.06.2010	2,85		50 000 000	50 000 000	2,63	0,43	100,09	788 630	50 043 450	50 832 080	43 450	1,45%	6
Lyse Energi AS	24.08.2010	2,90		50 000 000	49 986 000	2,85	0,63	100,02	512 466	50 011 750	50 524 216	25 750	1,44%	6
Lyse Energi AS	14.01.2010	4,31		47 000 000	47 183 230	2,06	0,04	100,08	1 948 002	47 039 433	48 987 435	-143 797	1,39%	6
Vardar AS	03.05.2010	2,74		25 000 000	25 000 000	2,69	0,33	100,02	110 726	25 004 950	25 115 676	4 950	0,71%	6
Agder Energi AS	02.03.2010	2,04		25 000 000	24 998 850	2,18	0,16	99,98	40 521	24 994 700	25 035 221	-4 150	0,71%	6
E-CO Energi AS	31.03.2010	3,26		20 000 000	19 994 200	2,31	0,24	100,22	489 447	20 044 840	20 534 287	50 640	0,58%	6
Agder Energi AS	30.03.2010	3,28		18 000 000	18 079 200	2,31	0,24	100,23	446 439	18 040 932	18 487 371	-38 268	0,53%	6
Hafslund ASA	30.04.2010	3,35		15 000 000	15 060 540	2,43	0,32	100,29	337 295	15 043 170	15 380 465	-17 370	0,44%	6
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]					**2763455255**				**14 079 880**	**2764617787**	**2778697667**	**1 162 532**	**79,00%**	

Nyckeltal för portföljen

Effektiv ränta	2,48%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,23%
Duration[2]	0,15

[1] Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

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

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

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

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

[5] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på norska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2009 104,5408

Kr 116 947 580 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Ränte-regleringstidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA														
Finansobligationer														
Skandinaviska Enskilda Banken AB	04.06.2010	2,49	04.03.2010	118 000 000	118 273 400	2,17	0,17	100,16	220 365	118 187 148	118 407 513	-86 252	6,14%	5
Helgeland Sparebank	23.02.2010	2,35	23.02.2010	65 000 000	64 960 050	2,09	0,14	100,05	161 236	65 029 705	65 190 941	69 655	3,38%	5
Rygge Vaaler Sparebank	29.01.2010	2,20	29.01.2010	55 000 000	54 975 570	2,00	0,08	100,02	211 750	55 010 725	55 222 475	35 155	2,86%	5
Sparebank 1 SMN	21.09.2011	2,85	17.03.2010	50 000 000	49 802 500	2,39	0,21	100,95	59 375	50 476 300	50 535 675	673 800	2,62%	5
Sparebanken Telemark	29.03.2010	2,21	29.03.2010	50 000 000	49 905 270	2,23	0,24	100,01	9 208	50 003 550	50 012 758	98 280	2,59%	5
Sparebanken Møre	26.08.2011	2,84	26.02.2010	48 000 000	47 886 000	2,30	0,15	100,97	132 533	48 465 840	48 598 373	579 840	2,52%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.06.2010	2,09	09.03.2010	47 000 000	46 949 150	2,11	0,18	100,01	60 029	47 006 063	47 066 092	56 913	2,44%	5
Ringerikes Sparebank	22.03.2010	2,15	22.03.2010	45 000 000	44 989 905	2,20	0,22	100	26 875	45 001 665	45 028 540	11 760	2,33%	5
Sparebanken Pluss	11.03.2011	2,38	11.03.2010	32 500 000	32 230 250	2,11	0,19	100,36	42 972	32 618 300	32 661 272	388 050	1,69%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	26.02.2010	2,34	26.02.2010	32 000 000	31 860 640	2,10	0,15	100,05	70 720	32 014 912	32 085 632	154 272	1,66%	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	28.02.2011	2,55	26.02.2010	30 000 000	30 000 000	2,25	0,16	100,39	65 875	30 116 040	30 181 915	116 040	1,56%	5
Sparebank 1 Nordvest	25.05.2010	2,12	23.02.2010	30 000 000	30 012 000	2,11	0,15	100,03	67 133	30 009 030	30 076 163	-2 970	1,56%	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,05	15.03.2010	30 000 000	29 940 000	3,15	0,19	99,98	43 208	29 993 970	30 037 178	53 970	1,56%	5
Askim Sparebank	08.02.2010	2,38	08.02.2010	29 000 000	28 836 730	2,10	0,10	100,04	99 696	29 010 208	29 109 904	173 478	1,51%	5
Sparebanken Telemark	04.05.2010	2,08	04.02.2010	25 000 000	25 010 000	2,04	0,09	100,03	82 333	25 006 375	25 088 708	-3 625	1,30%	5
Surnadal Sparebank	15.09.2010	3,30	15.03.2010	24 000 000	24 254 270	2,23	0,20	100,81	35 200	24 194 760	24 229 960	-59 510	1,26%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.03.2011	2,10	09.03.2010	22 000 000	21 657 900	2,15	0,18	100	28 233	21 999 626	22 027 859	341 726	1,14%	5
Sparebanken Telemark	08.04.2011	2,84	08.01.2010	20 000 000	19 997 000	2,14	0,02	100,94	132 533	20 188 720	20 321 253	191 720	1,05%	5
Helgeland Sparebank	10.05.2010	3,09	10.05.2010	20 000 000	20 043 800	2,42	0,35	100,27	87 550	20 053 260	20 140 810	9 460	1,04%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	26.02.2010	2,16	26.02.2010	20 000 000	19 940 000	2,10	0,15	100,02	42 000	20 003 640	20 045 640	63 640	1,04%	5
Kragerø Sparebank	17.12.2010	2,71	17.03.2010	17 000 000	16 933 870	2,21	0,20	100,56	17 916	17 095 914	17 113 830	162 044	0,89%	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	2,85	17.03.2010	15 000 000	15 154 500	2,58	0,21	100,81	17 812	15 122 145	15 139 957	-32 355	0,78%	5
Sparebank 1 Hallingdal	27.06.2011	2,99	29.03.2010	15 000 000	15 000 000	2,49	0,23	100,81	3 737	15 121 245	15 124 982	121 245	0,78%	5
Surnadal Sparebank	29.10.2010	2,35	29.01.2010	15 000 000	14 991 000	2,19	0,08	100,16	61 687	15 024 705	15 086 392	33 705	0,78%	5
Opdals Sparebank	10.05.2010	2,19	10.02.2010	15 000 000	14 910 000	2,17	0,11	100,02	46 537	15 002 940	15 049 477	92 940	0,78%	5
Sparebanken Pluss	29.03.2010	2,57	29.03.2010	15 000 000	15 033 900	2,21	0,24	100,1	2 142	15 014 925	15 017 067	-18 975	0,78%	5
DnB NOR Bank ASA	10.09.2010	2,13	10.03.2010	14 500 000	14 513 300	2,05	0,18	100,08	18 016	14 511 237	14 529 254	-2 062	0,75%	5
Hønefoss Sparebank	02.03.2011	2,81	02.03.2010	12 000 000	11 976 000	2,26	0,16	100,69	27 163	12 082 416	12 109 579	106 416	0,63%	5
Sparebanken Volda Ørsta	10.05.2010	2,23	10.02.2010	12 000 000	12 001 290	2,09	0,11	100,06	37 910	12 007 488	12 045 398	6 198	0,62%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.06.2012	3,40	30.03.2010	10 000 000	10 017 000	2,65	0,23	101,88	944	10 187 840	10 188 784	170 840	0,53%	5
Sparebanken Bien AS	01.04.2011	2,47	04.01.2010	10 000 000	9 898 000	2,16	-	100,43	62 436	10 043 060	10 105 496	145 060	0,52%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	30.06.2011	2,95	30.03.2010	10 000 000	9 956 000	2,40	0,24	100,9	819	10 090 040	10 090 859	134 040	0,52%	5
Flekkefjord Sparebank	15.04.2010	2,56	15.01.2010	10 000 000	10 000 000	2,09	0,04	100,15	54 756	10 014 980	10 069 736	14 980	0,52%	5
Høland Sparebank	19.01.2010	2,16	19.01.2010	10 000 000	9 959 000	2,06	0,05	100,01	43 800	10 000 750	10 044 550	41 750	0,52%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2011	2,10	04.01.2010	10 000 000	9 960 300	2,31	0,01	99,81	53 083	9 980 860	10 033 943	20 560	0,52%	5
Helgeland Sparebank	27.09.2010	2,38	29.03.2010	10 000 000	10 026 500	2,19	0,23	100,17	1 983	10 017 150	10 019 133	-9 350	0,52%	5
Sparebanken Møre	03.02.2010	2,12	03.02.2010	9 000 000	8 984 600	2,00	0,09	100,02	30 740	9 001 494	9 032 234	16 894	0,47%	5
Sparebanken Hedmark	31.03.2010	2,45	31.12.2009	6 000 000	6 010 620	2,22	0,24	100,07	-	6 004 194	6 004 194	-6 426	0,31%	5
Sparebanken Narvik	27.09.2010	2,93	29.03.2010	5 000 000	5 028 500	2,28	0,23	100,51	1 221	5 025 630	5 026 851	-2 870	0,26%	5
Grong Sparebank	26.11.2010	2,37	26.02.2010	5 000 000	5 000 000	2,19	0,15	100,21	11 521	5 010 640	5 022 161	10 640	0,26%	5
Sparebanken Vest	03.02.2010	2,11	03.02.2010	5 000 000	4 977 250	2,00	0,09	100,02	16 997	5 000 785	5 017 782	23 535	0,26%	5
Sparebanken Narvik	15.03.2010	2,16	15.03.2010	5 000 000	4 962 600	2,24	0,20	100	4 800	4 999 995	5 004 795	37 395	0,26%	5
Bank 1 Oslo	22.06.2010	2,15	22.03.2010	5 000 000	4 995 000	2,15	0,22	100,02	2 687	5 001 070	5 003 757	6 070	0,26%	5
Finanscertifikat														
Nordea Bank Norge	02.07.2010	1,89	04.01.2010	75 000 000	75 005 250	1,96	0,01	99,99	354 375	74 994 000	75 348 375	-11 250	3,91%	5
Sparebanken Narvik	23.03.2011	2,30	23.03.2010	50 000 000	49 771 750	2,37	0,22	100,01	25 556	50 003 100	50 028 656	231 350	2,59%	5
Sparebanken Sør	05.05.2010	2,19	05.02.2010	35 000 000	34 602 500	2,03	0,10	100,07	119 233	35 025 830	35 145 063	423 330	1,82%	5
Gjensidige Bank ASA	07.09.2010	2,11	08.03.2010	30 000 000	30 006 060	2,14	0,18	100,03	42 200	30 008 850	30 051 050	2 790	1,56%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.09.2010	2,16	09.03.2010	25 000 000	25 020 820	2,09	0,18	100,08	33 000	25 020 325	25 053 325	-495	1,30%	5
Sparebank 1 SMN	22.03.2010	2,56	22.03.2010	18 000 000	18 029 775	2,19	0,22	100,09	11 520	18 016 776	18 028 296	-12 999	0,93%	5
Sparebanken Pluss	09.11.2010	2,13	09.02.2010	13 000 000	13 013 900	2,07	0,11	100,09	39 997	13 011 349	13 051 346	-2 551	0,68%	5
Fornebu Sparebank	11.01.2010	2,16	11.01.2010	9 000 000	8 969 900	2,06	0,03	100	43 200	9 000 450	9 043 650	30 550	0,47%	5
Bank 1 Oslo	01.11.2010	2,09	01.11.2010	5 000 000	5 005 200	2,03	0,09	100,11	17 126	5 005 340	5 022 466	140	0,26%	5

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Räntereglerings-tidpunkt	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs	Upplupen ränta	Marknadsvärde	Marknadsvärde inkl upplupen ränta	Orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Finansobligationer														
Sparebanken Vest	15.04.2010	5,20		47 000 000	47 919 280	2,28	0,28	100,82	1 740 932	47 383 661	49 124 593	-535 619	2,55%	5
Finanscertifikat														
Gjensidige Bank ASA	16.11.2010	3,10		50 000 000	50 000 000	2,89	0,85	100,17	191 096	50 086 900	50 277 996	86 900	2,61%	5
Sparebanken Telemark	22.01.2010	3,80		25 000 000	25 000 000	2,00	0,06	100,11	892 740	25 026 375	25 919 115	26 375	1,34%	5
Pareto Bank ASA	06.05.2010	4,15		25 000 000	25 069 000	2,91	0,34	100,41	679 349	25 101 500	25 780 849	32 500	1,34%	5
Etne Sparebank	27.01.2010	3,95		9 000 000	8 999 784	2,06	0,07	100,14	329 203	9 012 222	9 341 425	12 438	0,48%	5
Gjensidige Bank ASA	09.02.2010	3,50		9 000 000	9 031 320	2,03	0,11	100,16	280 479	9 013 986	9 294 465	-17 334	0,48%	5
Gran Sparebank	22.01.2010	3,57		5 000 000	5 000 000	2,06	0,06	100,09	167 252	5 004 410	5 171 662	4 410	0,27%	5
Summa VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]					**1462258204**				**7164795**	**1466466414**	**1473631210**	**4208210**	**76,39%**	

Nyckeltal för portföljen

Effektiv ränta	2,36%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,21%
Duration[2]	0,14

[1] Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

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

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

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

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

[5] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på norska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2009 103,8057

Kr 70 088 787 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

SKAGEN Avkastning

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallo-datum	Kupong		Ränte-regleringstidpunkt	Nominellt värde, NOK	Inköpspris, NOK	Effektiv ränta[3]	Duration[2]	Marknadskurs, NOK	Upplupen ränta, NOK	Marknadsvärde, NOK	Marknadsvärde inkl. upplupen ränta, NOK	Orealiserad vinst/förlust, NOK	Andel av fonden	Riskklass[4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA															
Finansobligationer															
DnB NOR Bank ASA	10.09.2010	2,13	NOK	10.03.2010	65 000 000	65 061 950	2,05	0,18	100,08	80 762	65 050 375	65 131 137	-11 575	4,12%	5
Sparebank 1 SR-Bank	15.07.2010	2,04	NOK	15.01.2010	54 000 000	54 039 020	1,97	0,04	100,06	235 620	54 033 750	54 269 370	-5 270	3,44%	5
BNBank ASA	27.04.2010	2,26	NOK	27.01.2010	50 000 000	50 060 000	2,13	0,07	100,05	204 028	50 025 800	50 229 828	-34 200	3,18%	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	04.06.2010	2,49	NOK	04.03.2010	50 000 000	50 110 100	2,17	0,17	100,16	93 375	50 079 300	50 172 675	-30 800	3,18%	5
Bolig- og Næringskreditt ASA	15.06.2011	2,21	NOK	17.03.2010	50 000 000	49 938 000	2,40	0,20	99,85	46 042	49 925 000	49 971 042	-13 000	3,16%	5
Sparebank 1 SMN	05.08.2014	2,95	NOK	05.02.2010	40 000 000	40 150 000	2,73	0,09	101,22	183 556	40 486 800	40 670 356	336 800	2,58%	5
Sparebanken Volda Ørsta	13.12.2010	2,67	NOK	11.03.2010	40 000 000	40 028 000	2,11	0,20	100,6	59 333	40 240 480	40 299 813	212 480	2,55%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	04.11.2013	2,57	NOK	02.02.2010	40 000 000	39 970 000	2,64	0,09	99,98	168 478	39 992 960	40 161 438	22 960	2,54%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.06.2010	2,09	NOK	09.03.2010	40 000 000	40 022 240	2,11	0,18	100,01	51 089	40 005 160	40 056 249	-17 080	2,54%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	10.02.2010	2,10	NOK	10.02.2010	34 000 000	33 993 200	2,03	0,11	100,01	101 391	34 004 114	34 105 505	10 914	2,16%	5
Sparebanken Volda Ørsta	12.12.2011	2,77	NOK	11.03.2010	30 000 000	30 255 000	2,47	0,19	100,73	46 167	30 219 480	30 265 647	-35 520	1,92%	5
Sparebanken Pluss	24.08.2010	2,19	NOK	24.02.2010	30 000 000	29 745 000	2,03	0,15	100,13	67 525	30 038 850	30 106 375	293 850	1,91%	5
Sparebank 1 SR-Bank	25.01.2012	2,41	NOK	25.01.2010	25 000 000	25 007 250	2,52	0,07	99,92	110 458	24 980 450	25 090 908	-26 800	1,59%	5
Bank 1 Oslo	03.10.2011	2,07	NOK	04.01.2010	25 000 000	24 655 000	2,26	0,01	99,75	125 062	24 936 950	25 062 012	281 950	1,59%	5
Sparebanken Telemark	29.03.2010	2,21	NOK	29.03.2010	25 000 000	24 988 000	2,23	0,24	100,01	4 604	25 001 775	25 006 379	13 775	1,58%	5
ABG Sundal Collier Norge ASA	15.11.2011	2,87	NOK	15.02.2010	25 000 000	25 000 000	6,36	0,12	94,47	89 687	23 617 400	23 707 087	-1 382 600	1,50%	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	27.02.2012	3,41	NOK	26.02.2010	20 000 000	20 432 000	2,51	0,16	102,02	64 411	20 403 920	20 468 331	-28 080	1,30%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.06.2012	3,40	NOK	30.03.2010	20 000 000	20 034 000	2,65	0,23	101,88	1 889	20 375 680	20 377 569	341 680	1,29%	5
Helgeland Sparebank	21.03.2012	2,85	NOK	17.03.2010	20 000 000	20 196 000	2,58	0,21	100,81	23 750	20 162 860	20 186 610	-33 140	1,28%	5
Skandinaviska Enskilda Banken AB	28.02.2011	2,55	NOK	26.02.2010	20 000 000	20 000 000	2,25	0,16	100,39	43 917	20 077 360	20 121 277	77 360	1,27%	5
Pareto Bank ASA	14.09.2011	3,05	NOK	15.03.2010	20 000 000	19 960 000	3,15	0,19	99,98	28 806	19 995 980	20 024 786	35 980	1,27%	5
Flekkefjord Sparebank	21.09.2012	2,67	NOK	22.03.2010	20 000 000	19 990 000	2,79	0,21	99,9	14 833	19 980 920	19 995 753	-9 080	1,27%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.01.2011	2,38	NOK	21.01.2010	18 000 000	18 040 500	2,21	0,06	100,21	84 490	18 037 602	18 122 092	-2 898	1,15%	5
Sparebanken Pluss	29.03.2010	2,57	NOK	29.03.2010	18 000 000	18 041 040	2,21	0,24	100,1	2 570	18 017 910	18 020 480	-23 130	1,14%	5
Rygge Vaaler Sparebank	29.01.2010	2,20	NOK	29.01.2010	10 000 000	10 006 500	2,00	0,08	100,02	38 500	10 001 950	10 040 450	-4 550	0,64%	5
Ringerikes Sparebank	23.09.2010	2,40	NOK	23.03.2010	10 000 000	10 020 000	2,18	0,22	100,21	5 333	10 021 180	10 026 513	1 180	0,63%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	20.05.2010	2,62	NOK	20.05.2010	8 000 000	7 856 400	2,44	0,37	100,09	23 871	8 007 336	8 031 207	150 936	0,51%	5
Finanscertifikat															
Eiendomskreditt AS	15.09.2010	2,20	NOK	15.03.2010	46 000 000	46 115 460	2,11	0,20	100,12	44 978	46 054 142	46 099 120	-61 318	2,92%	5
Sparebanken Sør	05.05.2010	2,19	NOK	05.02.2010	40 000 000	40 176 000	2,03	0,10	100,07	136 267	40 029 520	40 165 787	-146 480	2,54%	5
Sparebank 1 Buskerud-Vestfold	21.02.2011	2,18	NOK	22.02.2010	40 000 000	40 002 000	2,12	0,14	100,12	92 044	40 049 200	40 141 244	47 200	2,54%	5
Halden Sparebank	13.09.2010	2,21	NOK	15.03.2010	40 000 000	39 990 000	2,21	0,20	100,03	41 744	40 014 000	40 055 744	24 000	2,54%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	09.09.2010	2,16	NOK	09.03.2010	39 000 000	38 998 950	2,09	0,18	100,08	51 480	39 031 707	39 083 187	32 757	2,47%	5
Sparebanken Jevnaker Lunner	19.03.2010	2,24	NOK	19.03.2010	31 500 000	31 566 150	2,18	0,21	100,03	19 600	31 508 032	31 527 632	-58 117	2,00%	5
Landkreditt Bank AS	23.05.2011	2,14	NOK	23.02.2010	30 000 000	29 993 100	2,21	0,14	99,97	67 767	29 990 940	30 058 707	-2 160	1,90%	5
Tolga-Os Sparebank	02.06.2010	2,17	NOK	02.03.2010	30 000 000	30 000 000	2,20	0,16	100,01	52 442	30 001 560	30 054 002	1 560	1,90%	5
Gjensidige Bank ASA	07.09.2010	2,11	NOK	08.03.2010	30 000 000	30 006 060	2,14	0,18	100,03	42 200	30 008 850	30 051 050	2 790	1,90%	5
Sparebank 1 SMN	22.03.2010	2,56	NOK	22.03.2010	30 000 000	29 862 300	2,19	0,22	100,09	19 200	30 027 960	30 047 160	165 660	1,90%	5
Sparebanken 1 Gruppen	14.06.2010	2,25	NOK	15.03.2010	15 000 000	15 052 500	2,14	0,20	100,07	15 937	15 010 860	15 026 797	-41 640	0,95%	5
Aurskog Sparebank	06.07.2010	2,13	NOK	06.01.2010	10 000 000	10 004 700	2,07	0,02	100,04	50 883	10 003 690	10 054 573	-1 010	0,64%	5
Fornebu Sparebank	11.01.2010	2,16	NOK	11.01.2010	10 000 000	9 998 500	2,06	0,03	100	48 000	10 000 500	10 048 500	2 000	0,64%	5
Sparebanken Narvik	23.03.2011	2,30	NOK	23.03.2010	10 000 000	10 000 000	2,37	0,22	100,01	5 111	10 000 620	10 005 731	620	0,63%	5
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA															
Utländska statsobligationer															
Ungerska staten	24.02.2017	6,75	HUF		2 100 000 000	62 327 202	7,89	5,12	2,92	3 692 338	61 282 661	64 974 999	-1 044 540	4,11%	2
USA staten inflationsbeskyddad	15.01.2028	1,75	USD		11 250 000	66 470 816	2,01*)	15,06	554,62	535 666	64 186 450	64 722 116	-2 284 365	4,10%	3
Den europeiske investeringsbanken	02.03.2015	-	TRY		28 000 000	50 039 106	10,61	4,67	229,49	-	64 258 179	64 258 179	14 219 073	4,07%	1
Mexikanska staten	20.11.2036	10,00	MXN		115 000 000	59 486 623	8,89	9,59	50,15	98 332	57 676 117	57 774 449	-1 810 506	3,66%	3
Syd Afrikanska staten	31.03.2036	6,25	ZAR		82 000 000	46 722 558	8,94	10,16	57,95	1 005 403	47 521 307	48 526 711	798 749	3,07%	3
Finansobligasjoner															
Sparebanken Vest	15.04.2010	5,20	NOK		25 000 000	24 657 500	2,28	0,28	100,82	926 027	25 204 075	26 130 102	546 575	1,65%	5
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ[5]						**1 519 068 724**				**8 944 968**	**1 529 581 713**	**1 538 526 681**	**10 512 989**	**97,43%**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	2,62%
Effektiv ränta till kunder[1]	2,12%
Duration[2]	1,80

[1] Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

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

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

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

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

[5] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 31 december 2009 125,0972

Kr 0 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna 31 december 2009.

*) Effektiv realränta

SKAGEN Tellus

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela NOK)

Värdepapper	Förfallo-datum	Kupong	Valuta	Nominellt värde, NOK	Inköps-pris, NOK	Effektiv ränta [3]	Duration [2]	Marknads-kurs, NOK	Upplupen ränta, NOK	Marknads-värde, NOK	Marknadsvär-de inkl. upplup-en ränta, NOK	Orealiserad vinst/ förlust, NOK	Andel av fonden	Risk-klass [4]
RÄNTEPAPPER MED FAST RÄNTA														
Utländska statsobligationer														
Tyska staten	12.03.2010	3	EUR	4 900 000	41 867 772	0,52	0,19	834,47	981 006	40 888 979	41 869 985	-978 793	10,35%	2
Brasilianska staten	10.01.2028	10,25	BRL	9 800 000	29 029 081	10,41	7,43	333,39	1 577 307	32 671 927	34 249 234	3 642 845	8,44%	3
USA staten inflationsbeskyddad	15.01.2028	1,75	USD	5 780 000	34 012 040	2,01[1]	15,06	554,46	275 217	32 967 728	33 242 945	-1 044 312	8,19%	3
Mexikanska staten	20.11.2036	10	MXN	61 000 000	33 114 835	8,89	9,59	50,18	52 162	30 608 710	30 660 872	-2 506 125	7,55%	3
Polska staten	25.10.2017	5,25	PLN	13 800 000	28 890 691	6,1	6,14	191,66	268 874	26 449 381	26 718 255	-2 441 310	6,58%	2
Ungerska staten	24.11.2017	6,75	HUF	894 500 000	26 940 705	8	5,8	2,86	187 693	25 578 995	25 766 688	-1 361 709	6,35%	2
Indonesiska staten	15.07.2027	10,25	IDR	40 000 000 000	22 851 331	11,05	7,13	0,06	1 143 874	23 389 250	24 533 125	537 920	6,04%	3
New Zealandska staten	15.12.2017	6	NZD	4 550 000	18 398 732	5,9	6,08	423,81	50 255	19 283 563	19 333 818	884 831	4,76%	3
Den europeiske investeringsbanken	30.03.2016	0	TRY	9 230 000	15 266 696	10,78	5,64	204,49	-	18 874 869	18 874 869	3 608 173	4,65%	1
New South Wales staten	01.03.2017	5,5	AUD	3 650 000	17 934 307	6,17	5,54	502,43	347 925	18 338 741	18 686 665	404 434	4,60%	3
Grekiska staten, inflationsbeskyddad	25.07.2030	2,3	EUR	2 900 000	18 264 340	4,49[1]	14,84	584,6	257 090	17 911 486	18 168 575	-352 855	4,46%	2
Sydafrikanska staten	31.03.2036	6,25	ZAR	30 000 000	17 567 160	8,94	10,16	57,89	367 500	17 367 897	17 735 397	-199 263	4,37%	3
Peruanska staten	12.08.2037	6,9	PEN	7 700 000	17 107 400	6,15	12,29	224,65	414 802	17 298 109	17 712 911	190 710	4,36%	3
Tyska staten, inflationsbeskyddad	15.04.2020	1,75	EUR	2 000 000	17 718 534	1,4[1]	9,28	859,88	209 230	17 380 222	17 589 452	-338 311	4,33%	2
Israelsk staten	29.04.2011	7	ILS	10 000 000	16 396 474	2,28	1,24	161,74	716 737	16 173 996	16 890 733	-222 477	4,16%	3
Hong Kong staten	08.12.2010	0	HKD	20 000 000	15 039 611	0,24	0,93	74,12	-	14 824 620	14 824 620	-214 991	3,65%	3
Norska statsobligationer														
Norska staten	15.09.2010	0	NOK	29 000 000	28 447 289	2,28	0,69	98,51	-	28 567 900	28 567 900	120 611	7,04%	2
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ [5]					**398 846 998**				**6 849 671**	**398 576 374**	**405 426 045**	**-270 624**	**99,89%**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	4,88%
Effektiv ränta till kunder[1]	4,08%
Duration[2]	6,79

[1] Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

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

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

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

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

[5] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts i en telefonbaserad internationell marknad.

Andelskurs per den 31 december 2009 106,7901

Kr 13.026.918 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utbetalningen.

*) Effektiv realränta

SKAGEN Krona

Note 8. Värdepappersportfölj per den 31 december 2009 (angett i hela SEK)

Värdepapper	Förfallodatum	Kupong	Nominellt värde	Inköpspris	Effektiv ränta [3]	Duration [2]	Marknads-kurs SEK	Marknads-värde SEK	Summa upplupen ränta orealiserad vinst/förlust	Andel av fonden	Risk-klass [4]
RÄNTEPAPPER MED RÖRLIG RÄNTA											
Industricertifikat											
Fabege AB	18.02.2010	0	16 000 000	15 930 660	0,95	0,13	99,87	15 979 648	48 988	5,03%	6
Securitas	16.02.2010	0	15 000 000	14 989 333	0,44	0,13	99,94	14 991 585	2 252	4,72%	6
Posten Norge AS	26.02.2010	0	15 000 000	14 980 120	0,47	0,16	99,93	14 989 050	8 930	4,72%	6
Lunds Energi	22.02.2010	0	15 000 000	14 966 137	0,58	0,14	99,92	14 987 400	21 263	4,72%	6
Peab Finans	15.02.2010	0	15 000 000	14 958 014	0,95	0,12	99,88	14 982 210	24 196	4,72%	6
Autoliv AB	31.05.2010	0	15 000 000	14 930 556	0,76	0,41	99,69	14 953 020	22 464	4,71%	6
Fabege AB	22.02.2010	0	12 000 000	11 970 300	0,96	0,14	99,86	11 983 332	13 032	3,77%	6
SSAB Svenskt Stål AB	26.03.2010	0	12 000 000	11 970 672	0,68	0,23	99,84	11 981 064	10 392	3,77%	6
Stena Metall Finans AB	14.01.2010	0	11 000 000	10 945 186	0,96	0,04	99,96	10 995 985	50 799	3,46%	6
Volvo Treasury	09.02.2010	0	11 000 000	10 929 963	0,58	0,11	99,94	10 993 015	63 052	3,46%	6
Scania CV AB	02.03.2010	0	10 000 000	9 989 406	0,44	0,17	99,93	9 992 700	3 294	3,15%	6
SSAB Svenskt Stål AB	22.02.2010	0	10 000 000	9 969 344	0,61	0,14	99,91	9 991 160	21 816	3,15%	6
Tekniska Verken AB	23.03.2010	0	10 000 000	9 963 136	0,41	0,22	99,91	9 990 740	27 604	3,15%	6
Arla Foods Amba	08.03.2010	0	10 000 000	9 965 883	0,94	0,18	99,83	9 982 780	16 897	3,14%	6
Arla Foods Amba	15.03.2010	0	10 000 000	9 935 645	0,96	0,20	99,81	9 980 680	45 035	3,14%	6
Vasakronan AB	18.02.2010	0	9 000 000	8 990 228	0,41	0,13	99,94	8 995 050	4 822	2,83%	6
Stena Metall Finans AB	15.02.2010	0	9 000 000	8 955 971	1,00	0,12	99,88	8 988 759	32 788	2,83%	6
SSAB Svenskt Stål AB	15.01.2010	0	8 000 000	7 976 668	0,56	0,04	99,98	7 998 176	21 508	2,52%	6
Jernhusen AB	19.04.2010	0	8 000 000	7 981 355	0,54	0,30	99,84	7 987 200	5 845	2,52%	6
Arla Foods Amba	26.02.2010	0	6 000 000	5 956 309	0,92	0,15	99,86	5 991 414	35 105	1,89%	6
Stena Metall Finans AB	04.03.2010	0	6 000 000	5 978 420	1,03	0,17	99,82	5 989 350	10 930	1,89%	6
Jernhusen AB	18.01.2010	0	5 000 000	4 988 167	0,37	0,05	99,98	4 999 100	10 933	1,57%	6
Vasakronan AB	26.01.2010	0	5 000 000	4 993 878	0,37	0,07	99,97	4 998 700	4 822	1,57%	6
Scania CV AB	02.02.2010	0	5 000 000	4 996 634	0,37	0,09	99,97	4 998 310	1 676	1,57%	6
SCA Finans AB	22.02.2010	0	5 000 000	4 995 307	0,37	0,14	99,95	4 997 320	2 013	1,57%	6
SCA Finans AB	06.04.2010	0	5 000 000	4 993 320	0,46	0,26	99,88	4 993 945	625	1,57%	6
Volvo Treasury	26.02.2010	0	4 000 000	3 971 581	0,67	0,16	99,9	3 995 832	24 251	1,26%	6
Finanscertifikat											
Landshypotek	04.01.2010	0	15 000 000	14 995 751	0,31	0,01	100	14 999 505	3 754	4,72%	5
Ikano bank	27.04.2010	0	15 000 000	14 945 449	0,84	0,32	99,73	14 959 605	14 156	4,71%	5
SBAB	26.02.2010	0	14 000 000	13 984 983	0,30	0,16	99,95	13 993 490	8 507	4,41%	5
SUMMA VÄRDEPAPPERSPORTFÖLJ [5]				**305 098 377**				**305 660 125**	**561 748**	**96,28%**	

Nyckeltal för portföljen	
Effektiv ränta	0,64%
Effektiv ränta till kunder[1]	0,44%
Duration[2]	0,16

[1] Effektiv ränta justerad för förvaltningsavgifter.

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

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

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

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

[5] För värdet av likvida medel i portföljen per den 31 december 2009, se balansräkningen.

Alla räntepapper omsätts på den svenska marknaden.

Andelskurs per den 31 december 2009 101,1153

Kr 5 885 720 ska enligt beslut delas ut till andelsägarna. Detta medför en reduktion i andelskursen, motsvarande utbetalt belopp per andel, vid tidpunkten för utdelningen-

Revisionsberättelse

PRICEWATERHOUSECOOPERS

PricewaterhouseCoopers AS
Forus Atrium
Postboks 8017
NO-4068 Stavanger
Telefon 02316
Telefaks 23 16 10 00

Revisionsberättelse för 2009

Vi har reviderat årsboksluten för värdepappersfonderna avseende räkenskapsåret 2009, vilka visar följande resultat:

SKAGEN Vekst	NOK	3 248 987 726
SKAGEN Global	NOK	6 028 241 257
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	9 451 417 122
SKAGEN Avkastning	NOK	78 428 677
SKAGEN Høyrente	NOK	150 479 293
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	86 512 305
SKAGEN Tellus	NOK	-34 655 227
SKAGEN Krona	SEK	6 142 292

Vi har också reviderat upplysningarna i årsberättelserna, förutsättningen för fortsatt drift och förslag till disposition av resultat i de enskilda fonderna. Årsboksluten består av resultaträkningar, balansräkningar, kassaflödesanalyser och noter. Bokföringslagens regler och norsk god redovisningssed har tillämpats vid upprättande av räkenskaperna. Årsboksluten och årsberättelserna har avgivits av fondbolagets styrelse. Vår uppgift är att uttala oss om årsbokslutet och övriga förhållanden i enlighet med kraven i revisorslagen.

Vi har genomfört revisionen i enlighet med lag, föreskrift och god revisionssed i Norge i enlighet med revisionsstandarder utfärdade av den norska revisorsföreningen. Det innebär att vi planerat och genomfört revisionen för att med hög men inte absolut säkerhet försäkra oss om att årsboksluten inte innehåller väsentliga felaktigheter. En revision innefattar att granska ett urval av underlagen för belopp och annan information i räkenskapshandlingarna. I en revision ingår också att pröva redovisningsprinciperna och samt att bedöma betydelsefulla uppskattningar samt att utvärdera den samlade informationen i årsberättelserna. Till den del det följer av god revisionssed, omfattar revisionen också en genomgång av fondernas förvaltning och interna kontroll. Vi mener at vår revisjon gir et forsvarlig grunnlag for vår uttalelse. Vi anser att vår revision ger oss rimlig grund för våra uttalanden nedan.

- årsboksluten har upprättats i enlighet med lag och föreskrifter för värdepappersfonder och ger en rättvisande bild över fondernas ekonomiska ställning per den 31 december 2009 och resultat för räkenskapsåret i enlighet med norsk god redovisningssed
- styrelsen har uppfyllt sin plikt att säkerställa riktig och fullständig registrering och dokumentation av räkenskapsupplysningar i enlighet med norsk lag och god bokföringssed
- upplysningarna i årsberättelserna om årsboksluten, förutsättningarna för fortsatt drift och förslag till disposition av resultat i de enskilda fonderna är konsistent med årsboksluten och i enlighet med lag och föreskrifter.

Stavanger, 27. januari 2010
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Auktoriserad revisor
Notera: Denna översättning från norska har blitt preparerat endast för information

Bidrag med engagemang

SKAGEN har under 2009 bidragit med sammanlagt tio miljoner norska kronor för att stärka det goda arbete som görs av SOS-Barnbyar, Läkare Utan Gränser och Kolibri – Children at Risk Foundation. Samarbetat de tre senaste åren har resulterat i ett stort engagemang bland SKAGENs anställda.

Representanter från SKAGEN på besök hos Läkare Utan Gränsers huvudkontor i Bryssel.

Fondförvaltningsbolaget SKAGEN AS har sedan 2006 haft ett sponsorsamarbete med SOS-Barnbyar, Läkare Utan Gränser och Kolibri – Children at Risk Foundation.

– Vi har ett stort förtroende för det arbete som dessa organisationer uträttar. De gör en framstående insats och vi ser att vårt bidrag kommer till stor nytta. Samarbetet har också skapat ett stort engagemang bland våra anställda vid alla våra kontor i Norge, Sverige och Danmark. Detta är bakgrunden till att vi fortsätter samarbetat med dessa tre organisationer, säger verkställande direktör i SKAGEN Fonder, Harald Espedal.

Barn och unga i tre världsdelar

Då sponsorsamarbetet startades valdes dessa tre humanitära organisationer därför att de gör en stor insats inom sina verksamhetsområden. SKAGENs målsättning var att öronmärka medlen till arbetet som görs för barn och unga inom tre olika geografiska områden, SOS-Barnbyars arbete i Östeuropa, Läkare Utan Gränsers arbete i Afrika och Children at Risk Foundation med sitt arbete i Brasilien, Sydamerika.

Från 2010 har SKAGEN tre hemmamarknader och det är därför naturligt att Sverige och Danmark bidragsmässigt knyts ihop tätare med de organisationer vi samarbetar med.

- Bidrag på sammanlagt fyra miljoner kronor fördelas lika mellan SOS-Barnbyar i Norge och SOS-Barnbyar i Sverige och ska gå till projekt i Östeuropa.
- Läkare Utan Gränser mottar fyra miljoner kronor för att stärka sitt arbete i Afrika och bidraget fördelas lika för Norge och Danmark.
- Children at Risk Foundation mottar sponsorbidrag på två miljoner kronor för att hjälpa barn i fattiga områden runt Sao Paulo i Brasilien.

SKAGEN bidrar till SOS-Barnbyars arbete i Östeuropa.

Långsiktigt

SKAGEN har i sin sponsorstrategi planerat för långsiktighet, där några få men stora samhällsnyttiga projekt prioriteras. Här ser vi att vi utgör en skillnad, lokalt och globalt. Utöver den långsiktiga sponsringen bidrar SKAGEN med samarbete och gåvor till barn- och ungdomsarbete, forskning och utbildning, frivilligorganisationer, friluftsliv, kulturliv och humanitärt arbete.

SKAGENs nya kontor ligger centralt placerat i Londons West End.

London nästa

I linje med SKAGENs internationella satsning, öppnas det första kontoret utanför Skandinavien. Valet har fallit på en av de mest mogna och krävande fondmarknaderna i världen.

Internationella avdelningen i SKAGEN har använt en stor del av 2009 till att förbereda öppnandet av London-kontoret under andra kvartalet 2010. Stephen Millar är vald att leda teamet i London. Trots sin ringa ålder, 40 år, har han mer än 15 års erfarenhet från branschen.

– Vår startpunkt blir existerande kunder i Storbritannien och vi håller på att bygga upp ett team med en stark och dokumenterad förmåga att ge service av högsta klass, säger Stephen Millar. Det nya kontoret kommer att ligga i Albemarle House, en ståtlig byggnad i West End i närheten av St. James's Palace.

Det här är SKAGEN Fonder

SKAGEN Fonder förvaltar aktie- och räntefonder. SKAGEN är oberoende från banker och försäkringsbolag och fokuserar på det vi kan bäst – fonder. Företaget grundades i Stavanger 1993. Det förvaltade kapitalet uppgår till cirka 110 miljarder kronor (december 2009).

SKAGEN Fonders vision och filosofi
Vår målsättning är att ge våra kunder den bästa möjliga avkastningen för den risk de tar. Vi ska också sträva efter att ge våra kunder bäst möjligt service och god kommunikation. Vi investerar i värdepapper som är undervärderade, underanalyserade och impopulära – med potential att värderas upp. Våra förvaltare kan minska risken – och skapa avkastningsmöjligheter – genom att använda sunt förnuft och fritt välja aktier i bolag i olika branscher och länder runt om i världen. Vi går vår egen väg och följer inga index. Vi är generalister i en värld präglad av specialister.

SKAGEN Fonders fondutbud
Vi startar bara fonder vi själva vill investera i. Därför är antalet fonder vi startat få. Vi har tre aktiefonder: SKAGEN Global, som är en globalfond, tillväxtmarknadsfonden SKAGEN Kon-Tiki och SKAGEN Vekst, som investerar minst hälften i norska aktier och resten i globala aktier. I Sverige marknadsför SKAGEN Fonder även den globala obligationsfonden SKAGEN Tellus och den svenska penningmarknadsfonden SKAGEN Krona.

SKAGEN Fonders framgångar
SKAGEN:s samtliga aktiefonder har med bred marginal slagit sina jämförelseindex (se sid. 2). Vi är det enda fondbolaget i Norden vars samtliga aktiefonder har högsta möjliga rating AAA från fondutvärderingsföretaget Standard & Poor's. Våra fonder har fått en rad erkännanden och utnämningar av både svenska och utländska fondratinginstitut och affärsmedier. I januari 2010 utnämndes vi till Årets Fondbolag i Sverige, dels av fondutvärderingsföretaget Morningstar tillsammans med Dagens industri och dels av affärstidningen Privata Affärer.

SKAGEN Fonder Sverige
SKAGEN Fonder upprättade en filial i Sverige med kontor i Stockholm sommaren 2004. Våren 2007 öppnade vårt Göteborgskontor. Mellan 2005 och 2009 var SKAGEN Fonder den mest valda aktiefondförvaltaren av samtliga aktörer på den svenska marknaden.

Träffa SKAGEN Fonder

STOCKHOLM

Gunnar Ekengren
Institutionell försäljning
gek@skagenfonder.se

Jonas A Eriksson
Kommunikationschef
jae@skagenfonder.se

Erik Gebro
Kapitalförvaltare
eg@skagenfonder.se

Michael Gobitschek
Institutionell försäljning
meg@skagenfonder.se

Sofia Hedberg
Kapitalförvaltare
sh@skagenfonder.se

Gunilla Hessel
Administratör
gh@skagenfonder.se

Michael Metzler
Kommunikatör
mm@skagenfonder.se

Johan Meyer
Account manager för distributörer
jm@skagenfonder.se

Fredrik Schkuj
IT-support
fs@skagenfonder.se

STOCKHOLM

Sara Stjärne
Kapitalförvaltare
ss@skagenfonder.se

Caroline Strömberg Olsson
Institutionell försäljning
cso@skagenfonder.se

Anna Svensson
Kapitalförvaltare
as@skagenfonder.se

Robert Tylestedt
Kapitalförvaltare
rt@skagenfonder.se

Joakim Uvegård
Affärstöd och compliance
ju@skagenfonder.se

Per Wennberg
VD
pw@skagenfonder.se

GÖTEBORG

Marie Lindebäck
Kapitalförvaltare
mli@skagenfonder.se

Tommy Taponen
Kapitalförvaltare
tta@skagenfonder.se

David Persson
Kapitalförvaltare
dpe@skagenfonder.se

Kontakta oss gärna.
Kundservice är bemannat måndag till fredag kl 9 – 17. Kom gärna in till våra kontor för kundrådgivning med en av våra kapitalförvaltare. Ring oss på 0200-11 22 60 eller skicka e-post till kundservice@skagenfonder.se. Vår besöksadress i Stockholm är Drottninggatan 86 och i Göteborg är det Drottninggatan 31.

INFORMATIONSTRÄFFAR

SKAGEN Fonder ordnar informationsträffar vanligtvis varannan vecka på våra kontor i Stockholm och Göteborg. Vi håller även möten runt om i landet med jämna mellanrum. Under våra möten berättar vi om vårt utbud av fonder, fondmarknaden och diskuterar frågor som gäller placeringar.

Mer information samt för anmälan till möte, gå in på **www.skagenfonder.se/infotraffar**. Vi uppdaterar möteskalendern kontinuerligt.

SKAGEN fonder

B

SVERIGE
PORTO BETALT

Box 11, 101 20 Stockholm, Sverige

Från vårt huvudkontor i Stavanger håller SKAGEN ett vakande öga på de globala finansmarknaderna. Detta gör vi för att uppfylla målsättningen att vara den bästa fondförvaltaren på marknaden. Det målet uppnår vi genom att sträva efter att erbjuda kunderna bäst möjlig riskjusterad avkastning för den risk de tar, god service, kommunikation och uppföljning.

Foto: Dag Myrestrand

Huvudkontor

SKAGEN AS
Postboks 160, 4001 Stavanger, Norge
Skagen 3, Torgterrassen
Telefon + 47 04001
Telefax + 47 51 86 37 00
Organisationsnummer: 867 462 732
www.skagenfondene.no

Kontakta kundservice

Kundservice är bemannat måndag till fredag klockan 9–17.
Kom in på något av våra ni kontor, ring eller skicka e-post,
så ska vi göra allt vi kan för att hjälpa dig.
kundservice@skagenfonder.se
www.skagenfonder.se

Telefon: 0200-11 22 60 eller 800 SKAGEN
Telefax: 08-555 979 48
Om du ringer från utlandet: +46855597900

Upplaga: 10 000
Design: Meze Design
Grafer: Blest AS
Tryck: Elanders