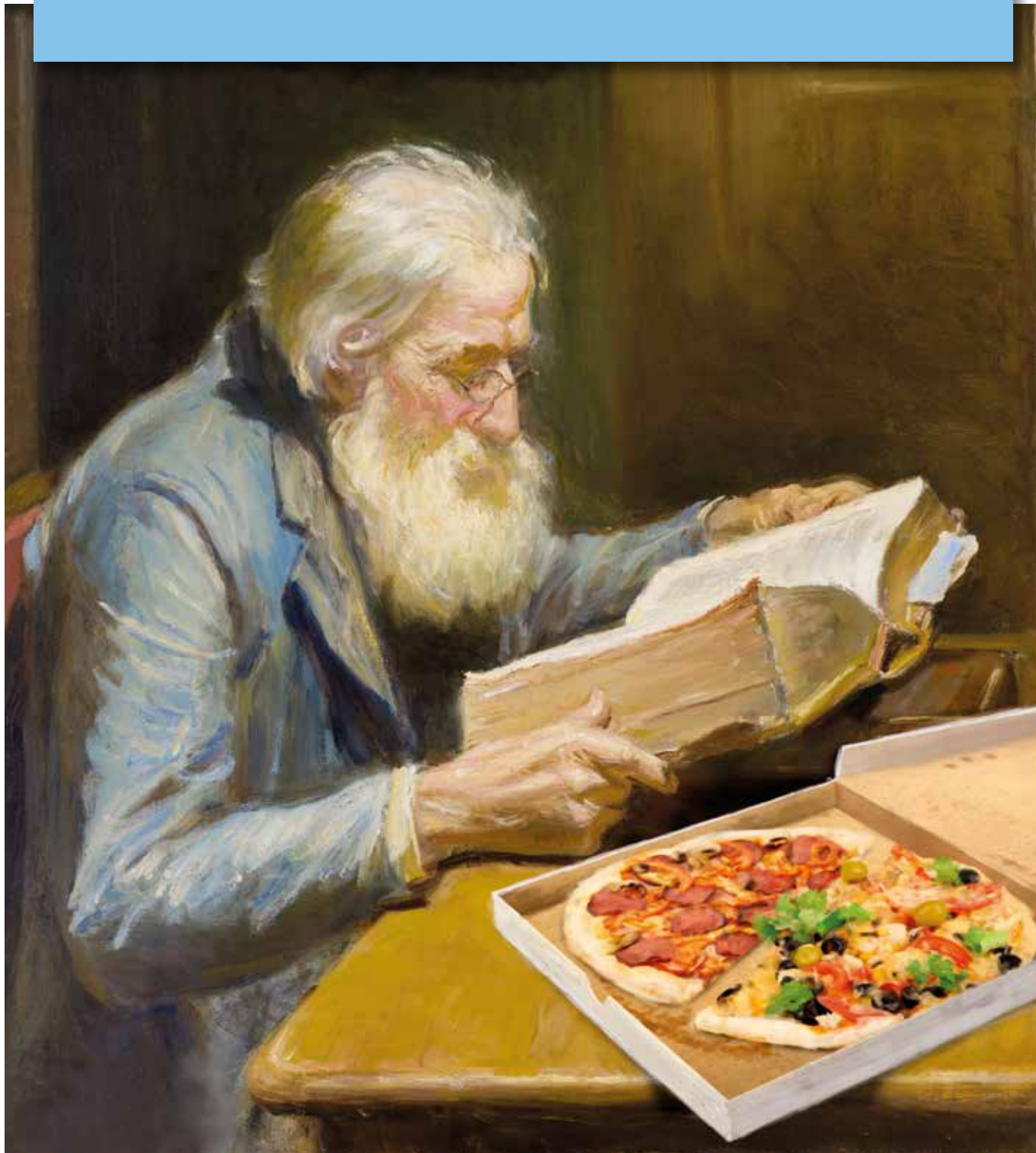


ÅRSRAPPORT 2015

SKAGEN



ET ÅR DELT I TO

VI KONCENTRERER OS OM AT FINDE VÆRDIER
UANSET HVAD MARKEDET BYDER OS

www.skagenfondene.dk

Kære læser

Hvis jeg skulle opsummere, hvad der skete i 2015 globalt, inden for Twitters 140 anslag, ville det sikkert lyde nogenlunde i denne retning: ”Grækenland. Flygtningekrise. Putin. Lave renter. ISIS. Olie. Fald i Kina. Iran-aftale. Svage vækstmarkeder. Klimaaftale. Renteforhøjelse fra Fed.”

Til gengæld vil det være næsten umuligt at redegøre for 2015 i SKAGEN i Twitter-format. Så hellere tilbyde dig en nærværende årsrapport med tusinder af nøje udvalgte ord. Vi håber at give dig en dybere forståelse af vores performance i 2015, og af, hvorledes vi forvalter vores kunders tillid – og hvordan vi ser frem mod 2016.

I maj 2015 passerede vi en milepæl i selskabets historie og bød den koncentrerede globale fond, SKAGEN Focus, velkommen. Det er blot femte gang i vores 22-årige historie, at vi lancerer en ny aktiefond.

Vores team af porteføljeformidlere er blevet styrket i løbet af året, og vi forbedrer de processer, hvormed teamet genererer investeringsidéer og fører dem ud i livet. Vi har også finjusteret, hvordan erfaringer og indsigter deles på tværs af de enkelte teams.

Et blandet billede

2015's performance tegner et broget billede. Heldigvis har SKAGEN Global under Knut Gezelius' ledelse – han overtog ansvaret i november 2014 – slået sit referenceindeks. Vi håbede også, at SKAGEN Kon-Tiki ville slå referenceindekset efter forbedret performance i anden halvdel af 2015, men det lykkedes ikke helt. Vores obligationsfonde sluttede året efter deres referenceindeks.

Vi har fortsat været vidne til markedets flokmentalitet, hvor passiv investering, vækstaktier og de udviklede markeder fortsat var på mode. Det kan måske virke, som om vi bare venter på, at vores aktive investeringsstil skal få et comeback. Men hvis vores måde at investere på altid var højeste mode, ville det være vanskeligt, om ikke umuligt, at finde upopulære investeringsidéer. Jeg vil argumentere for, at aktive investorer som SKAGEN over tid drager fordel af det stigende antal passive investorer i markedet.

Sund fornuft-tilgang

Det er et faktum, at vores fonde har slået deres respektive referenceindekser i et imponerende antal kalenderår. Vores mål er ikke nødvendigvis at slå et bestemt referenceindeks hver eneste 12-måneders-periode, men at opnå merafkast på langt sigt. Man bør huske på Benjamin Graham, som mange anser for valueinvesteringens fader. Han mente, at aktiemarkedet på kort sigt er en ”voting machine”, men på langt sigt en ”weighing machine”. Kort sagt, så mente Graham, at markederne på langt sigt måler et selskabs egentlige værdi, substans og aktiekurs og ikke blot reproducerer markedets uforudsigelige, kortsigtede mening om, hvilke selskaber, der er populære eller upopulære.

Vi venter altså ikke på, at vores investeringsfilosofi igen skal blive populær – vores sund fornuft-tilgang til investering og dens meritter har aldrig været væk. Vi trives med at være langsigtede,

takket være markedets indimellem svigtende evne til korrekt prisfastsættelse af aktiverne. Som vores investeringsdirektør, Ole Søeberg, skrev i årsrapporten sidste år, vil den finansielle tyngdelov før eller siden sikre, at selskaber bliver belønnet for deres værdiskabelse. Og da bliver vi også belønnet for vores kontrære tilgang, og for, at vi har valgt ikke at følge med flokken.

En retning for fremtiden

SKAGENS ejerskabssituation har været et vigtigt tema i løbet af året. Vi er nu nået frem til en løsning, som vil sikre den langsigtede uafhængighed, kontinuitet og interessesammensætning, som udgør SKAGENS fundament. For nylig er der også sket ændringer på bestyrelsesniveau. Bestyrelsesformand Martin Gjelsvik er trådt tilbage efter mere end 17 år ved roret. Han har ført tilsyn med hele SKAGENS udvikling fra en lokal fondsudbyder i Norge til et europæisk investeringselskab. På vegne af alle i SKAGEN vil jeg gerne benytte lejligheden til at takke ham for indsatsen i SKAGEN på den lange rejse.

I mellemtiden er SKAGENS bestyrelse blevet udvidet fra fem til seks medlemmer, og vi byder vores to nyudnævnte medlemmer, Henrik Lisæth, ny bestyrelsesformand, og Leiv Askvig, velkommen. De kommer begge med omfattende erfaring fra finansbranchen. Vi har også sikret kontinuitet i bestyrelsen med udnævnelsen af Anne Sophie Stensrud til bestyrelsesmedlem efter 12 år som andelsejervalgt repræsentant.

Med fornyet engagement fra vores ejere, en ny bestyrelse på plads og en solid fælles forankring i SKAGENS vision, værdier og kultur, står vi stærkt. Når jeg ser på SKAGENS ansatte, har jeg en stærk overbevisning om, at alt er på plads til fortsat succes med et stærkt fokus på vores kunder i 2016 og frem.



– Leif Ola Rød
Adminstrerende direktør
SKAGEN AS



26

Hvis vi skal undgå en ekstra dosis af inflationen, kan den norske statsminister Erna Solberg (afbilledet) og andre råvareafhængige politikere blive tvunget på "afvænnning", hvis råvarepriserne fortsætter med at falde.



18

Ro russiske selskaber, madvarekæden X5 (afbilledet) og Moskow Stock Exchange var blandt de seks bedste investeringer i SKAGEN Kon-Tiki.



30

Peter Hancock, CEO of American International Group Inc. (AIG), interviewes på New York Stock Exchange. AIG har planer om at tilbagebetale \$25 milliarder til aktionærerne og afhænde aktiver i et forsøg på at øge udbyttet efter kritik af investor Carl Icahn. AIG er en af de bedste bidragydere i 2015 i både SKAGEN Focus og SKAGEN Global.

Photos: Bloomberg

Leder

Kære læser > 2
Leif Ola Rød

OM SKAGEN

Udvikling > 4
Invitation til valgmøde > 35

2015 set fra bestyrelsen > 36
Måltrettet indsats på social ansvar > 38
SKAGEN øger fokus på bæredygtighed > 39

PORTEFØLJEFORVALT- TERNES BERETNING

INDLEDNING

Et år delt i to > 6
Ole Søeberg

AKTIEFONDE

SKAGEN Kon-Tiki > 10
En ny vækst

SKAGEN Global > 14
Øget koncentration og stærke amerikanske aktier

SKAGEN Vækst > 18
Gode muligheder

SKAGEN Focus > 22
Nogle få lyspunkter i det første turbulente år

SKAGEN m² > 26
Svage vækstmarkeder og volatile valutaer

OBLIGATIONSFONDE

Makrokommentar > 30
Hvorfor varierer inflationseffekten så meget?

SKAGEN Tellus > 31
Tynget af vækstmarkeder

SKAGEN Avkastning > 32
Uroen spredte sig

SKAGEN Credit EUR > 33
Et vanskeligt år for virksomhedsobligationer

REGNSKAB OG STYRETS BERETNING

Ejerstruktur > 37

Bestyrelsens beretning > 40

Årsregnskab > 43

Revisors beretning > 66

SKAGEN søger efter bedste evne at sikre, at al information givet i denne rapport er korrekt, men tager forbehold for eventuelle fejl og udeladelser. Udtalelserne reflekterer porteføljeforvalternes syn på et givent tidspunkt, og dette syn kan ændres uden varsel.

Rapporten skal ikke forstås som et tilbud eller anbefaling om at købe eller sælge af finansielle instrumenter. SKAGEN påtager sig intet ansvar for direkte eller indirekte tab eller udgifter, som skyldes brug eller forståelse af rapporten. SKAGEN anbefaler alle, som ønsker at investere i vores fonde, at tage kontakt til en kvalificeret rådgiver på telefon 70 10 40 01 eller sende en e-mail til kundeservice@skagenfondene.dk.

Udvikling

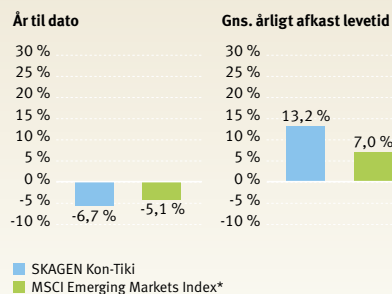
Tallene på denne side er henholdsvis opgjort den 31. december 2015 og siden fondenes start. Alle afkasttal er vedrørende andelsklasse A og opgjort i DKK.

Aktiefond

Obligationsfond

SKAGEN KON-TIKI

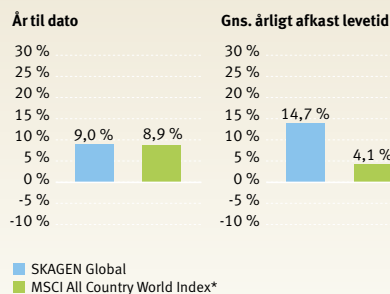
Forvalter: Kristoffer Stensrud og Knut Harald Nilsson
Start: 5. april 2002



* Før 1.1.2004 var indeks MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return)

SKAGEN GLOBAL

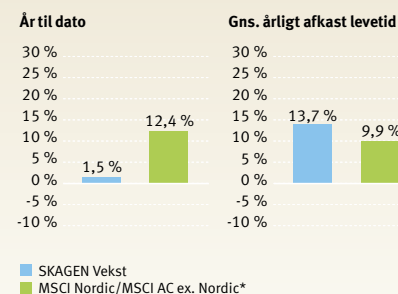
Forvalter: Knut Gezelius
Start: 7. august 1997



* Før 1.1.2010 var indeks MSCI World (NOK)

SKAGEN VEKST

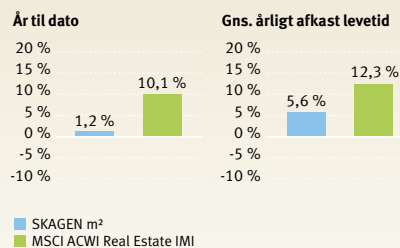
Forvaltere: Ole Søbørg og Geir Tjetland
Start: 1. december 1993



* Før 1.1.2010 var indeks OSEBX. Investeringsmandatet blev ændret 1.1.2014 (se mere side 34)

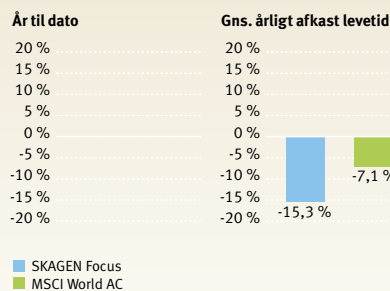
SKAGEN m²

Forvaltere: Michael Gobitschek og Harald Haukås
Start: 31. oktober 2012



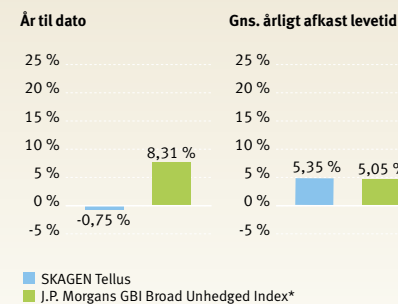
SKAGEN Focus

Forvalter: Filip Weintraub
Start: 26. maj 2015



SKAGEN TELLUS

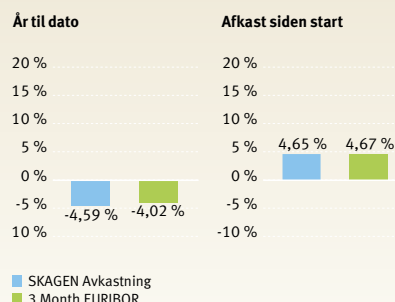
Forvalter: Torgeir Høyen
Start: 29. september 2006



* Før 01.01.2013 var indeks Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years

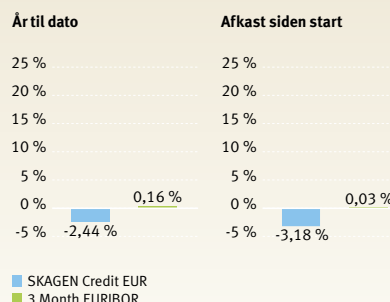
SKAGEN AVKASTNING

Forvalter: Jane Tvedt og Torgeir Høyen
Start: 16. september 1994



SKAGEN CREDIT EUR

Forvalter: Ola Sjöstrand
Start: 30. maj 2014



SKAGEN Fondene har altid anvendt udbyttejusterede sammenligningsindeks, og fondenes afkast er opgjort efter omkostninger. På side 34 finder du en oversigt over SKAGEN Fondenes nøgletal og begrebsforklaringer.

Ovenfor er vist udvalgte fonde, som SKAGEN har tilladelse til at markedsføre i Danmark. Al information om fondene i årsrapporten er opgjort i danske kroner, hvor ikke andet er angivet.

Historisk afkast er ingen garanti for fremtidig afkast. Fremtidigt afkast vil blandt andet afhænge af markedsudviklingen, porteføljevalterens dygtighed, fondens risiko, samt omkostninger. Afkast kan blive negativt som følge af kurstab.



Lavere energipriser i 2015 vil sandsynligvis udløse højere forbrug og bidrage til højere global BNP-vækst i 2016



Foto: Bloomberg

Den amerikanske centralbank, Fed, ledet af Janet Yellen. På trods af en amerikansk renteforhøjelse i december, tror SKAGEN Tellus ikke på øgede lange pengepolitiske renter grundet fortsat lav inflation.



Foto: Bloomberg

Indien og Kina forventes at være de vigtigste bidragsydere til den globale BNP-vækst i det kommende år. På billedet: Raghuram Rajan, nationalbankdirektør i Reserve Bank of India.

Investeringsdirektørens beretning

Introduktion

- › 2015 fortsatte, hvor 2014 slap – med en stærkere USD, lave renter og lavere energi- og råvarepriser.
- › Aktieafkastet bød på store udsving og betydelige regionale forskelle i 2015. Amerikanske investorer oplevede afkast fra deres globale porteføljer på minus 1,8 procent inklusive udbytte og så lidt som 1,4 procent fra deres amerikanske aktier. Alt imens EUR-baserede investorer fik 9,4 procent i afkast på deres globale porteføljer.
- › Vores hovedfonde leverede merafkast i anden halvdel af 2015, men kun SKAGEN Global slog referenceindekset for året som helhed. Vores fonde har de seneste år lidt under den lave eksponering mod USD og høj eksponering mod vækstmarkederne.
- › Trods det dystre billede i medierne har den globale velstand aldrig været højere, sundheden aldrig større, kriminaliteten relativt set aldrig været så lav, og der har aldrig før været så få krige. I tillæg er der stærk fokus på at forbedre de globale ressourcers bæredygtighed.
- › Den globale vækst forventes at blive en smule højere i 2016 end 2015. Grundlaget for fortsat lave renter og god indtjeningsudvikling er derfor til stede.

Et år delt i to

2015 er kendetegnet ved lave valutakursudsving samt et fald i energi og råvarepriser. Det havde både negative og positive konsekvenser, afhængigt af hvilke områder virksomhederne opererer i. For vores fonde var merafkastet i andet halvår ikke nok til at gøre op med et skuffende første halvår.

Begivenheder i 2015

De globale aktiemarkeder fortsatte med at stige for de fleste investorer i 2015, i overensstemmelse med konsensus fra begyndelsen af året. Men de store valutabevægelser i 2015 medførte også, at det forventede afkast udeblev for investorer, der opgør sit afkast i USD. 2015 var mere positiv for europæiske investorer. Faldet i energi- og råvarepriser er

naturligvis ikke godt for de regioner, der har aktiviteter i disse industrier. Men for det store flertal af verdens befolkning er nettoeffekten af lavere råvarepriser fordelagtig; lavere benzinpriser, materialer og fødevarer giver forbrugerne og virksomheder mere at bruge på andre ting.

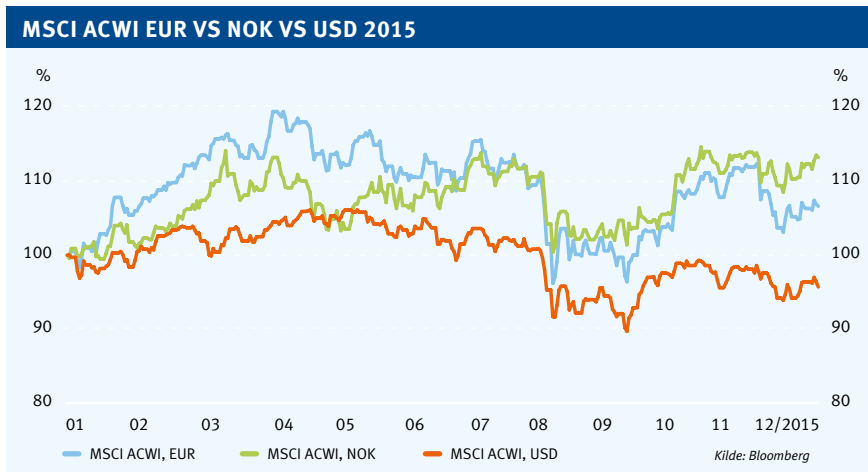
Globale aktier inklusive udbytte steg 8,7 procent i EUR og faldt 2,4 procent i USD. Vækstraten var omkring 10 procent-

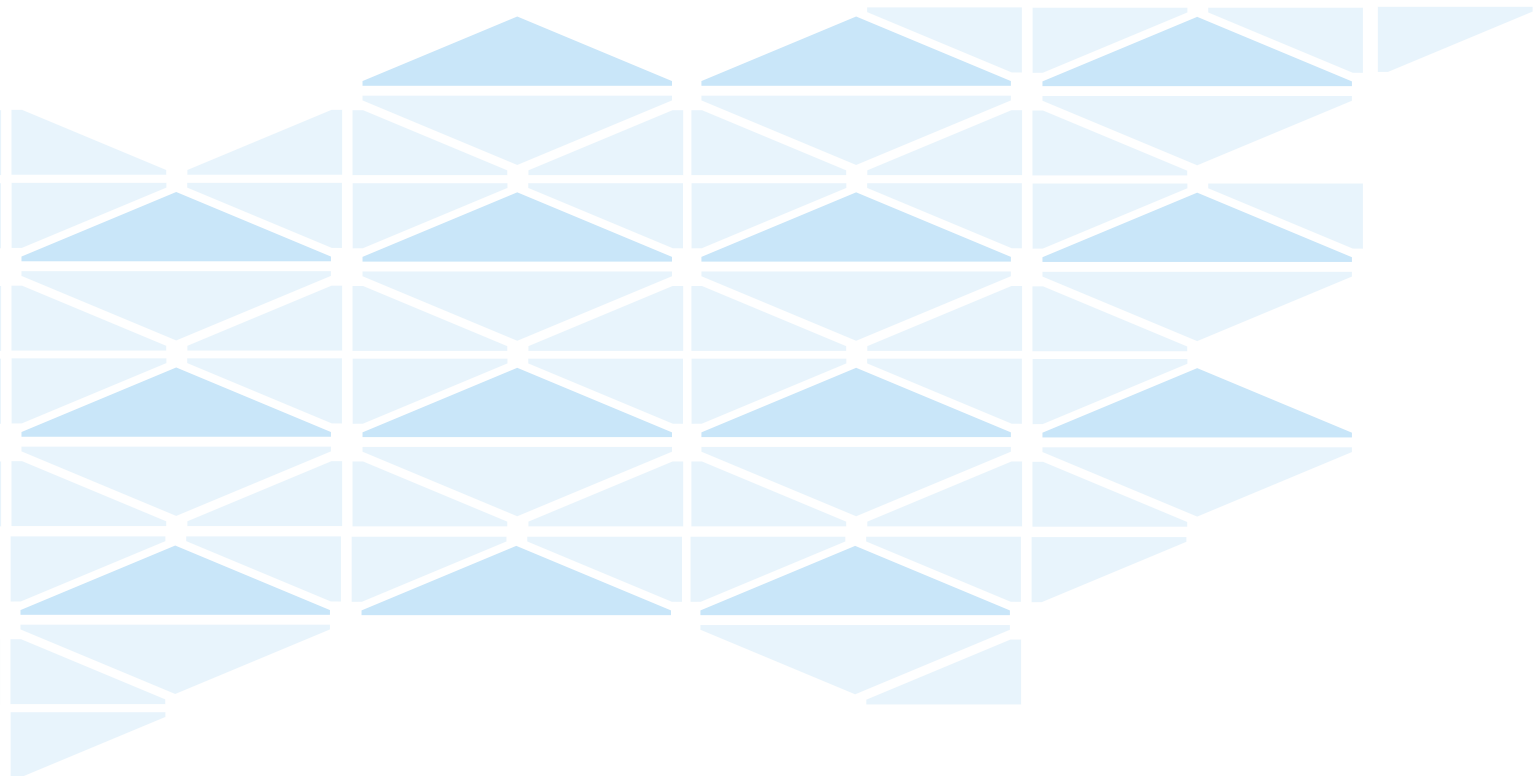
point lavere end i 2014 og på linje med den underliggende indtjeningsvækst på 8 procent. Indtjeningen i Asien og Europa svarede til eller overgik estimerne en smule, hvorimod amerikansk (herunder latinamerikansk) indtjening skuffede.

Vækstmarkederne faldt 15 procent i USD og faldt 4,9 procent i DKK, hvilket afspejlede de svage råvare- og energipriser – en af de centrale drivkræfter i mange vækstmarkeder.

2015 bød på færre overraskelser end 2014, men vi oplevede en gentagelse af bestemte temaer, herunder geopolitisk uro og klimaforhold. Krisen i Ukraine og ebola i Vestafrika tonede ud af medierne og blev afløst af flygtningekrisen i Syrien og den kinesiske ekspansion i Det Sydkinesiske Hav.

En af årets vigtigste begivenheder var klimakonferencen i Paris, COP 21, og den efterfølgende aftale om at begrænse det globale CO₂-udslip. Et andet højdepunkt var den vellykkede fusionsenergi-test, som giver forhåbninger om, at denne energiform kan blive vejen frem kommercielt. Processen bliver dog næppe klar til





produktion før 2050, så indtil da må vi klare os med andre energikilder.

Performance i SKAGENS fonde

Selv om vores hovedfonde slog deres respektive referenceindekser i anden halvdel af 2015, nåede fondene ikke de seneste års outperformance. 2015 er andet år, hvor flertallet af fondene leverede lavere afkast end deres respektive referenceindekser. (Se de enkelte fondes beretninger for mere detaljeret redegørelse.)

Performance i alle vores fonde har været påvirket af valutabevægelser, solid performance fra aktiver i USD og vækstmarkedernes skuffende performance. For aktiers vedkommende, så har værdibaseret investeringsmetode klaret sig 7,5 procent dårligere end vækstbaseret investering i 2015.

Vi står fast på vores investeringsfilosofi

Man kan spørge, om vores relative afkast i kalenderåret skyldes SKAGENS værdibaserede investeringsfilosofi eller udførelsen af den. Svaret er ingen af delene. Vi udvælger fortsat individuelle selskaber med gode forretningsmodeller, når markedskursen fortæller os, at andre investorer ikke indregner potentielt afkast og risici korrekt. Fondenes referenceindekser rummer ikke desto mindre mange store vækstselskaber, som aktiemæssigt trives godt i en verden med kvantitative lettelse (QE) eller meget lave renter fastlagt af centralbankerne, idet den nuværende nettoværdi af den fremtidige indtjening matematisk bliver meget høj. SKAGEN er ikke modstander af at investere i vækstselskaber, så længe værdifast-

sættelsen er attraktiv. Vi kan imidlertid ikke finde værdi, og følgelig heller ikke en solid buffer, for risikoen i mange af tidens mest populære investeringer.

Vender alle sten

Porteføljeforvalterteamet har i løbet af 2015 afsat tid til fornyet gennemgang af vores analyseprocesser, beslutningstagning og risikofaktorer i fondene og de enkelte investeringer. Konklusionen er, at vores investeringsfilosofi, arbejdsmetoder og eksponeringen i vores porteføljer er holdbare. Vi tester løbende, om alle vores aktieinvesteringer har en potentiel upside på 50 procent over en horisont på 2-3 år og i forhold til en downside-risiko på 20 procent. Nogle af vores investeringscases er selvsagt ikke faldet ud som planlagt. Alle både gode og dårlige lærestykker fra vores investeringer indgår efterfølgende i et retrospektivt investeringscase-bibliotek – en vigtig kilde til at sikre god arbejdsgang og merafkast på vejen frem.

Skiller sig ud fra flokken

Hvis vores porteføljer var ligesom alle andres, ville vores afkast også blive som alle andres. At være anderledes – eller kontrære – er altafgørende for os for at opnå enestående afkast over tid. Dette er vores signatur; vi er og vil altid være anderledes.

Så kan man spørge – hvornår vil vi igen levere performance i verdensklasse? De meget lave renteniveauer har skabt formidable afkast til sande vækstselskaber, og i mange tilfælde har dette forskudt sig

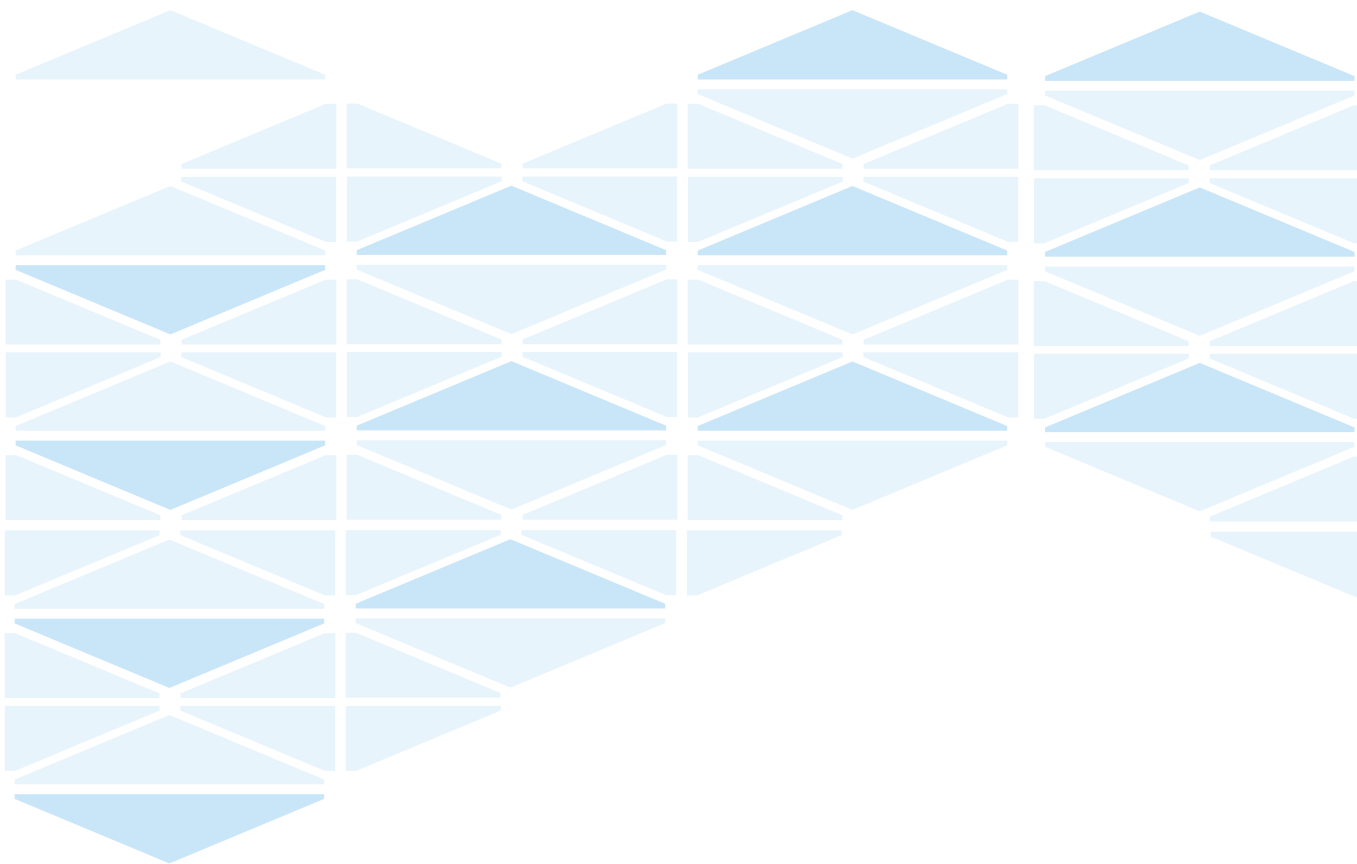
til meget høje og endda risikable værdifastsættelser. Vi har ud fra vores værdibaserede investeringsfilosofi vurderet investeringerne i vores obligations- og aktiefonde og konkluderet, at de fleste af dem er i god forfatning og i stand til at levere. Vi har trimmet eksponeringen i antallet af investeringer. Ved udgangen af 2015 var fondene således trimmet via højere koncentration, alle investeringer gennemgået med henblik på tydelige og realistiske katalysatorer til værdiskabelse, samt en opdateret risikoprofil inklusive ESG-vurdering. (Læs mere side 39).

Der findes en talemåde, ifølge hvilken 'calm seas doesn't make a skilled sailor'. De seneste fem til seks år i de finansielle markeder har budt på stabil og positiv opgang, og alle investorer har derfor fået fornuftige afkast. Spørgsmålet er nu, hvordan investorerne vil opføre sig, når vi kommer ud i rørte vande, som vi før eller siden gør.

Et mere livligt år forude

2015 var fårets år i den kinesiske kalender – et roligt dyr, som går i flok. Hen mod slutningen af 2015 blev det efterhånden klart, at nogle fåreflokke endte mere eller mindre, hvor de var startet.

Abens år begynder i starten af 2016. Aben er et livligt, intelligent og kreativt dyr. Abens år har tidligere vist sig at være et år med godt investeringsafkast, selv om perioden har været anset for noget vanskelig – aben kan lide at drille. Vi vil i 2016 sikkert få mindre korrelation mellem finansielle aktivklasser, og dette udgør en god baggrund for aktive og værdibaserede investorer som SKAGEN.



UDSIGTER FOR 2016

Antallet af medie- og investeringsrapporter for udsigterne i 2016 er overvældende og giver en god fornemmelse af, hvor konsensus ligger. Konsensus har sjældent ret, men er til gengæld en værdifuld kilde til, hvad den gennemsnitlige investor har indregnet i aktivernes kurser.

I følge IMF (Internationale Valutafond) vil den globale BNP-vækst i 2016 ligge på omkring 3,4 procent, hvor Kina og Indien vil levere størstedelen af den absolutte vækst. USA forventes at levere en vækst på 2-3 procent, og Europa og Japan forventes at nå en positiv, men uimponerende vækst på 1-2 procent. Brasilien vil være den eneste større økonomi i recession, da Rusland igen har fået fast grund under fødderne.

Konsensusopfattelsen af renter er, at de vil gå en tand op, drevet af strammere monetære forhold i USA. Europa og Japan vil fortsat have lave renter.

Selskabernes indtjening forventes at stige 8-10 procent i lokal valuta, hvortil kommer 2-3 procent i udbytte. Værdifastsættelsen for 2016 vil ligge på 15-16 gange indtjeningen, og med fortsat lave renter vil dette sandsynligvis holde stik. Men en højere rente i USA vil formentlig skabe uro.

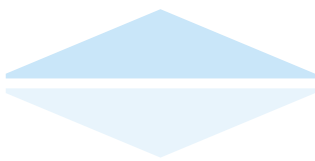
Indtjeningsvækst og værdifastsættelse afhænger af mange bevægelige faktorer, og udfaldet er aldrig sikkert. Historien viser os, at investorer må være forberedt på udsving på 15-20 procent i løbet af året.

En ting er, at konsensus kan betragtes som en vejledning for 2016. Men det, som gør investering spændende, er alle de bevægelige elementer, som kan forandre vejen foran os. Forbereder man sig klogt og forsigtigt som investor med grundig analyse, scenarietest og mønstergenkendelse fra tidligere erfaringer, kan potentielle forandringer falde ud til ens fordel. Nogle investorer ser fejlagtigt øget volatilitet som en risiko, men vi opfatter det som en mulighed for, at finansielle aktiver kan komme ned på attraktive værdifastsættelser.



Foto: Bloomberg

Selvom 2016 synes at byde på nogle stejle bakker, er der også flere muligheder i horisonten. Vi vil fortsætte med at udvælge virksomheder med gode forretningsmodeller, hvor vi ser klare katalysatorer for omvurdering. På billedet: Maria Cook, direktør for tilgængelighedsstrategier hos Google, taler på en konference i New Delhi. Google var en af de tre bedste bidragydere til SKAGEN Global i 2015.



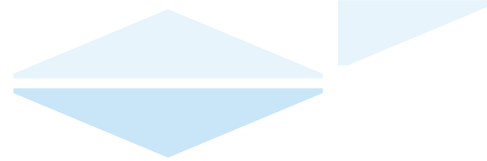
MULIGHEDER

1. Kinas nye femårsplan fokuserer på yderligere urbanisering, hvilket opmuntrer til udvikling af privat- og serviceøkonomien og motiverer til øget innovation.
2. Lave energipriser udløser højere forbrug og skubber verdens BNP-vækst op over 4 procent – en trigger til bedre kapacitetsudnyttelse i cykliske brancher og dermed øget lønsomhed.
3. De demografiske ændringer skaber langsomt mangel på kvalificeret arbejdskraft i nogle udviklede markeder, hvilket vil presse lønningerne op.
4. Råvarepriserne faldt i 2015. Men dette kan vise sig at give muligheder i 2016, idet finansielt pres i industrien kan forbedre balancen mellem udbud og efterspørgsel.



UDVIKLING, DER PÅVIRKER MANGE BRANCHER

1. Bil- og trafikikkerheden forbedres, i takt med at kameraer og sensorer forhindrer kollision. Dette vil påvirke forsikring, sundhed og automobilselskabernes indtjening på reserve-dele.
2. Yderligere skridt til at helbrede cancer og andre hidtil farlige og vanskeligt helbredelige sygdomme. Dette vil påvirke pension, arbejdsevne og behov for hospitaler.
3. Forbruget i de udviklede markeder er drevet af genanskaffelse, og nyt forbrug er ofte uhåndgribeligt og vanskeligt at foregribe i forretningsmodeller på global skala. Forbruget i vækstmarkederne er håndgribeligt og lettere at foregribe hos noterede selskaber, men også i mange henseender fragmenteret.



RISICI

1. Ringe handels- og likviditetsforhold i nogle segmenter af kapitalmarkedet kan udløse en dominoeffekt med kurstab.
2. Amerikanske investorer fik ikke afkast i 2015, så hvis tendensen går mod lavere risiko, kan selskabsobligationer, aktier, ETF'er, osv. pludselig komme ind i en nedadgående spiral. Højere korte renter i USA kan speede denne bevægelse op.
3. Lave olie- og råvarepriser skaber et finansieringsproblem i lande, som er afhængige af disse aktiver, og i finansielle institutioner med for stor eksponering mod disse sektorer.
4. Den geopolitiske uro i Mellemøsten, Det Syd kinesiske Hav og andre steder vil formentlig frembringe adskillige volatile perioder i 2016. Situationen må følges nøje med henblik på opstående muligheder.
5. Lave renter fører til ineffektiv allokering af kapital og ringe investeringsafkast, som på den anden side fører til, at uholdbare aktiver falder.



– Ole Søeberg
Investeringsdirektør



SKAGEN Kon-Tiki

Viser vej i nyt farvand

- › 2015 var et skuffende år for SKAGEN Kon-Tiki, målt i absolut afkast
- › Året var delt i to – det relative afkast blev væsentligt bedre efter sommeren
- › Kina og råvarepriser dominerer nyhedsbilledet ved indgangen til 2016. Vi er ikke særlig bekymrede

1	2	3	4	5	RISKO	7
Fondens startdato						5. april 2002
Afkast siden start						446,9 %
Gns årligt afkast siden start						13,2 %
Forvaltningskapital						28.079 mio. DKK
Antal kendte investorer						71.354
AFKAST						2015
SKAGEN Kon-Tiki						-6,7%
MSCI Emerging Markets						-5,1%

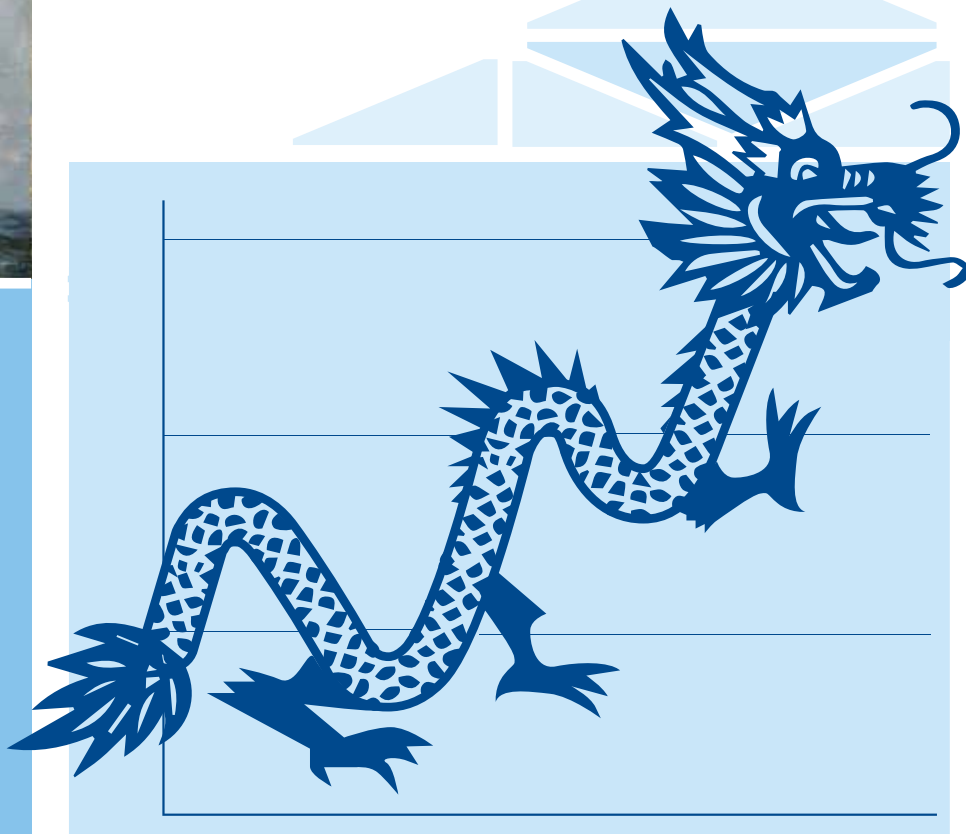
Pr. 31. december 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Kristoffer Stensrud, Knut Harald Nilsson, Cathrine Gether, Erik Landgraff og Hilde Jenssen

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Af Carl Locher. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



En ny vækst

Den generelle optimisme i første halvår blev i andet halvår afløst af usikkerhed omkring især den økonomiske udvikling i Kina, og dette er fortsat ind i 2016.

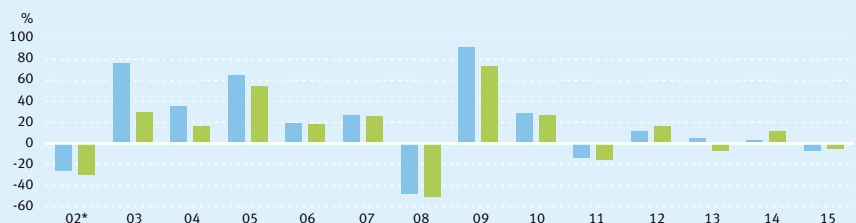
SKAGEN Kon-Tiki havde et skuffende år målt i absolut afkast. Det var på -6,7 procent, det relative afkast blev dog væsentligt forbedret i løbet af året, fra knap -6,0 procent ved halvårsskiftet til -1,6 procent ved årets slutning.

Det har kendetegnet de seneste år, at tendensen i et år er fortsat ind i starten af det næste. 2015 begyndte med, at stigningen i det kinesiske marked, som havde præget en stor del af det foregående år, fortsatte ind i 2015 og kulminerede i april. SKAGEN Kon-Tiki performede i denne periode svagere end referenceindekset, idet fonden var undervægtet i det kinesiske marked. Perioden var desuden også svag for vores koreanske investeringer, Hyundai Motor og Samsung Electronics.

Den generelle optimisme i første halvår blev i andet halvår afløst af usikkerhed omkring især den økonomiske udvikling i Kina, og dette er fortsat ind i 2016.

Valuta var ikke uden effekt i 2015. Den tidlige, negative effekt af det fortsatte fald i råvarepriserne påvirkede enkeltaktierne betydeligt og slog kraftigt igennem i mange råvareafhængige landes valutaudvikling. Relative valutabevægelser i de globale vækstmarkeder stod, som i 2014, for en betydelig del af underperformance mod de udviklede markeder. Kinesiske selskaber noteret i Hongkong var en vigtig undtagelse; her er valutaen bundet til den amerikanske dollar.

AFKAST PR. ÅR (DKK)



*Fonden startede i løbet af året SKAGEN Kon-Tiki Referenceindeks. For mere information om fondens referenceindeks se s. 34



Foto: Bloomberg

Ved indgangen til det nye aktieår er der, som sædvanlig, en række ting at bekymre sig om, fx udviklingen i Kina. Men det kan være positivt, at beskæftigelsen i Kina hidtil har været immun over for både faldende aktie- og valutakurser samt lavere industriproduktion.

KINA

Udviklingen i Riget i Midten har præget det sidste halvandet år og vil gøre det en tid endnu. I skrivende stund ser det ud til, at udviklingen i de globale vækstmarkeder også i 2016 vil være uløseligt knyttet til udviklingen i Kina. Andelen i MSCI's vækstmarkedsindeks er høj og stigende, og landet er dominerende som kunde, leverandør og konkurrent til andre vækstmarkedslande.

For SKAGEN Kon-Tiki vedkommende udnyttede vi i 2015 muligheden til at realisere gode gevinster i en del af vores kinesiske selskaber og har beholdt en lav andel af kinesiske aktier. Det skyldes, at der er en begrænset udbud af gode, undervurderede selskaber, og at de kinesiske aktiemarkeder skal tilpasse sig betydelige strukturelle forandringer. Desuden er det således, at størstedelen af de Hongkong-noterede aktier, vi har adgang til, findes i brancher, som kan blive negativt påvirket af de strukturelle ændringer, den kinesiske økonomi står foran.

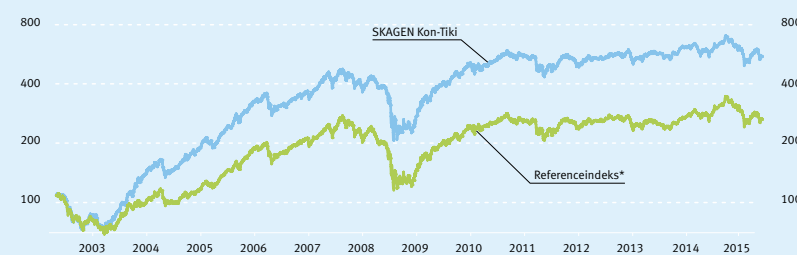
Den industrielle vækst i Kina vil formentlig forblive lav, da der savnes en større hjælpepakke fra landets myndigheder. Til gengæld ser

det ud til, at den høje vækst inden for forbrugs- og servicesektoren vil fortsætte og måske endog accelerere, hvilket stemmer overens med landets politiske og sociale målsætninger. Grundlaget synes at være til stede; opsparingen er høj, husholdningernes gæld er lav, og lønningerne er stigende. Mange er bekymrede for, at industriproduktionens svage momentum vil føre til, at landet foretager en devaluering. Men dette synspunkt er efter vores vurdering ikke umiddelbart logisk. Landet har verdens største overskud på handelsbalancen, og bytteforholdet er allerede ved at blive stærkt forbedret som følge af det globale prisfald på råvarer. En devaluering vil desuden være i modstrid med målsætninger som øget produktivitet og forbedret købekraft.

Hvad der derimod er tilfældet, er, at kinesisk valuta i øjeblikket følger en kurve, som er sammensat af flere valutaer end USD for at forhindre en uønsket kursudvikling i forhold til de fleste konkurrenter.

Udviklingen i Kina betyder derfor, at vi fortsat er forsigtige med større andele i energi- og råvareselskaber. Porteføljen er dermed for tiden i højere grad rettet mod forbrugsselskaber. Forudsætningerne kan dog hurtigt ændre sig, og så må vi skride til handling.

KURSHISTORIK SKAGEN KON-TIKI



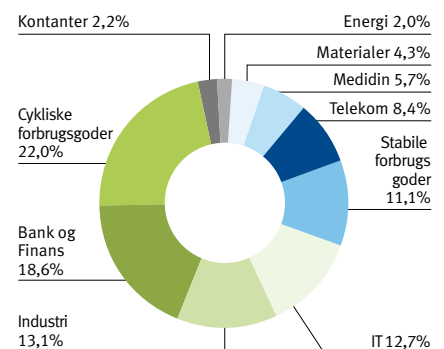
*For mere information om fondens referenceindeks se s. 34

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN KON-TIKI (PR. 31.12.2015)

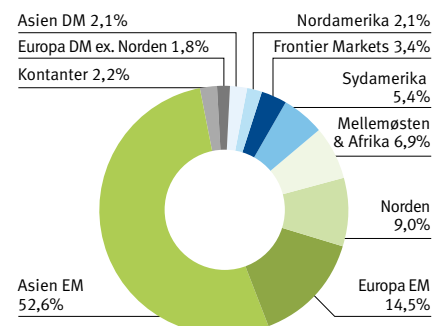
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	8,4	1 091 000	6,6	6,6	0,9	1 600 000
Hyundai Motor	8,3	103 000	4,0	4,0	0,4	200 000
Mahindra & Mahindra	5,2	1 272	17,0	13,4	2,9	2 000
State Bank of India	4,6	224	6,8	6,4	1,0	450
Sabancı Holding	4,0	8,3	6,9	5,7	0,8	14
Richter Gedeon	3,8	5 498	20,0	18,3	1,7	7 500
Bharti Airtel	3,7	340	17,0	11,3	2,2	400
ABB	3,1	153	15,3	12,7	2,7	250
Naspers	3,1	2 120	42,4	28,3	11,0	2 500
Frontline	2,3	3,0	6,4	7,5	1,6	4
X5 Retail Group	2,3	19,0	14,6	12,6	3,2	25
Great Wall Motor	2,3	9,0	7,2	7,1	2	13
Vægtet top 12	51,0		7,9	7,4	1,0	
Vægtet top 35	83,0		8,8	8,0	1,0	
Referenceindeks (MSCI EM)			12,2	10,8	1,3	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENS estimater.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



FONDENS INDRE LIV

Efter det svage investeringsresultat i 2014, tog vi i 2015 en runde med fornyet vurdering af risikoprocesserne, gennemgang af købs- og salgsdisciplinen og strammere formulerede investeringshypoteser. Det betyder ikke, at vores veletablerede investeringsfilosofi har ændret sig, men at vi har evalueret og justeret de processer, som er forbundet med udførelsen.

Vi har som resultat af gennemgangen sagt farvel til over 30 selskaber i 2015. Porteføljens koncentrationsgrad svarer nu til, hvad den var i fondens tidlige år.

SKAGEN har i løbet af 2015 også strammet op omkring udførelsen og fokuseret på miljømæssige, sociale og selskabsledelsesmæssige faktorer, også kendt som ESG. Det er vores skøn, at større vægt på disse faktorer i vores investeringsanalyse har reduceret selskabsrisikoen. Vi mener, at effekten allerede har været positiv.

2015 var også præget af, at der for første gang siden 1988 blev trukket flere penge ud, end der blev investeret i de globale vækstmarkeder. SKAGEN Kon-Tiki har også mærket til, at investorerne har trukket midler ud, men processen er gået smertefrit. Resultatet af indløsningerne er bedre fremtidig manøvredygtighed.

FYGENDE SAND

Tesen om samvariation mellem råvarer og globale vækstmarkeder har vist sig at være meget sejlivet. Vækstmarkederne bliver på gammel kolonialistisk vis betragtet som råvareleverandører, hvorimod de 'etablerede' markeder bliver kategoriseret som råvareforbrugere.

Men i det seneste årti har mange globale vækstmarkeder bevæget sig fra at være råvareeksportør til -importør. Alligevel har den gamle opfattelse bidraget til, at faldende råvarepriser har gjort vækstmarkederne endnu mere upopulære end tidligere.

Springer buk

Hvis vi ser på de enkelte vækstmarkeder, er det slående, hvor mange der tilsyneladende springer industrialiseringen over og går direkte til en dominerende servicesektor.

Måske befinder vi os ved en global korsvej. Vestens garderobeskabe er fulde, og tidens melodi er endegyldigt miljøbevidst. Men vækstmarkederne vil have mere og

bedre mad. De vil også have personlig frihed med et privat transportmiddel, men ikke nødvendigvis på samme måde som os.

Hvilket bringer os tilbage til råvarepriserne.

Vi er konfronteret med en verden, hvor brugen af råvarer falder i forhold til den globale vækst. Vækst handler nu mere om, hvornår vi når 'peak stuff'. Hvornår er garderobeskabet fuldt, og hvornår er stuen så fuld af møbler, at man ikke kan undgå at falde?

Låg på priserne

Megaboomet fra 2003 til 2011 gav, efter 25 års ørkenvandring, producenterne penge og ambitioner til at udbygge verdens kapacitet til råvareproduktion kraftigt. Fysisk ekspansion vil nu i den kommende tid lægge låg på prisstigningerne. Og til forskel fra, hvad analytikerne fortalte for et år siden, er det ikke de historiske omkostninger, som bestemmer, hvad prisen på råvarer skal være, men de fremtidige omkostninger.

Olieprisen er faldet i næsten samme takt

som omkostningerne. Løfteomkostningerne, som afspejler prisen på at håndtere en tønde eller et kilo af en råvare, er faldet endnu hurtigere.

Der er tale om en ny æra i forhold til tidligere, hvor vi opererede med mere eller mindre faste valutakurser, og hvor man devaluerede eller revaluerede efter behov. Råvareproducenter som Rusland, Canada, Australien, Brasilien – og Norge – lader valutaerne falde for at give forgældede producenter et pusterum fra den jernhårde lov om, at lavere priser fører til bedre produktivitet.

Undtagelserne

Alle disse udfordringer omkring udbud og efterspørgsel gør det svært at være optimistisk over for råvarepriserne i den kommende tid. Eneste undtagelse er landbrugsvarer. Fire år med faldende priser har gjort sit til, at kapaciteten ikke er forøget væsentligt. Efterspørgslen på gødning og plantebeskyttelsesmidler er heller ikke steget væsentligt. Vi har allerede oplevet bedre priser på palmeolie og sukker, på trods af det faktum, at de er olieerstatninger. Det er en indikation for, hvad der fremover vil ske inden for råvarer med kort cyklus.

Vi kan ikke give et punkttestimat af olieprisen i 2016. Men vi accepterer det faktum, at Saudi-Arabien er tilfreds med 30 eller 25 USD pr. tønde. Når de en dag skifter mening, gør vi det også. Vi anvender SKAGENS investeringsfilosofi og skal være pragmatiske, ikke dogmatiske. Derfor ser vi ikke bort fra, at vi i løbet af 2016 kan få adgang til exceptionelle aktiver til en god pris.

SKAGEN KON-TIKI 2015 (MIO. DKK)

5 største positive bidragydere

Samsung Electronics	485
Richter Gedeon Nyrt	454
Frontline 2012 Ltd	326
X5 Retail Group	296
Mahindra & Mahindra	213

5 største negative bidragydere

Banrisul	-446
Vale	-376
AirAsia	-336
Hyundai Motor Co	-334
State Bank of India	-282

5 største køb

Cia Brasileira de Distribuicao	497
China Shipping Development	358
Samsung SDI Co Ltd	337
Haci Omer Sabanci Holding AS	241
Petroleo Brasileiro SA	155

5 største salg

Great Wall Motor Co Ltd	-1 262
Samsung Electronics Co Ltd	-1 099
AP Moeller - Maersk A/S	-1 030
Heineken NV	-961
Casino Guichard Perrachon SA	-639

Tallene er vejledende og er baseret på en omregning fra NOK til DKK til kurs NOK 1,2887/DKK 1.



Foto: Bloomberg

BIDRAGYDERNE

De bedste bidragydere i 2015 var Samsung Electronics, Frontline og Gedeon Richter.

Samsungs indtjening i 2014 havde en negativ trend, selvom niveauet fortsat er højt. Trenden fladede ud i 2015. Den store ændring for selskabet var en forbedret aktionærpolitik med en fordobling af udbyttet og betydeligt tilbagekøb af egne aktier. Den ny politik kom især vores præferenceaktier til gode. Udsigterne for 2016 går i retning af stabil indtjening, men vi kan formentlig allerede nu se de tidlige antydninger af selskabets nye satsninger inden for elektrisk køretøjsteknologi og medicinal.

Frontline og Frontline 2012 fusionerede med Frontline som fortsættende selskab. Der blev fastlagt et fremtidigt ambitions- og udbytt niveau, som sammen med et godt tankmarked førte til en omvurdering af selskabet. Det kommende år ser lovende ud med hensyn til vurdering af NAV, god pengestrøm og pressede aktivmarkeder.

Gedeon Richter blev med nye produktlanceringer omvurderet i 2015, hvilket overskyggede markedets traditionelle bekymring over selskabets store andel af salg til Østeuropa. Servi på den videre udvikling, er der stadig et langt stykke op, før selskabets værdifastsættelse når op på niveau med tilsvarende selskaber i de udviklede markeder.

Det er værd at bemærke, at vores to russiske selskaber, X5 og Moscow Stock Exchange, nåede blandt de seks bedste placeringer sidste år. Det giver inspiration til at finde gode selskaber i kriseramte markeder. I den henseende er det en vigtig faktor, at den svage udvikling i en række vækstmarkeder skyldes valutakurser snarere end faldende aktiekurser. Værdifastsættelsen af en række vækstmarkeder er derfor ikke blevet væsentligt lavere. Ligesom de sidste to år har vi også set mange eksempler på skuffende indtjening i selskaberne. En stor del af det skyldes selvfølgelig en svagere økonomisk udvikling end forventet, men selskaberne selv har også overinvesteret og manglet kapitaldisciplin. Vi kan heldigvis i mange selskaber konstatere en positiv forandring, samtidig med at svagt afkast til investorerne har øget presset på selskabsledelser og hovedaktionærer for at forbedre selskabsledelsen.

To af de tre største negative bidragydere er ikke så overraskende fra Brasilien. Sparekassen Banrisul faldt 60 procent i lokalvaluta, men resultattallene har endnu ikke været nævneværdigt påvirket af stigende afsætninger til tab. Hovedaktionæren, staten Rio Grande do Sul, er i betalingsproblemer, og markedet er bekymret for, i hvilken grad det i sidste ende vil gå ud over de mange offent-

ligt ansatte, som har kundeforhold i banken. Dertil kommer kreditvurderingsbureauernes nedgradering af Brasiliens offentlige gæld til trash-status. Men Banrisul har overvejende privatkunder, og marginerne er solide, så værdifastsættelsen ser rekordlav ud – 3 gange indtjeningen og 34 øre pr. krone i egenkapital. Det er lavere end under finanskrisen i 2008-09. Udbytteafkastet er på hele 17,5 procent og kan udmærket hamle op med de førnævnte trash-obligationer. Vi øgede derfor vores position i slutningen af året.

Jernmalmproducenten Vale udnyttede konkurrencefordelen fra faldende valutakurser til at underbyde de globale priser på jernmalm. Det førte til frit fald i priser, indtjening, udbytte og dermed også aktiekurs. Vi affandt os med tabet på denne investering og solgte den fra, til dels også på grund af vores øgede fokus på ESG efter en voldsom mineulykke sidst på efteråret.

Vi solgte også AirAsia fra. Det stod klart, at finansieringsmulighederne for selskabets betydelige investeringsprogram ville blive svækket på grund af selskabets store krav til associerede selskaber med tvivlsom evne til kortsigtet tilbagebetaling. Aktiekursen er ganske vist kommet en del igen efter vores salg, men hellere 'safe than sorry' i tilfælde som disse – det er fortsat vores princip.

UDSIGTER

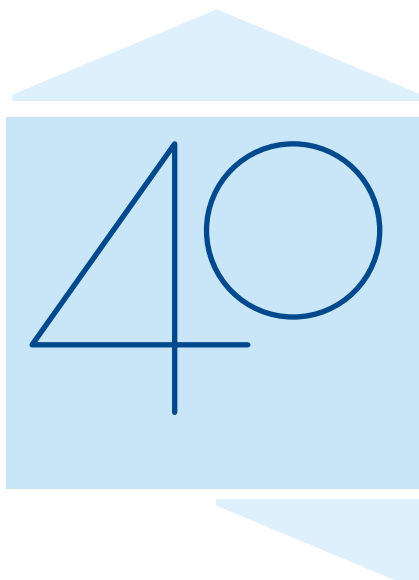
Der er afgjort mulighed for, at 2016 bliver bedre end 2015.

Globale vækstmarkeder handles i øjeblikket med betydelig, forhøjet rabat mod de industrialiserede markeder. Rabatten er 40 procent på indtjening og halv pris mod bogført egenkapital. Det skal den historieinteresserede investor helt tilbage til de sene 1990'ere for at finde. SKAGEN Kon-Tikis portefølje handles til sammenligning med endnu større rabat. Rabatten mod de globale vækstmarkeder er fortsat betryggende.

Fonden handles til 8x forventet indtjening i 2016, og 0,8x bogført egenkapital.

Efter vores vurdering bliver den potentielle upside i værdipapirporteføljen på 56 procent, hvilket ikke er langt fra vurderingen under finanskrisen. En række markeder med lav vurdering mangler dog katalysatorer til omvurdering. Historien viser imidlertid, at sådanne katalysatorer kan dukke hurtigere op end forventet.

Mens vi venter på en generel omvurdering, fortsætter arbejdet med at fokus på selskabskvaliteten. Desuden er det vigtigere for os, at kriterierne for omvurdering er selskabsspecifikke. Det har vi lagt yderligere vægt på i vores analysearbejde i løbet af 2015.



SKAGEN Global

En verden af muligheder

- › Slog referenceindekset i 2015 og har nu slået indekset i 15 ud af 19 år
- › Porteføljen er blevet koncentreret – kvaliteten er forbedret og risikoanalysen dybere
- › Fonden er godt rustet til at levere attraktivt afkast i 2016 – både absolut og relativt

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato		7. august 1997				
Afkast siden start		1150,0 %				
Gns årligt afkast siden start		14,7 %				
Forvaltningskapital		27.577 mio. DKK				
Antal kendte investorer		90.776				

AFKAST 2015

SKAGEN Global 9,0%

MSCI ACWI 8,9%

* Pr. 31. december 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Knut Gezelius, Søren Milo Christensen, Chris-Tommy Simonsen og Tomas Johansson

Fra heden nord for Skagen, 1885. Af P.S. Krøyer.
Tilhører Skagens Museum (beskåret).

Øget koncentration og stærke amerikanske aktier

SKAGEN Global genererede 9,0 procent i afkast i 2015. Fondens referenceindeks, genererede 8,9 procent i afkast i samme periode. Dermed slog SKAGEN Global sit referenceindeks med 0,1 procentpoint i 2015 og har nu leveret et højere årligt afkast end indekset i 15 ud af 19 kalenderår siden opstarten i 1997.

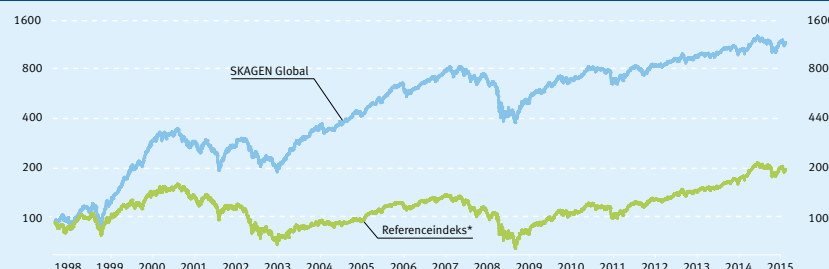
Sammenfattende har 2015 været et overgangså, hvor forvalterteamet har implementeret de forandringer til fulde, som blev påbegyndt i slutningen af 2014. Vores overordnede mål har været at øge porteføljens koncentrationsgrad, forhøje porteføljeselskabernes kvalitet og anvende en dybere risikoanalyse uden at give afkald på investeringsfilosofien. Vi kan nu konstatere, at de ovennævnte forandringer er implementeret med succes. Samtidig følger fonden fortsat sin karakteristiske valuebaserede investeringsfilosofi.

SKAGEN GLOBAL 2015 (MIO. DKK)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
General Electric	447	Merck & Co Inc	925
American International Group	445	Dollar General Corp	758
Alphabet Inc	368	G4S Plc	740
Microsoft Corp	276	General Electric Co	716
Citigroup	267	China Mobile Ltd	486
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Banrisul	-151	Renault SA	-1 078
State Bank of India	-139	Samsung Electronics Co Ltd	-869
KazMunaiGas	-137	LG Corp	-799
Lundin Mining Corp	-132	Citigroup Inc	-792
Norsk Hydro ASA	-125	China Unicom Hong Kong Ltd	-667

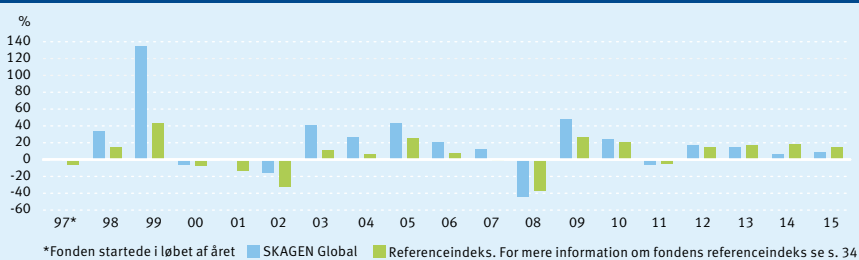
Tallene er vejledende og er baseret på en omregning fra NOK til DKK til kurs NOK 1,2887/DKK 1.

KURSHISTORIK SKAGEN GLOBAL



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 34

AFKAST PR. ÅR (DKK)



*Fonden startede i løbet af året SKAGEN Global Referenceindeks. For mere information om fondens referenceindeks se s. 34



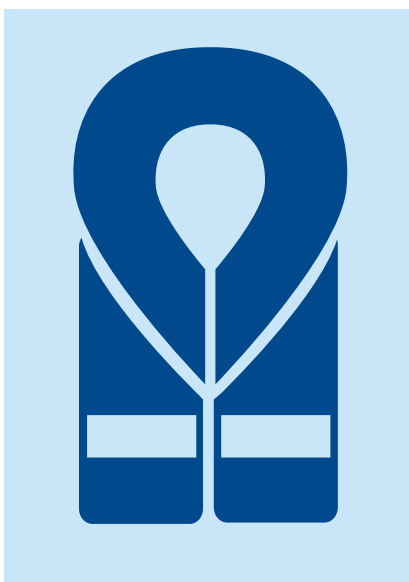
Foto: Bloomberg

Klarere fokus og øget risikoanalyse

Resultatet er en koncentreret aktieportefølje, hvor antallet af beholdninger i praksis er blevet halveret. Fra over 100 positioner i efteråret 2014 til omkring 50 positioner i slutningen af december 2015. Koncentrationsgraden for fondens ti største positioner er samtidig øget fra 33 til 41 procent i løbet af året. Vi har gennemført disse forandringer, fordi vi tror, at et konsekvent genereret merafkast forudsætter et klart fokus.

Vi har også udvidet investeringsprocessens risikoanalyse. Især er downside-risikoen i vores øjne endnu mere relevant at tage i betragtning med tanke på den øgede faldhøjde, som er opbygget efter syv års konstante børsstigninger. Sammen med SKAGENs risikoafdeling har vi derfor udviklet en mangesidet risikoreport, som understøtter forvalterne i arbejdet med porteføljekonstruktionen.

En sygeplejerske kan ses gennem en General Electric-scanner på Hongkong Integrated Oncology Centre i Kina. General Electric har i løbet af året gennemført sin strategi om at blive et aktionærvenligt industrikonglomerat, og aktiekursen er steget med næsten 28 procent målt i dollar.



Undgår værdifælder

Inden for rammerne af risikohåndteringen har vi også betonet miljø-, samfunds- og selskabsledelsesspørgsmål (ESG). To olierelaterede porteføljebeholdninger, BP og Lundin Petroleum, har tidligere gjort sig bemærket med brud inden for ESG-området – BP efter Macondo-ulykken i 2010 og Lundin Petroleum med påståede kontroverser i forbindelse med olieudvinding i Sudan i starten af 2000-tallet. Vi mener, at begge selskaber i den senere tid har forbedret deres ESG-profil, og investeringerne i disse aktier følger dermed SKAGENs etiske retningslinjer.

Vores tolerance over for selskaber med svag selskabsledelse, høj gældsætning og eksponering over for politisk risiko er lavere i dag end tidligere. Det sker for at undgå at

falde i de såkaldte værdifælder, dvs. aktier, som handles til lave multipler og ser billige ud, men i realiteten er kapitalødelæggere, der ikke formår at generere værdi til aktionærerne over tid.

SKAGEN Global har i løbet af året kompromisløst fulgt SKAGENs karakteristiske valueinvesteringsfilosofi, ganske som hidtil. Det er kendetegnende, at fondens 35 største beholdninger handles til 12,7x 2016 P/E og 1,3x P/B sammenlignet med prisfastsættelsen af fondens referenceindeks MSCI World AC 14,9x 2016 P/E og 1,9x P/B. SKAGEN Global er med andre ord værdifastsat med en betydelig rabat mod indekset. Forvalterteamet vil selvfølgelig også fremover forvalte fonden med SKAGENs investeringsfilosofi som klart lysende ledestjerne.

RESULTATLISTEN 2015

Fondens bedste bidragydere i absolutte termer i 2015 var tre amerikanske aktier: General Electric (GE), AIG og Alphabet (Google). De største negative bidragydere i absolutte termer var Banrisul, Kazmunaigas og State Bank of India sig som de tre største negative bidragydere i absolutte termer.

GE

Vi investerede i industrikonglomeratet i GE i første kvartal. Vores investeringshypotese var, at selskabet er i stand til at frigøre store skjulte værdier ved at sælge majoriteten af den bankvirksomhed, som industrigiganten, noget uforklarligt, har opbygget over de seneste 15 år. Vores analyse viste også, at markedet har undervurderet selskabets vilje og evne til at skabe værdi ved at forbedre såvel industridivisionen som kapitalallokeringen. GE har i løbet af året på imponerende vis realiseret sin strategi om at blive et rendyrket aktionærvenligt industrikonglomerat, og aktiekursen er steget med næsten 28 procent målt i dollar.

AIG

Det amerikanske forsikringskonglomerat AIG har i løbet af 2015 fortsat sin rekonstrueringsrejse og leverede et totalafkast på over 12 procent målt i dollar. Vi har i en række år været langsigtet aktionær i AIG og har set aktiekursen stige fra 30 dollar i 2012 til over 60 dollar i 2015. Vores kursmål er 90 dollar, og vi betragter også fremover AIG-aktien som en meget attraktiv investering. AIG er med godt syv procent af porteføljen fondens største position.

GOOGLE

Søgemaskinegiganten Google skiftede i 2015 navn til Alphabet og berigede sine ejere, herunder SKAGEN, med et totalafkast på cirka 45 procent målt i dollar. Vi har længe argumenteret for, at markedet undervurderer Alphabets indtjenings- og kapitalallokeringsdisciplin betydeligt. En del af vores investeringshypotese blev opfyldt i det forløbne år, idet markedet begyndte at tilskrive Alphabet en børsværdi, som ligger tættere på den værdifastsættelse, vi mener selskabet fortjener.

BANRISUL

Den brasilianske regionsbank Banrisul formåede ikke at modstå den smertefulde økonomiske krise, som skyldede ind over Brasilien som følge af svage råvarepriser, manglende markedsreformer og politiske korruptionsskandaler. Banken handles ganske vist til lave 0,4x 2016 P/B, men vi kan finde bedre riskeward i andre selskaber i porteføljen og valgte derfor at sælge vores beholdning i efteråret.

KAZMUNAIGAS

Kazmunaigas, et olieselskab med base i Kasakhstan, har været i fondens portefølje i flere år, men har konsekvent udviklet sig under forventning. Olieprisdykket har selvfølgelig været medvirkende til, at aktien i løbet af 2015 faldt tilbage med 50 procent målt i dollar. Vi oplever samtidig, at det på trods af talrige opfordringer halter med selskabsledelsen i det statskontrollerede selskab. I sidste ende vil det gå ud over minoritetsaktionærerne. Vi har derfor i løbet af året afhændet vores aktier og i stedet valgt at satse på Lundin Petroleum og BP i oliebranchen.

STATE BANK OF INDIA

State Bank of India (SBIN) faldt med 27 procent i lokal valuta i 2015. Faldet kan langt hen ad vejen forklares med, at premierminister Modi ikke levede op til de høje forventninger vedrørende reformtaket i Indien. Skuffede investorer valgte derfor at sælge ud af indiske beholdninger, herunder SBIN. Som langsigtede investorer tror vi i SKAGEN Global fortsat på SBIN, der ved årets udgang udgør omkring 2,5 procent af fonden og dermed er vores største indiske investering.



¹Lundin Petroleum er en af de største aktionærer i det gigantiske oliefelt Johan Sverdrup på Utsira-højen i Nordsøen. Feltet kommer til at stå for en fjerdedel af den norske olieproduktion, når den når sin max produktion på 550.000 til 650.000 tønder olie om dagen. Det forventes at producere olie i 50 år.

Foto: Lundin / Statoil

GODT RUSTET TIL 2016

SKAGEN Global er godt rustet til 2016. Vores portefølje med omkring 50 beholdninger er diversificeret både geografisk og sektormæssigt. Vi har beholdt en betydelig undervægt i amerikanske aktier, idet vi mener, at børserne i USA fremstår som fuldt værdifastsat efter flere år med godt afkast. For eksempel noterer vi os, at marginerne hos amerikanske virksomheder ligger på rekordhøje niveauer – efter vores mening har selskaberne dermed begrænset mulighed for at øge lønsomheden yderligere.

Til gengæld har vi tillid til det europæiske marked. Her ligger marginerne omkring det historiske gennemsnit, og vores vurdering er derfor, at der er klart potentiale for forbedring, især hvis det lykkes Europa at få skub i den økonomiske vækst. De lovede kvantitative lettelser fra Den Europæiske Centralbank har forventet også at give en vis medvind i årets løb. Vi er derfor overvægtede i Europa.

Selektivt aktievalg

Mange selskaber i vækstmarkederne begynder efter tilbageslaget i 2015 at virke mere attraktive set fra vores synspunkt. Men det råvare-rally, som i forrige årti har holdt mange af disse økonomier oppe, er bremset betydeligt, i takt med at den globale efterspørgsel er blevet dæmpet, og råvareudbuddet er

gradvist øget. Som følge deraf går lande som Brasilien, Sydafrika og Rusland store udfordringer i møde. Man bør ikke undervurdere disse konfliktfyldte økonomiske omstændigheder, og det er derfor i øjeblikket yderst vigtigt at være ekstra selektiv i aktievalget i vækstmarkederne.

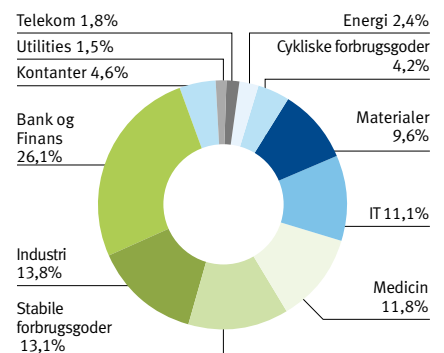
På sektorniveau er fonden først og fremmest overvægtet inden for bank og finans. Adskillige virksomheder i finanssektoren har efter finanskrisen været gennem signifikante omstruktureringer. Der er derfor blevet ryddet op i selskabernes balancer, og solvensgraden er efterhånden blevet hævet. Mange af de investorer, som brændte sig under finanskrisen, har tøvet med at vende tilbage til bank- og finansselskaberne. I den henseende går SKAGEN Global mod strømmen. Ifølge vores analyser har den disciplinerede oprydning medført, at et antal af velkapitaliserede finansvirksomheder enten er i stand til at returnere den frie pengestrøm direkte til aktionærene, eller at gevinsten er blevet geninvesteret i virksomheden for at skabe fremtidig indtjeningsvækst. Den amerikanske bank Citigroup og det hollandske forsikringsselskab NN Group, som tilsammen udgør lidt mere end otte procent af fonden, er to eksempler.

Vores holdning til selskaber inden for konsumvarer er mere end skeptisk. Det er

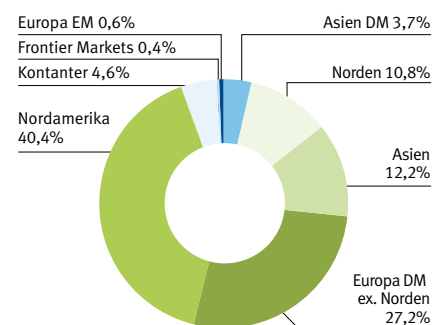
i mange år gået godt i sektoren, og en betydelig multipelektions har fundet sted. Vi er valueinvestorer, og vores mantra er at købe billigt og sælge dyrt. Derfor finder vi for tiden kun relativt få selskaber i denne sektor, som handles til attraktive multipler, og vi er undervægtede med seks procent i sektoren. Men vi har et par særdeles interessante navne i porteføljen, såsom den amerikanske kyllingeproducent Tyson Foods og den danske bryggerigigant Carlsberg. Det er i begge tilfælde vores vurdering, at aktierne har en betydeligt større upside.

Alt i alt tror vi, at de forandringer, som er blevet gennemført i fonden i løbet af de seneste 15 måneder, vil udmønte sig i et attraktivt afkast både i absolutte og relative termer i 2016. Fondens 35 største positioner har en gennemsnitlig upside på 37 procent til vores kursmål og har fordel af en begrænset downside – hvilket lover godt for de kommende år.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN GLOBAL (PR. 31.12.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B seneste	Kursmål
AIG	7,4	62,0	14,5	12,1	0,8	90
Citigroup	5,8	51,8	9,5	9,0	0,7	75
Samsung Electronics	5,5	1 091 000	7,8	7,8	0,9	1 500 000
Roche	4,2	276,4	19,6	18,0	13,8	380
General Electric	4,1	31,2	24,1	20,6	2,8	34
Merck	3,4	52,8	14,8	14,1	3,2	76
Dollar General	3,1	71,9	18,3	16,0	3,9	94
CK Hutchison	2,7	104,6	11,5	10,6	1,0	140
Kingfisher	2,7	329,5	15,5	14,1	1,3	450
G4S	2,5	225,5	15,2	13,8	4,7	403
Vægtet top 10	41,4		13,0	12,0	1,3	39%
Vægtet top 35	84,4		13,8	12,7	1,3	37%
Referenceindeks (MSCI ACWI)			16,5	14,9	1,9	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.



SKAGEN Vekst

Udforsker den smalle sti til velstand

- › Lav USA-eksponering gav tab på dollar
- › Finanssektoren var bedste bidragyder
- › Mere koncentreret portefølje i 2015

1	2	3	4	5	RISIKO	7
Fondens startdato	1. december 1993					
Afkast siden start	1596,7 %					
Gns årligt afkast siden start	13,7 %					
Forvaltningskapital	6.350 mio. DKK					
Antal kendte investorer	71.248					
AFKAST	2015					
SKAGEN Vekst	1,5%					
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	12,4%					

Pr. 31. december 2015.

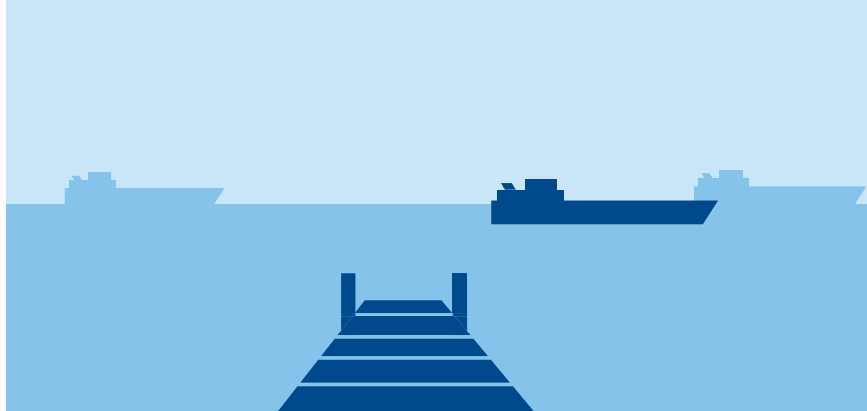


PORTEFØLJEFORVALTERE

Geir Tjetland, Ole Søbereg, Erik Bergöö og Alexander Stensrud*

* Junior porteføljeforvalter

Cyklister i havstokken. 1894. Af Einar Hein. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



Gode muligheder

SKAGEN Vekst endte med et afkast for 2015 på 1,5 procent. Det er ikke noget, vi er glade for i et år, hvor mulighederne for et langt højere afkast uomtvisteligt har været til stede.

Faldende råvarepriser og lave energipriser var ikke tilstrækkeligt til at løfte selskaberne i porteføljen selvom fondens afkast var bedre end udviklingen på Oslo Børs. Men i forhold til indekset tabte fonden på en lav eksponering mod USA. Fra en aktiebetragtning har det ikke været en fejl, eftersom det generelle amerikanske aktiemarked har udviklet sig tilnærmelsesvis fladt i løbet af året. Imidlertid gik vi glip af den værdistigning, som fulgte med den stadig stærkere dollar. Fondens afkast blev desuden på den relativt lave eksponering mod nogle af de danske selskaber inden for favoritdisciplinerne medicinal og vedvarende energi, som udviklede sig solidt i løbet af året.

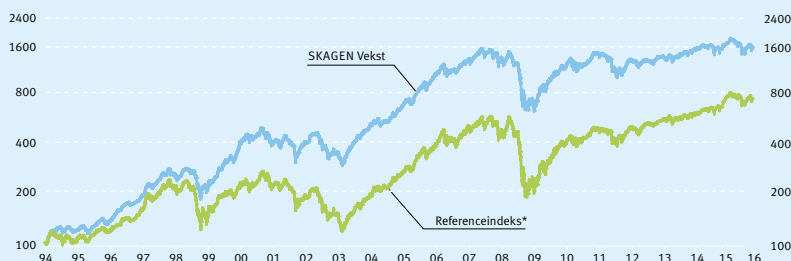
De globale aktiemarkeder var i 2015 generelt præget af faldende råvarepriser, hvormod den forventede positive effekt af de faldende oliepriser udeblev. En del af forklaringen kan selvfølgelig være, at vækstmarkedsøkonomierne har benyttet lejligheden til at skære i subsidierne. Men alt andet lige bør vi forvente, at denne effekt blive stærkere i løbet af 2016. Langt de fleste lande bør stadig drage nytte af de lave energipriser, især de vækstmarkedsøkonomier, som er nettoimportører af olie.

SKAGEN VEKST 2015 (MIO. DKK)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Continental AG	126	Credit Suisse Group AG	199
SAP	89	Ericsson LM-B SHS	195
Carlsberg A/S	81	Carlsberg A/S	161
Norwegian Air Shuttle	76	Roche Holding AG	145
Samsung Electronics	75	SKF AB	99
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Norsk Hydro ASA	-92	Teva Pharmaceutical Industries	-255
Solstad Offshore	-86	Danske Bank A/S	-175
Casino Guichard Perrachon	-71	Norwegian Air Shuttle AS	-133
AirAsia	-60	Samsung Electronics Co Ltd	-106
DOF ASA	-47	Kongsberg Gruppen AS	-105

Tallene er vejledende og er baseret på en omregning fra NOK til DKK til kurs NOK 1,2887/DKK 1.

KURSHISTORIK SKAGEN VEKST



*Fonden ændrede investeringsmandat den 01.01.2015. For mere information om fondens referenceindeks se s. 34



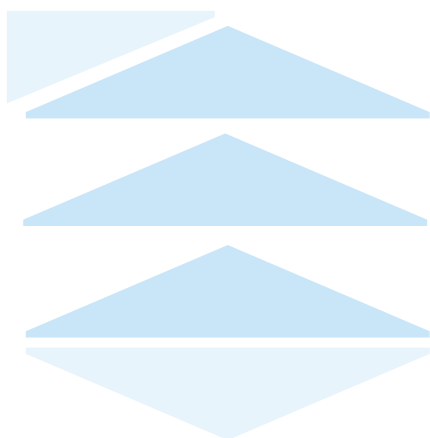
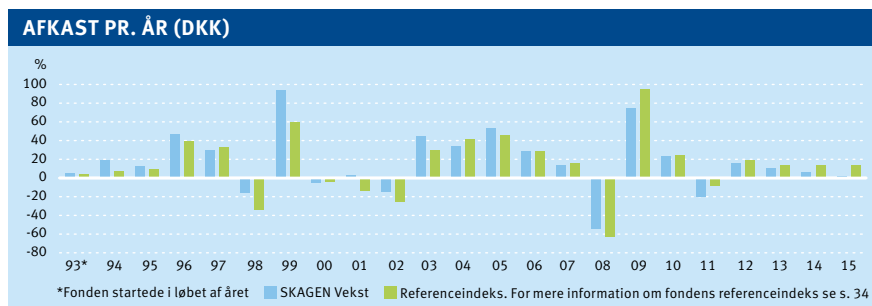
Foto: Bloomberg

FÅ, STORE BIDRAGYDERE

Ser vi på fondens absolutte afkast, var året som helhed præget af, at de største investeringer rummede for få, store bidragydere. Finanssektoren var den sektor med det bedste absolutte afkast. Her bidrog Danske Bank, Citigroup og den russiske Sberbank positivt. Sektorerne forbrugsvarer og teknologi udviklede sig ligeledes positivt.

På den negative side trak vores norske supply-rederier endnu en gang fondens afkast ned. Ved slutningen af året udgjorde rederierne (Solstad Offshore og DOF) kun 0,8 procent af porteføljen, men kursfaldet på selskaberne bidrog negativt med hele 2 procentpoint i løbet af året. Vi var oprigtig talt ikke forudseende nok til at se, hvor stor skade olieprisfaldet kunne påføre disse selskaber. Råvaresektoren (herunder Norsk Hydro) udviklede sig meget svagt, og året var også svagt for fondens industriaktier, især inden for transport.

Efter lang tid med svag ledelse kunne Carlsberg fremvise en stærk kursudvikling i 2015. Den ny administrerende direktør har planer for omstrukturering og nye strategi i de kommende år.



DANMARK I EN KLASSE FOR SIG

I Norden havde Danmark sin egen afkastklasse sidste år med en stigning på 38,5 procent i DKK. Sverige sluttede året med en stigning på 6 procent i lokal valuta. Oslo Børs endte lige under 6 procent i lokal valuta, ikke langt fra facit i 2014, hvor stigningen var på 5 procent trods et yderligere fald i olieprisen på 25 procent. 'Oliedelen' af Oslo Børs faldt et godt stykke over 10 procent, mens 'ikke-olie'-delen gik tilsvarende op.



Foto: Bloomberg

GODE TYSKERE

Vores to tyske selskaber, Continental og SAP, leverede gode resultater i årets løb og blev belønnet med en stigning i aktiekurserne på hen ved 30 procent. Continental øgede for nylig sine forventninger til omsætningen til over 39 millioner euro for hele 2015 og udtalte samtidig, at marginen vil ligge over 11 procent. Selskabet leverer fortsat et egenkapitalafkast på omkring 25 procent og desuden en stærk pengestrøm. Vi forventer, at udviklingen vil være positiv også fremover.

BIG DATA

SAP udnytter sin unikke position inden for håndtering af store datamængder. Selskabet vokser 10 procent om året, øger fokus på, hvad man er bedst til, og samtidig er lønsomheden god. Vi tror, at SAP vil styrke sin position yderligere, idet udnyttelse, optimering og produktivitet i håndteringen af store datamængder bliver stadig vigtigere i alle store virksomheder.

FALDENDE PRISER

Norsk Hydro var den aktie, som i absolutte tal var den største negative bidragyder. Aktien faldt over 20 procent, hovedsageligt på grund af fald i aluminiumsprisen. Den stadig stigende produktion i Kina skabte en global overproduktion, og vestlige producenters produktionsnedsættelser formåede ikke at dæmpe op for det. Efterspørgslen på aluminium er fortsat god. Vi forventer, at aluminiumsmarkedet vil nå tæt på en balance sidst på året. Efterhånden bliver en del af de kinesiske producenter formentlig nødt til at mindske produktionen, eftersom de ikke er i nærheden af lønsomhed med den nuværende aluminiumspris.

HURTIG FORBEDRING

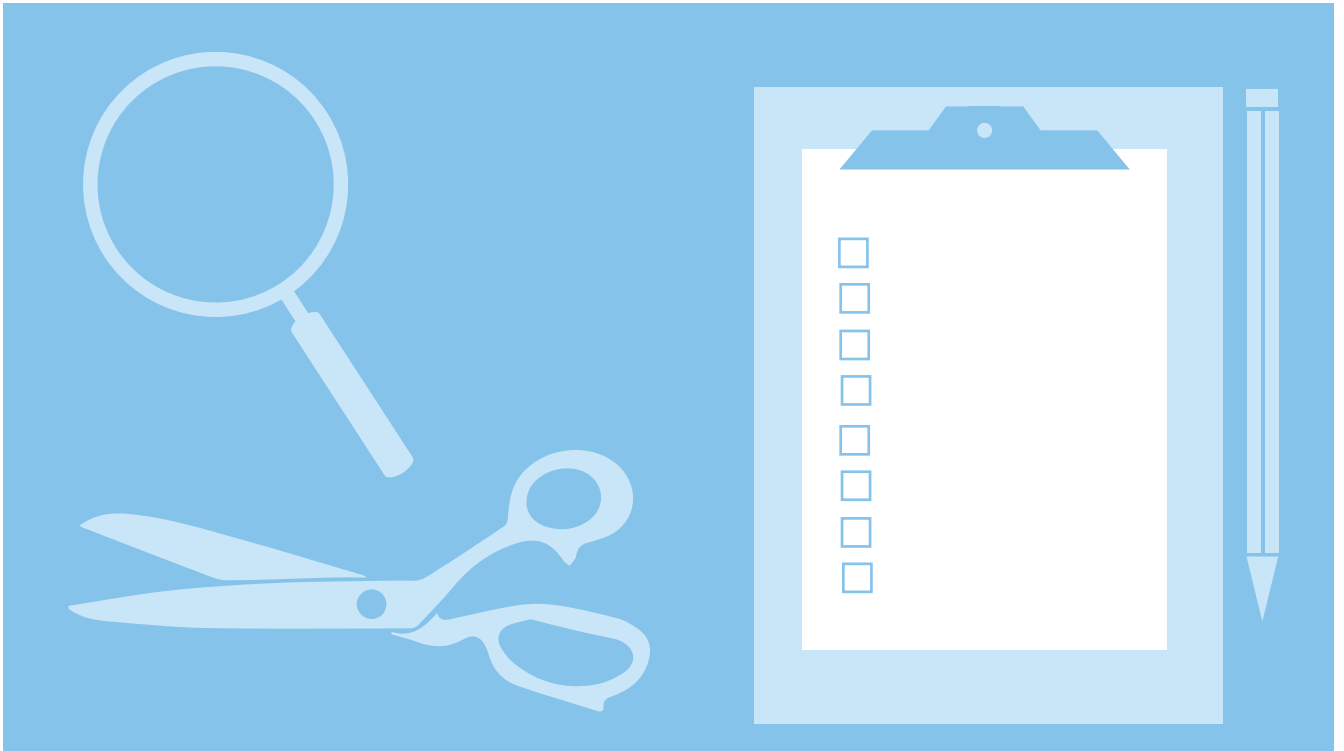
Danske Lundbeck kom ind i porteføljen i foråret, og vi kan allerede notere en stigning i aktiekursen på hen ved 60 procent. Også her står ændringer i ledelsen centralt. Den tidligere COO i Novo Nordisk, Kåre Schultz, overtog ledelsen af selskabet og indførte hurtigt store, nødvendige ændringer i selskabet. Lundbeck producerer medicin inden for neurologi og har spændende produkter, som er på vej ind i markedet – samtidig har vi store forventninger til, at den nye ledelse formår at beskære omkostningerne.

POSITIVE ÆNDRINGER

Carlsberg kunne referere til solid kursudvikling, efter at den nye administrerende direktør fremlagde struktureringsplaner og ny strategi for de kommende år. Bryggeriet har længe været præget af svag ledelse og for højt omkostningsniveau. Vi ser frem til de positive ændringer, som den nye ledelse nu er ved at implementere.

MODVIND OG KORRUPTIONSANKLAGER

Det svenske TeliaSonera kom i ny turbulens vedrørende potentielle bestikkelser i tidligere sovjetstater. Selskabet er i gang med at reducere sin eksponering mod EurAsia. Virksomheden i Nepal blev solgt mod slutningen af året, og der vil formentlig ske mere i 2016. Vi forventer, at selskabet formår at opretholde et attraktivt udbytte i et lavrente-miljø de næste par år, selv uden vækst i omsætningen.



Koncentrerer porteføljen

Selskabsudvælgelsen skal være bedre fremover, hvilket vi helt klart så konturerne af i andet halvår af 2015. Vi har desuden forbedret beslutningsprocesserne, især omkring selskaber, som ikke lever op til de oprindelige investeringshypoteser. Vi har fortsat processen med at koncentrere porteføljen i løbet af året.

Der er som sædvanlig nok at bekymre sig over i starten af et nyt aktieår, for eksempel udviklingen i Kina, valuta- og råvarepriser, stigende inflation og geopolitiske begivenheder. Disse bekymringer vil som altid skifte karakter i løbet af året, og nye usikkerhedsfaktorer vil dukke op. Vi spekulerer ikke i sådanne hændelser, men er altid klar til at øge eksponeringen i gode selskaber, som er på udsalg på grund af generel markedsuro. Vores opgave er først og fremmest at investere i kvalitetselskaber, der genererer en god pengestrøm, og hvor den aktuelle værdifastsættelse ikke afspejler dette.

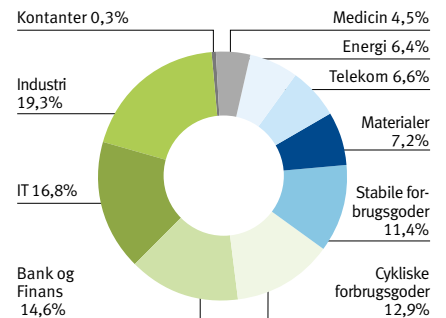
Som forvaltere tror vi, at en mere koncentreret kvalitetsportefølje giver bedre muligheder for et godt risikojusteret afkast, tættere opfølgning af selskaberne og større handlingsrum. Porteføljen består ved slutningen af året af 57 selskaber, hvor de 35 største investeringer udgør over 90 procent af porteføljen, og top-10 udgør over 52 procent. Porteføljen (top-35) er ved indgangen til det nye år prisfestsat til 1,34 gange de bogførte værdier og omkring 10 gange den forventede indtjening for 2016. For de samme selskaber kan vi se en samlet kursstigning på 47 procent de næste 2-3 år. Vi går altså optimistiske ind i det nye aktieår.

NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN VEKST (PR. 31.12.2015)

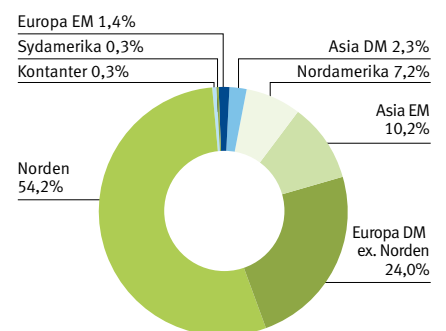
Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/E 2017E	P/B seneste	Kursmål
Samsung Electronics	7,5	1 091 000	6,9	6,6	6,2	1	1 500 000
Continental AG	7,0	225	15,5	12,3	10,8	3,7	298
Norsk Hydro	5,9	33	16,6	13,3	9,5	0,9	45
Carlsberg	5,7	613	17,6	14	12,2	2,1	822
Citigroup	5,0	52	9,2	8,6	8	0,7	78
SAP	5,0	73	19,8	17,9	16,9	4,1	92
Norwegian Air Shuttle	4,4	324	16,2	8,5	6,5	3,6	500
ABB	4,1	153	19,5	14,1	12,2	2,7	230
Teliaasonera	4,0	42	10,5	10,5	10,8	1,8	50
Philips	4,0	24	19	16,8	13,7	1,9	30
Vægtet top 10	52,5		12,8	10,8	9,5	1,55	37%
Vægtet top 35	92,5		12,6	10,3	9,0	1,34	47%
Referenceindeks (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)			17,2	15,7	14,3	2,10	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.

BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)



GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





SKAGEN Focus

På jagt efter exceptionelle investeringer

- › Fonden har efter de første syv måneder opbygget en portefølje med en yderst attraktiv risk-/reward-profil
- › I et volatilt 2015 havde fonden fem positive bidragydere, deriblandt Omega Protein, som steg over 100 procent i perioden.
- › Vi vil fortsat lede efter undervurderede selskaber med betragtelige potentielle katalysatorer til at udløse værdi inden for 2-3 år.

	1	2	3	4	5	RISKO	7
Fondens startdato	26. maj 2015						
Afkast siden start	-15,3 %						
Forvaltningskapital	809 mio. DKK						
Antal kendte investorer	3.983						
Referenceindeks siden start MSCI ACWI	-7,1 %						



PORTEFØLJEFORVALTERE

Filip Weintraub og Jonas Edholm

Hunden Rap, 1899. Af P.S. Krøyer. Tilhører Skagen Museum (beskåret).

Nogle få lyspunkter i det første turbulente år

Fonden blev lanceret 26. maj 2015, hvad der viste sig at blive et særdeles turbulent år. Udviklingen i året har gjort det muligt for os at opbygge en portefølje som langsigtede valueinvestorer, der ud fra vores synspunkt har en yderst attraktiv risk-/reward-profil.

2015 viste sig på mange måder at fortsætte i samme retning, som vi oplevede i 2014. Vi fik stadig større kvantitative lettelser (QE), især i Europa. Klimaet omkring oliepriserne var desuden forfærdeligt, idet OPEC og andre producenter viste minimal interesse i at nedsætte leverancerne mest muligt. 2015 var desuden et katastrofalt år for råvarer, som faldt næsten over én kam trods vidt forskellige fundamentale forhold. Hovedforklaringen på råvarefaldet var den svækkede kinesiske økonomi – eller idéen om den – kombineret med ren finansiell spekulation. Kinesiske aktier var usædvanligt svage i anden halvdel af året sammen med den kinesiske renminbi, som blev kraftigt devalueret. 2015 var for de ovennævnte sektorer og geografiske områder et vaskeægte Annus Horribilis – for nu at citere den engelske dronning Elizabeth II's klassiske tale fra 1992.

I det historisk enestående økonomiske klima i 2014-15 lå renterne fortsat ultra-lavt med et deraf følgende kollaps i bestemte sektorer som energi og råvarer. Og for at gnide salt i såret blev de momentum-drevne pengestrømme næsten bevidstløst skubbet ind i nogle få såkaldte sikre "vækst-aktier", hovedsageligt large caps. Denne kategori af aktier fungerer i en nulrente-verden som erstatning for obligationer.

– Vi tror, at der til at retfærdiggøre den nuværende værdifastsættelse kun er indregnet en meget lille risiko i den fremtidige profitudvikling. Vi kan måske nu bagefter lyde bagkloge, idet fonden kun har haft en meget lille eksponering mod sådanne – efter vores mening – groft overvurderede vækstaktier, hvilket har haft en negativ effekt på vores *relative performance*.

Vores eksponering mod oliepriserne har været marginal og primært gennem det amerikanske eftersøgningselskab, Whiting Petroleum. Vi har ganske vist siddet med nogle af de aktier, der har profiteret allermest på den lavere oliepris, som for eksempel det Malaysia-baserede lavprisflyselskab, AirAsia, og fly-leasingselskabet, AerCap. Men vi er endnu ikke blevet belønnet for disse selskabsspecifikke tilfælde.

Fonden har siden lanceringen kun haft to selskaber i råvaresektoren. Den canadisk base-rede sølvproducent, Pan American Silver, og det australsk base-rede BHP-spinoff, South32. Begge selskaber har usædvanligt solide balanceregnskaber og kan modstå længere perioder med lave råvarepriser. De fem ovennævnte selskaber er alle på listen over hovedskurkene i fonden i 2015, men vi mener, at deres forretningsmodeller overordnet er sunde og kan skabe betydelig værdi i en verden med mere normale råvarepriser. Vi har også i 2015 taget den canadiske kobberproducent, First Quantum, ind i fonden – kursen blev på meget kort tid fordoblet, hvorefter vi reducerede vores beholdning til en betydelig gevinst.

SKAGEN FOCUS 2015 (MIO. DKK)

5 største positive bidragydere	5 største køb
Omega Protein Corp 23	American International Group I 62
Jenoptik AG 9	SK Hynix Inc 56
American International Group 9	SBI Holdings Inc 45
Sandisk Corp 5	Carlsberg A/S 41
Infineon Technologies 5	China Telecom Corp Ltd 38
5 største negative bidragydere	5 største salg
South32 Ltd -16	Omega Protein Corp -2
Whiting Petroleum Corp -12	
Rentech Inc -11	
SK Hynix Inc -11	
AirAsia -8	

Tallene er vejledende og er baseret på en omregning fra NOK til DKK til kurs NOK 1,2887/DKK 1.



USA-baserede Omega Protein er specialiseret i omega 3, som udvindes fra fiskeolie. Selskabets aktiekurs steg mere end 100 procent i fondens basissvaluta i 2015.



Foto: Stocksnap

Foto: Bloomberg

SanDisk, som producerer hukommelseskort, gav et fantastisk tilskud til fondens afkast i 2015 som følge af et opkøbstilbud fra konkurrenten Western Digital, svarende til en præmie på 40 procent.

LYSPUNKTER

Dronning Elizabeth sagde i sin berømte tale, at hun ikke kunne se tilbage på 1992 med 'ufortyndet glæde'. Men for SKAGEN Focus har 2015 indeholdt enkelte lyspunkter.

SKAGEN Focus blev lanceret 26. maj 2015 og rundede, inden året var gået, en forvaltningskapital på cirka 100 millioner EUR. Fondens har i løbet af året haft adskillige positive bidragydere i absolutte termer, herunder den amerikansk baserede protein-producent, Omega Protein. Selskabet steg mere end 70 procent målt i USD i 2015, efter det leverede solide resultater inden for sine levnedsmidler-aktiviteter og iværksatte strategier til at skabe værdi til aktionærene. Vi har reduceret positionen i løbet af året, så den afspejler investerings-

casens risk-/reward-profil. Det er et godt eksempel på, hvordan en upside til vores kursmål påvirker positionernes størrelse i porteføljen.

Vores største position (8,5 procent af porteføljen) i det amerikanske vidtforgrenede forsikringsselskab AIG leverede et betydeligt afkast på 5,5 procent målt i USD i 2015. Selskabet har været under pres fra aktivistiske investorer – under ledelse af den velkendte Carl Icahn – til at overveje at splitte virksomheden i tre. En anden af fondens beholdninger, den amerikansk baserede flash-hukommelsesproducent, SanDisk, bidrog også pænt til fondens performance i 2015. Selskabet modtog et bud på 86,50 USD pr. aktie fra konkurrenten Western Digital, hvilket afspejlede en præmie på over 40 procent.



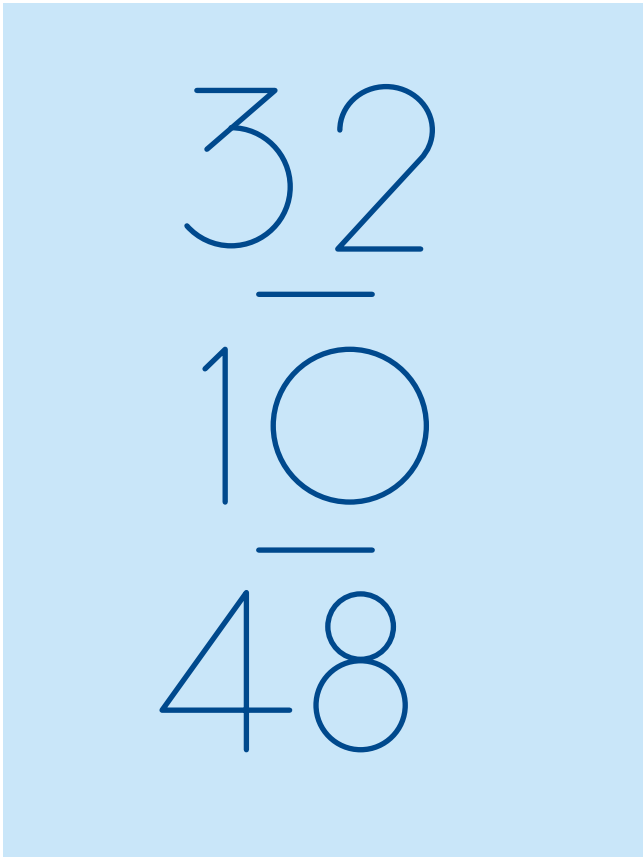
Foto: Bloomberg

En medarbejder udfører kvalitetskontrol på en Infineon halvleder-wafer.

DIESELGATE

En enkelt, særskilt hændelse i året, nemlig Volkswagens dieselskandale, gjorde det muligt for os at gå ind i to investeringscases. Vi så, at autorelaterede aktier faldt brat efter nyheden, uanset deres eksponering mod begivenhederne i Volkswagen. I denne situation tog vi den tyske halvleder-producent, Infineon, ind i porteføljen, efter at selskabet blev ramt af et massivt, uberettiget fald i aktiekursen. Den tyske reservedelsproducent, Schaeffler, blev med usædvanlig dårlig timing introduceret på børsen i samme uge som Volkswagen-skandalen og blev tvunget til at reducere sin IPO med 50 procent (både kursen og størrelsen, så de afspejlede en 30-40 procents rabat mod konkurrenterne). Vi greb straks denne fremragende mulighed, hvorefter aktien hurtigt steg 30 procent målt i EUR i løbet af året fra vores indledende kurs.

Af øvrige nye selskaber i porteføljen kan nævnes det schweiziske bageri Aryzta, som er noget så sjældent som et tilfælde af en turnaround i dagligvaresektoren, samt den amerikanske kontokortleverandør Synchrony Financial, der sidst på året blev udskilt fra GE med en meget attraktiv værdifastsættelse. Desuden har vi etableret vores første position i Brasilien, nemlig i den førende kødeksportør, JBS.



IKKE TILFREDSE

Fonden blev i dette klima noteret for et afkast på -15,35 procent efter kun syv måneder som aktiv fond. Fondens referenceindeks, MSCI All Country World, tabte i samme periode 7,12 procent. Tidsrammen for en seriøs vurdering af fondens performance er ret lille, men vi er selvfølgelig ikke tilfredse med resultatet indtil nu.

Ikke desto mindre er vi gået ind i det nye år med en koncentreret portefølje på 32 udvalgte beholdninger, hvor positionerne i top 10 udgør 48 procent af fonden. Vi vil fortsat anvende vores kernefilosofi med henblik på at finde undervurderede selskaber (*billige*), som har væsentlige katalysatorer til at udløse værdierne (*forandring*) over en tidshorizont på 2-3 år. For at overveje en position kræver vi en upside på 50 procent fra gældende aktiekurs, men nok så vigtigt skal dette afvejes mod den involverede risiko.

Fondens største risikofaktorer er rentestrukturen, som afspejler den ret høje overvægt mod finansielle serviceydelser og pris konkurrence, hovedsageligt mod selskaber, der opererer i, hvad man uberettiget har karakteriseret som et massemarked. Vores overvægt mod finans er betydelig, men i porteføljen er den repræsenteret ved mange forskellige slags selskaber og vidt forskellige diversificeringsformål. Investeringscases som den amerikanske regionsbank, Citizens Financial, CIT og AIG er alle undervurderede også uden højere renter. Men de er helt klart godt positioneret, hvis renten fortsat stiger i 2016 efter den første renteforhøjelse fra Fed sidst i 2015.

Vi takker for din tillid og støtte til fonden med forhåbning om et fremgangsrigt 2016.



Foto: First Quantum



Foto: Bloomberg



Foto: iStockphoto



Foto: Bloomberg

First Quantum

First Quantum er et canadisk mine- og metallselskab med syv miner over hele verden. Det producerer kobber (70 procent), nikkel (20 procent), guld, zink og platin. Selskabet driver hovedsageligt miner i Zambia, Spanien, Finland, Australien og Tyrkiet. First Quantum producerede i 2014 420.000 tons kobber, 46.000 tons nikkel, 230.000 unser guld, 56.000 tons zink og 60.000 unser platin.

Schaeffler

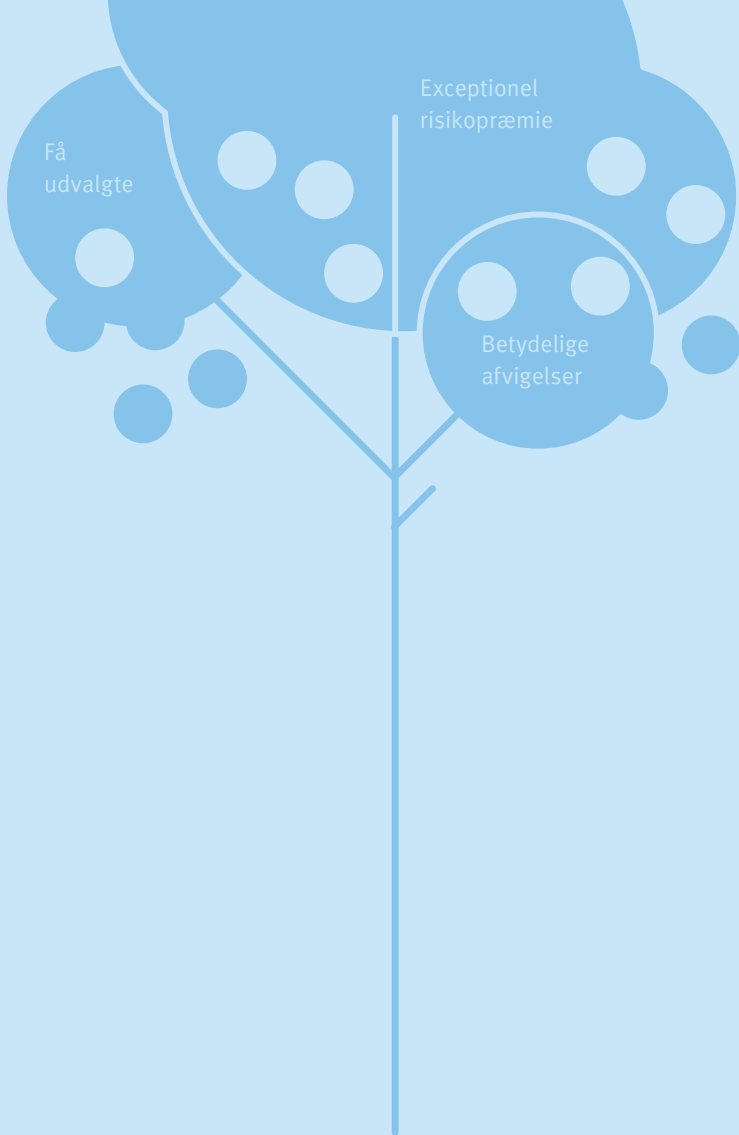
Schaeffler er en integreret bil- og industrileverandør med et salg på over 12 milliarder EUR og over 84.000 ansatte. Selskabet er grundlagt af Schaeffler-familien (som også har en majoritetspost i Continental, CON GY). Selskabet blev børsnoteret 9. oktober 2015, efter at IPO'en blev reduceret med 50 procent på grund af VW-skandalen (VW er Schaefflers største kunde).

Synchrony Financial

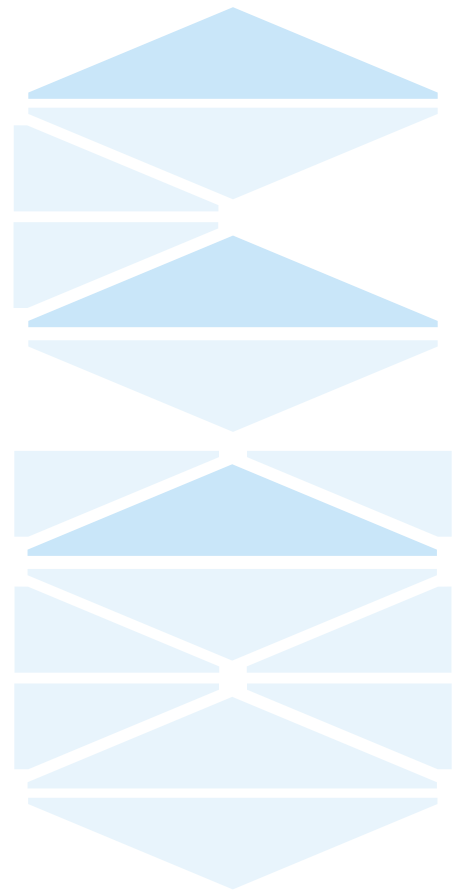
Selskabet er en førende amerikansk leverandør af kontokort med en markedsandel på 42 procent i USA. 75 procent af den samlede låneportefølje (61 milliarder USD) er relateret til kontokort og 25 procent fra amortisationslån/betalingsløsninger. Selskabet har været børsnoteret siden august 2014, hvor det blev udskilt fra sit moderselskab, GE, efter 80 års drift inden for GE Capital. GE fuldførte opsplitningen af selskabet i november 2015, hvor SKAGEN Focus købte op i selskabet.

JBS

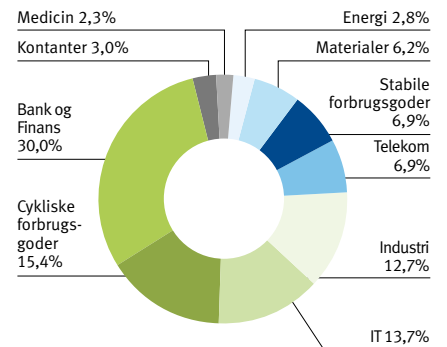
Brasilianske JBS omdannede i 2007 sig selv fra at være en middelstor lokal kødproducent til verdens største producent af animalsk protein på bare nogle få år fra sin børsnotering. Selskabet er nu salgsmæssigt verdens største oksekøds-, næststørste kyllinge- og tredje største svinekødsproducent. 85 procent af indtægterne ligger uden for Brasilien.



- SKAGEN Focus er en højkoncentreret aktiefond med et bredt mandat til global investering i alle geografiske områder, sektorer og markedsværdistørrelser.
- Fondens overordnede mål er at finde og investere i nogle få investeringer med en enestående risk-/reward-profil med henblik på det absolutte afkast.
- Fonden er eksponeret mod en kombination af unikke selskabsspecifikke faktorer, som over tid har potentiale til at skabe betydelig afvigelse fra det underliggende marked.



BRANCHEFORDELING (AFRUNDET)

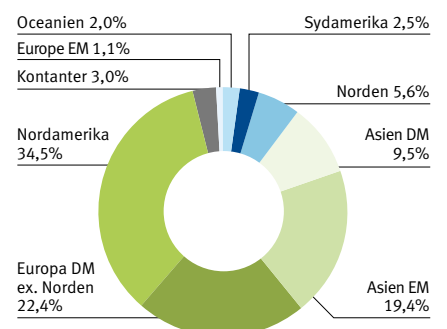


NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN FOCUS (PR. 31.12.2015)

Selskab	Postens størrelse%	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B sidste	Kursmål
American International Group Inc	8,8	62	14,5	12,1	0,8	90
Carlsberg AS-B	5,6	612,5	20,5	18,8	2,1	822
SK Hynix Inc	5,5	30 750	5,1	6,3	1,1	65 000
SBI Holdings Inc	5,1	1 321	10,3	9,1	0,8	3 000
Citizens Financial Group Inc	4,9	26,2	16,6	13,8	0,7	35
China Telecom Corp Ltd	3,9	3,6	15,2	14,3	1,0	8
Jenoptik AG	3,9	14,4	17,2	15,9	2,0	20
Aercap Holdings NV	3,8	43,2	6,9	7,9	1,1	70
Aryzta AG	3,2	51	13,7	12,2	1,4	90
Pan American Silver Corp	3,1	6,5	NM	NM	0,7	12
Vægtet top 10	47,7		12,5	12,0	1,0	
Referenceindeks (MSCI World AC)						

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENs estimater.

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)





SKAGEN m²

En andel i det globale ejendomsmarked

- › Udviklingen i 2015 var præget af vækstmarkeder og valutaudsving
- › Amerikanske investeringer var præget af højere renter
- › Tyskland og Spanien bidrog positivt
- › Ejendomme var fortsat attraktive for investorer med fokus på udbytte

1	2	3	4	5	RISKO	7
Fondens startdato	31. oktober 2012					
Afkast siden start	18,9 %					
Gns årligt afkast siden start	5,6 %					
Forvaltningskapital	794 mio. DKK					
Antal kendte investorer	8.654					
AFKAST	2015					
SKAGEN m ²	1,2%					
MSCI ACWI Real Estate IMI	10,1%					

* Pr. 31. december 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Michael Gobitschek og Harald Haukås

Arkitekten *Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums hotel, 1892.* Af Johan Peter von Wildenradt. Tilhører Skagens Museum (beskåret).



Foto: Bloomberg

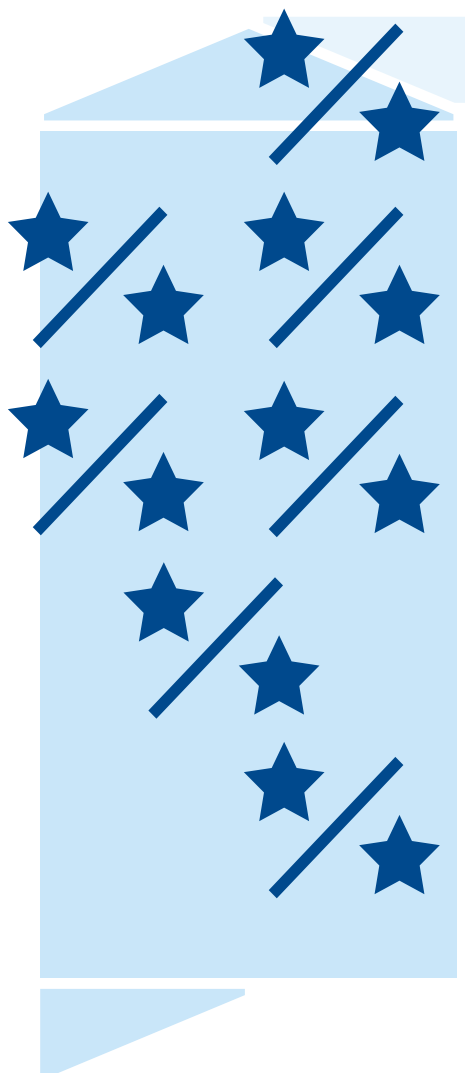
Et nyt grønt lejlighedskompleks i Madrid. Europa bidrog positivt, både absolut og relativt i 2015. Især vores investeringer i Tyskland og Spanien bidrog til fondens afkast.

Svage vækstmarkeder og volatile valutaer

Afkastet kunne være bedre sammenlignet med referenceindekset, men 2015 var alligevel et år, som fungerede rimelig godt, i betragtning af fondens udsving.

AFKAST

Årsagen til, at afkastet blev lavere end referenceindekset, var, at vækstmarkederne udviklede sig svagt. Både aktie- og valutakurser er faldet betydeligt mod USD. Grunden er til dels prisfald på råvarer, men også at antikorrupsion og demokratiske reformer tilsyneladende gik i den forkerte retning både i Rusland og Kina. Brasilien, Kina og Indonesien bidrog negativt til både det absolutte og det relative afkast. USA gav positivt absolut afkast, men negativt relativt afkast. Europa bidrog positivt både på aktie- og landeniveau.



USA

Selv om USA var den bedste bidragyder til det absolutte afkast, valgte vi alligevel forkeret med hensyn til sektorer. Vi var for højt vægtet mod hotelsektoren, som faldt med 30 procent målt i USD, og mod sundhedssektoren, som ofte betragtes som alternativ til obligationer og derfor er rentefølsom.

Der var ved årets indgang klare forventninger om højere renter i USA. Den amerikanske centralbank, Federal Reserve, hævede renten sidst på året. Den amerikanske tiårige rente ramte bundniveauet i slutningen af januar på 1,64 procent og sluttede året på 2,27 procent.

Selvom både Federal Reserve og den amerikanske tiårige rente til en vis grad indfrie forventningerne om en rentestigning, steg risikotillægget i renten (kreditspændet) alligevel betydeligt mod slutningen af året. Dette skete især for selskaberne med den højeste gældsgrad, men også for mindre gældsatte selskaber som dem, vi typisk er investeret i.

Angående resultaterne fra vores amerikanske investeringer, så var de som forventet under en rentestigning. Når en rentestigning er forventet, vil selskaber med relativt høj gældsgrad typisk udvikle sig dårligere end andre. Og lige netop dette var, hvad der skete.

Vores bedste amerikanske bidragyder var PS Business Parks, som stort set ikke har rentesensitiv gæld. Den svageste var Ashford Hospitality Trust med en gældsgrad på 55-60 procent. Dette hotelselskab var blandt de store vindere i perioden 2007-2010 og er efter vores mening misforstået. Hotelsektorens udvikling sidste år var påvirket af, at forventningerne til en yderligere stigning i værelsespriserne var for optimistiske, selv om de faktisk endte med at holde niveauet. Sektoren var nok også tynget af en vis Airbnb-faktor.

Når det amerikanske renteniveau stiger, bliver finansieringen også mere vanskelig i de fremvoksende markeder. Hvis amerikanske investorer kan opnå en risikopræmie på 2-4 procentpoint yderligere ved at investere i forholdsvis trygge, hjemlige virksomhedsobligationer, vil risikopræmien blive betydelig i selskaber i de fremvoksende markeder. De store tabere i den henseende er selskaber, som låner i USD og investerer i hjemlig valuta.



Det tyske ejendomsselskab Deutsche Wohnen var årets bedste bidragyder i SKAGEN m². På billedet er en af selskabets ejendomme, et sygehuskompleks i Berlin.

EUROPA

Europa bidrog positivt både absolut og relativt i løbet af året. Både investeringer i Tyskland og Spanien var store positive bidragydere til det absolutte og relative afkast.

Spanien havde klare positive tendenser i efteråret 2013. Men markedet blev delvis overophedet, og vi var skeptiske over for at investere på basis af, at mange ejendomsselskaber var arrangeret som blind pools (ejendomsselskaber før finanskrisen var stort set gået konkurs), hvor man næsten ikke vidste, hvad man købte. Nye muligheder dukkede imidlertid op i det spanske marked i løbet af 2014, og vi valgte at investere i Melia Hotels og Axia, som fokuserer på henholdsvis hoteller og kontorer, hovedsageligt i Madrid. Begge selskaber har intern ledelse. Axia har leveret solide resultater i løbet af de knap to år, selskabet har eksisteret.

Vores tyske lejlighedsinvesteringer i henholdsvis Deutsche Wohnen, som var årets bedste bidragyder, og Westgrund var meget vellykkede. Vi solgte sidstnævnte helt fra.

Desuden har vores investering i det skævvredne tyske kon-torselskab, DiC Asset, været vellykket. Det har været en typisk SKAGEN-investering, hvor det hele fra udgangspunktet ser forkeret ud, og hvor potentialet for forbedring er stort. Ledelsen er blevet udskiftet, og gældsgraden er reduceret til et acceptabelt niveau i løbet af året. Man må forvente, at selskabet fortsat vil forbedre driften. DiC Assets øger indtægterne fra forvaltning af ejendomsfonde. Det kræver mindre egenkapital og sikrer en stabil pengestrøm.



Foto: Melia

Den førende spanske hotelgruppe Meliá Hotels International blev grundlagt på Mallorca i 1956. I dag har virksomheden mere end 350 hoteller i 35 lande. På billedet udsigten fra et af Melias hoteller i Athen.

VÆKSTMARKEDER

De største negative overraskelser i 2015 kom fra Brasilien. Ud over det kraftige fald i olieprisen har Petrobras' verserende korrupsions-skandale påvirket landets udvikling negativt.

Man havde håbet på, at Brasilien hurtigere ville udvikle sig i en mere vestlig demokratisk retning, end Petrobras-sagen vidner om. Investorer er med god ret blevet skeptiske, og den efterfølgende 'oprydning' blandt ledere i erhvervslivet og politikere kan komme til at vare længe.

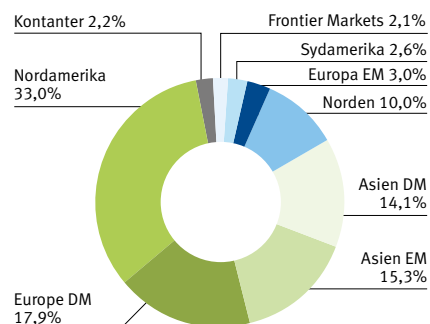
Det var også i Brasilien, vi fik det værste eksempel på valutakurseeffekter i 2015. General Shopping, som vi nu har solgt fra, lånte i amerikanske dollar til en vekselkurs på 1,6 mod rais. Vekselkursen steg derefter til 4, hvilket gjorde lånet over dobbelt så stort i lokal valuta. Som om det ikke var nok, var ejendomsværdierne faldende. Det betød, at selskabet måtte sælge ejendomme for at holde gældsgraden på et fornuftigt niveau og have mulighed for at vedligeholde den. Man kan kun sige, at dette er en meget destruktiv proces for selskabets aktionærer. Vi har dog beholdt en lille post i en evigt-

varende obligation i selskabet. Denne obligation har kurs 50 og en rente på 20 procent. Det forekommer attraktivt ud fra en vurdering af risikoen sammenlignet med det mulige afkast fra obligationen.

Der er skrevet meget om Kinas aftagende økonomiske vækst og udsving på børsen de seneste år. En af de store skuffelser i 2015 opstod ikke i forbindelse med den økonomiske vækst, men omkring hvordan landet håndterede udviklingen i aktiemarkedet. De kinesiske myndigheder kunne lade et oppustet marked tilpasse sig realiteterne, men indførte i stedet tiltag, som øgede usikkerheden betydeligt og hindrede markedet i at gennemføre en reel værdifastsættelse. Det drejer sig om salgsforbud og andre interessante påfund, som er rettet mod dem, man anser for 'skyldige' i landets børsfald. SKAGEN m2 har siddet på sidelinjen og iagttaget udviklingen.

Fonden har kun en enkelt ren kinesisk investering, nemlig Soho China. Fonden har desuden eksponering via GLP, Shangri-La, CapitaLand og SM Prime. Soho China, GLP og Shangri-La er aktier, som har udviklet sig dårligt i 2015, men som alligevel er naturlige elementer i en langsigtet portefølje.

GEOGRAFISK FORDELING (AFRUNDET)



NØGLETAL FOR DE STØRSTE POSITIONER I SKAGEN m² (PR. 31.12.2015)

Selskab	Postens størrelse %	Kurs	P/NAV sidste	Div Yield 2016E	Ebitda 2016EV
Mitsui Fudosan Co Ltd	5,0	3056	96	0,9	5,7
Columbia Property Trust Inc	4,9	23,48	80	5,1	6,2
Global Logistic Properties Ltd	4,8	2,15	79	2,7	4,4
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	4,4	142	70	1,3	6,8
HCP Inc	4,3	38,24	103	6,1	6,2
SL Green Realty Corp	4,0	112,98	90	2,5	4,6
Deutsche Wohnen AG	3,6	25,61	123	2,5	4,6
General Growth Properties Inc	3,4	27,21	85	2,8	5,3
Ashford Hospitality Trust	3,4	6,31	60	7,6	8,8
Mercialys SA	3,3	18,63	96	6,4	4,9
Vægtet top 10	41,1		88	3,6	5,5
Vægtet top 35	88			3,6	6,4
Referenceindeks (ACWI Real Estate IMI)				3,4 actual	

P/E kan afvige fra andre kilder, da de er baseret på SKAGENS estimater.

UDSIGTER

Den amerikanske præsident, Thomas Jefferson, skrev i 1816 i et brev, at han foretrak drømme om fremtiden frem for historier om fortiden. Der er selvfølgelig ikke mange, som kan sige noget konkret om fremtiden, men en ting er sikker: Ejendomme vil fortsat være en attraktiv investering for alle investorer med fokus på udbytte.

I 2015 har der været stor opmærksomhed på de kommende renteforhøjelser i USA. Det er nu begyndt at slå igennem i virksomhedsobligationer (inklusive ejendom), men signifikante renteforhøjelser er svære at forestille sig inden for en overskuelig fremtid. Inflation indebærer også lejeforhøjelser, og nettopengestrømmen vil også være voksende, eftersom de fleste ejendomsselskaber nu har en betydelig bedre balance end før finanskrisen.

En række af vores selskaber giver i skrivende stund et udbytteafkast på over 4 procent. Der er risiko for reduceret udbytte i nogle af selskaberne, men pengestrømmen giver en sund basis for at håndtere usikkerhed. Med andre ord er det vigtigt at observere, hvordan de forskellige selskabers ledelse håndterer kapitalstrukturen, da det har stor betydning for den langsigtede værdiskabelse. Vi har altså fokus på prioriteringerne mellem vækst i ejendomsmasse, udbetaling af udbytte og tilbagebetaling af gæld eller tilbagekøb af aktier. Det forholder sig ofte sådan, at de bedste investeringer, man kan gøre i dårlige tider, er 'at købe sine egne ejendomme' via tilbagekøb af egne aktier frem for nye ejendoms køb.

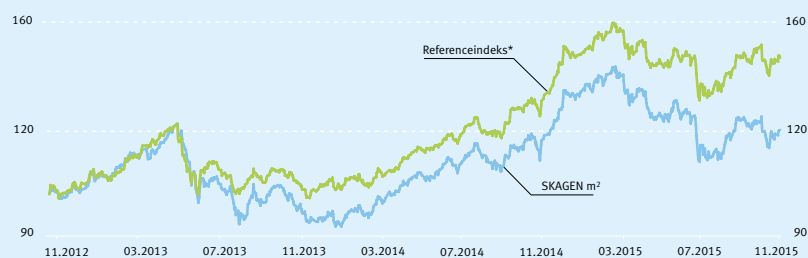
Markederne er startet svagt i begyndelsen af 2016. Det er derfor vigtigt at være bevidst om, at investorerne stort set har holdt fast i deres prisfastsættelse af selskaberne under stigningen. Der har hele tiden været en sund portion skepsis og afvejet risikotagning. Det giver mindre risiko for store nedture. Man må dog samtidig være forberedt på, at der kan komme moderate korrektioner i 2016 – et godt år med meget volatilitet.

SKAGEN M2 2015 (MIO. DKK)

5 største positive bidragydere		5 største køb	
Deutsche Wohnen AG	9	Mitsui Fudosan Co Ltd	23
Melia Hotels International	8	CBL & Associates Properties Inc	20
PS Business Parks	6	Ashford Hospitality Trust Inc	19
Apartment Investment & Management	6	Olav Thon Eindom A/S	18
SM Prime Holdings	6	Shangri-La Asia Ltd	19
5 største negative bidragydere		5 største salg	
Bekasi Fajar Industrial Estate	-10	British Land Co PLC	-19
Ashford Hospitality Trust	-8	Westgrund AG	-13
CBL	-7	Citycon Oyj	-12
BR Malls Participacoes	-5	Mapletree Logistics Trust	-11
Ashford Inc	-4	Affine SA	-11

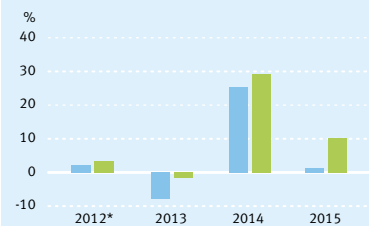
Tallene er vejledende og er baseret på en omregning fra NOK til DKK til kurs NOK 1,2887/1DKK.

KURSHISTORIK SKAGEN m²



*For mere information om fondens referenceindeks se s. 34

AFKAST PR. ÅR (DKK)



*Fonden startede i løbet af året
■ Referenceindeks. For mere information om fondens referenceindeks se s. 34

Hvorfor varierer inflationseffekten så meget?

Mange råvareproducerende landes bytteforhold er de seneste år blevet kraftigt svækket. Eksporten betaler for langt mindre import. Nogle lande, som Rusland og Brasilien, har efterfølgende fået betydeligt højere inflation. Andre, som Norge og Chile, har kun haft en moderat stigning i inflationen. Hvorfor er der forskel? Og hvad vil der ske fremover?

Eftersom faldet i råvarepriserne, især for oliens vedkommende, formentlig hovedsageligt skyldes ny teknologi, må det have en samlet positiv effekt på den globale økonomi. Men ud over denne generelle virkning på den globale økonomiske aktivitet er der også en fordelings effekt.

Prisfaldet slår forskelligt ud, alt efter hvilken side man sidder på i råvaremarkedet. Nogle lande, som fx Indien og Japan, har fået en bytteforholdsgevinst. Andre lande, som Norge og Rusland, har fået et bytteforholdsmæk. Inflationen stiger typisk, når bytteforholdet forringes kraftigt, fordi valutakursen svækkes. Men udslaget varierer betydeligt.

Konsumpriserne i Rusland er steget 19 procent, siden olieprisen begyndte at dykke i juni 2014. I Brasilien har effekten været næsten den samme. I samme periode, det vil sige frem til november 2015, er konsumpriserne i Norge steget med kun 4 procent – en årlig vækst, som kun er 1 procentpoint højere end før faldet i olieprisen. I Canada har virkningen været endnu lavere.

Med Chile og Norge som eksempel

Hvorfor varierer inflationseffekten så meget?

Det skyldes formentlig penge- og finanspolitiske forhold. Og ser vi fx på Norge, kan det forklares ved at se på, hvad der sker i Norge i øjeblikket, kontra hvad der skete midt i 80'erne. Pointen er, at Norge, og andre lande som Chile, nu sikkert ville erfare det samme, som landet langt mod nord gjorde i 80'erne – hvis de havde haft de samme rammevilkår, som Norge havde dengang.

Olieprisen faldt procentuelt det samme fra 1985 til foråret 1986, som den nu er faldet siden sommeren 2014. Konsumpriserne i Norge steg fra maj 1986 til maj 1987 med 10 procent.

Hvorfor var udfaldet så meget anderledes på det tidspunkt? Norge havde ikke

et inflationsmål i 80'erne. Norges Banks instruks var at holde kronkursen stabil – på det niveau, som regeringen til enhver tid mente, var det rigtige. Og eftersom regeringen havde for vane at justere kursen, havde inflationsforventningerne ingen forankring. Så da regeringen devaluerede kronen med 12 procent i maj 1986, gik der ikke mange uger, før prisivæksten steg fra en årlig rate på ca. 5 procent til ca. 10 procent.

Den norske krone er siden juni 2014 blevet svækket ca. 24 procent. En grund til, at inflationen nu ikke er tiltaget, er, at man siden 1999 har haft et troværdigt inflationsmål. Med en rimelig klar formodning om, hvad prisivæksten vil blive fremover, er prissætteren mindre labil over for bevægelser i bytteforholdet og kronkursen.

Men inflationsmålet er ikke hele forklaringen på forskellene i inflationsudslagene mellem råvareeksportører. Colombia, som er en anden stor råvareeksportør, har haft et inflationsmål omtrent lige så længe som Norge. Men det har ikke forhindret, at inflationen steg til 6,4 procent i november 2015.

Den anden forklaring på den lille inflationseffekt af en markant svækkelse af bytteforholdet, er solide statsfinanser.

I 1986 var det ikke klart, om det ville lykkes den norske stat at tilpasse finanserne til et langvarigt lavt olieprisniveau. Og når der er udsigt til svækkede statsfinanser, får man typisk højere inflation – og en ekstra svækkelse af valutakursen. Den norske stat har nu akkumuleret en stor finansiel formue. Uro omkring statsfinanser har derfor ikke bidraget til øget inflation.

I Chile er bytteforholdet, på grund af faldet i kobberprisen, svækket lige så meget som i Norge. Også her har man haft et svagt inflationsudslag. Men den chilenske stat har netto fordringer, og udgifterne er fortsat på meget lavt niveau, selv om de er steget meget på det seneste. Kombineret med et inflationsmål holder tilliden til statsfinanserne inflationen i skak.

Hvad gør forskellen?

Rusland og Brasilien har hverken troværdige inflationsmål eller udsigt til sunde statsfinanser. Ergo blev pengenes værdi undermineret, når bytteforholdet fik et knæk. I Columbia er staten for afhængig af de årlige indtægter fra råvareproduktionen.

Men måske har man i Norge og andre råvareproducerende lande endnu ikke set hele effekten af det svækkede bytteforhold? For Norges vedkommende tror både Statistisk Sentralbyrå (SSB) og Norges Bank på en forbigående let stigning i inflationen – de anslår den til cirka 2 procent om to år. Tager de fejl?

To forhold kan medføre et uventet spring i norsk inflation. Priserne på importvarer, som er faldet jævnt fra 1996 til 2014, er steget 4,3 procent sidste år. Og der er mere i vente. Hvis dette trækker inflationen nok op til, at folk mister tilliden til inflationsmålet, kan priserne accelerere langt mere, end SSB og Norges Bank forestiller sig.

Det andet forhold er, om olieprisen kan risikere at falde yderligere – målt i en nuværende købekraft har olieprisen de sidste 100 år ligget på ca. 25 dollar i lange perioder. Hvis det sker, må den norske stat balancere budgettet ved at bruge af Oliefonden. Selv om der er rigeligt at tage af, skal olieafhængige norske politikere formentlig på afværing i en fart, hvis vi ikke skal have en ekstra dosis inflation.

Hvis råvarepriserne generelt bliver ved med at falde, kan også andre stater, som Chile, blive nødt til at udstikke en mere afholdende udgiftspolitik for at undgå ubehageligt høj inflation.



– Torgeir Høien
Portfolio Manager SKAGEN Tellus

SKAGEN Tellus

Åbner døren til globale renter

- › Det betalte sig ikke at tage risiko i vækstmarkederne og den perifere eurozone
- › Råvareprisfaldet gav negativ effekt på obligations- og valutakurser
- › Fonden er nu positioneret til, at råvarepriserne generelt holder sig på et lavt niveau
- › Ca. 30 procent af fonden er placeret i dollar-denominerede statsobligationer

1	2	3	RISIKO	5	6	7
Fondens startdato	29 September 2006					
Afkast siden start	61,92%					
Gns årligt afkast siden start	5,35%					
Forvaltningskapital	1.003 mio. DKK					
Antal kendte investorer	3.135					

AFKAST	2015
SKAGEN Tellus	-0,75%
JP Morgan GBI Broad Index	8,31%

Pr. 31. december 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Torgeir Høien og Jane Tvedt

Interiør. Brøndums anneks. Ca. 1920. Af Anna Ancher. Billedet tilhører Skagens Museum (beskåret).

Tynget af vækstmarkeder

SKAGEN Tellus tog risiko i vækstmarkeder og den perifere eurozone, hvilket ikke betalte sig så godt, som vi havde forventet. Fonden udviklede sig desuden svagere end referenceindekset, idet en reduceret andel af midlerne var placeret i japanske statsobligationer.

Råvareprisfaldet i 2015 havde negativ effekt på obligations- og valutakurser i de fleste råvareproducerende lande. Vi ventede for længe med at reducere vores positioner i lande som Brasilien og Colombia, hvilket havde negativ effekt. Derudover fik faldet i råvarepriser ikke, som forventet, en positiv effekt på obligationskurser og valutaer i vækstmarkedslande, som importerer råvarer.

Med hensyn til 2016 er fonden nu positioneret til, at råvarerne generelt holder sig på et lavt niveau. Nogle råvaremarkedslande med stærke statsfinanser og inflationsmål har sandsynligvis fået et større fald i valutakursen, end de fundamentale forhold tilsagde. For eksempel er valutaen i Chile faldet i tråd med den lavere kobberpris, og vi mener, at forholdene er til en værdistigning af valutaen. Canada er et andet eksempel. En kombination af troværdige inflationsmål og solide statsfinanser tilsiger, at valutaerne vil appreciere. Fonden er derfor investeret i disse to råvareproducerende lande.

Vi solgte os ud af Tyrkiet og har ikke planer om at gå ind igen lige med det samme – selv om landet vil tjene på fortsat lave råvarepriser. Dertil er den politiske usikkerhed for stor. Indien her derimod godt politisk lederskab, og landet bør kunne udnytte de lave råvarepriser i år. Vi tror på lavere inflation og en stærkere rupi, og fonden har investeret i et papir udstedt af den overnationale bank EBRD.

Vi havde problemer med at navigere i eurozonens periferi sidste år. Forhandlingerne om en ny gældspakke til Grækenland trak længere ud end forventet, og det havde en større effekt på eurozonens rentespænd, end vi forestillede os. Sidste sommer var der, som vi vurderede det, 50 procents chance for et græsk forsvindingsnummer. Da vi er investorer og ikke gamblere, trak vi os derfor ud af positionerne i eurozonens øvrige perifere lande.

I løbet af efteråret investerede vi i eurozonens periferi, som vi tror på vil give et godt afkast i år. Positionerne er relativt små og fordelt mellem Slovenien, Portugal, Spanien og Grækenland. Vi tror ikke, Den Europæiske Centralbank vil hæve renten – en yderligere rentesænkning og mere ukonventionel pengepolitik er sikkert mere aktuel – med fortsat økonomisk vækst og bedre statsfinanser er forholdene lagt til rette til lavere renter i eurozonens periferi.

Ca. 30 procent af fonden er placeret i dollar-denominerede statsobligationer. Det meste, men ikke det hele, har lav varighed. Federal Reserve hævede renten med 25 basispoint i december, men alligevel tror vi ikke på højere lange statsrenter. Vi vurderer, at der er større chance for lidt lavere lange renter. Lav inflation gør Fed forsigtige. Men i forhold til Den Europæiske Centralbank vil Feds politik fremstå strammere, hvilket sandsynligvis vil styrke dollaren. Vi regner derfor med at få både obligations- og valutakursgevinster på vores dollareksponering.



SKAGEN Avkastning

Aktiv renteforvaltning

1	2	3	RISKO	5	6	7
Fondens startdato	16. september 1994					
Afkast siden start	163,34%					
Gns årligt afkast siden start	4,65%					
Forvaltningskapital	1.302 mio. DKK					
Antal kendte investorer	11.140					
AVKASTNING	2015					
SKAGEN Avkastning	-4,59 %					
Statsobligasjons- ind. 3.00	-4,02 %					

Pr. 31. december 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Jane Tvedt og Torgeir Høien

Båden sættes i søen. 1884. Udsnit. Af Oscar Björck, en af Skagensmalerne. Billedet tilhører Skagens Museum.

Uroen spredte sig

Sidste år var udfordrende for både den norske og udenlandske del af porteføljen i SKAGEN Avkastning*, men fondens afkast var på niveau med referenceindekset ved årets udgang.

Den norske del af porteføljen, som udgør ca. 80 procent, er investeret i norske bankindskud med særligt favorable vilkår og bankobligationer med variabel rente. Denne del af porteføljen en lav renterisiko. Men selvom renterisikoen er lav, bliver kursen påvirket af ændringer i renten – både i forhold til den styrende rente fra Norges Bank og kreditspændet. Uroen på de internationale kreditmarkeder smittede også af på de norske bankpapirer og medførte en stigning i kreditspændene fra september. Denne stigning mere end opvejede årets rentefald og betød et kurstab på bankpapirerne. Selvom man på kort sigt får et kurstab som følge af højere kreditspænd, giver det et løft i fondens effektive rente, hvilket er positivt for det forventede afkast i 2016.

Den udenlandske del af porteføljen var i 2015 baseret på vores vurdering af, at de lange sikre renter ville forblive lave, og at kreditspændene ville falde i enkelte lande, især i de tidligere kriseramte sydeuropæiske lande. Vi havde derfor høj eksponering mod de såkaldte perifere eurolande det meste af året.

God start

Året begyndte godt for vores udenlandske investeringer med et kraftigt fald i renten frem til midten af marts. Blandt andet bidrog kvantitative lempelser (QE) fra ECB til faldet i de lange renter. Fra slutningen af april steg renterne kraftigt. Først som følge af højere inflations- og vækstforventninger, og derefter på grund af krisen i Grækenland. Dette påvirkede vores investeringer. I slutningen af juni, da usikkerheden omkring Grækenlands fremtid i eurozonen var størst, valgte vi at sælge vores obligationer i Portugal og Slovenien. Vi mente, at risikoen for, at Grækenland ville forlade euroen, var meget stor, og at dette ville påvirke vores investeringer i Sydeuropa.

Vi tror på euroobligationer

I efteråret har vi igen investeret i landene i Europas periferi. Vi mener, at de strukturelle reformer og interne devalueringer vil forbedre væksten og styrke de offentlige finanser. Yderligere kvantitative lempelser vil formentlig bidrage til, at renterne i de perifere lande falder yderligere, og at rentespændet i Tyskland bliver mindre. Vi er investeret i Slovenien, Portugal og Spanien, og i slutningen af året investerede vi i en mindre græsk position. Vi har også en kroatisk euroobligation, som vi mener, vil nyde godt af rentefaldet i euro-periferien.

Vi har gennem hele 2015 været investeret i Mexico. Landet gennemfører reformer, som vi mener, vil forbedre det økonomiske vækstpotentiale og danne grobund for et fald i kreditpræmien fremadrettet. Vi mener desuden, at den relativt høje realrente vil nærme sig niveauer i de modne lande over tid. De udenlandske investeringer er hedged mod NOK, så ændringer i valutakursen påvirker ikke afkast i fonden i forhold til norske investorer.

Ved udgangen af 2015 var den effektive rente 2,2 procent, rentefølsomheden 1,7 år og den gennemsnitlige løbetid 3,6 år.

**SKAGEN Avkastning er primært investeret i NOK denominerede obligationer, og de udenlandske investeringer er hedged mod NOK.*



Et vanskeligt år for virksomhedsobligationer

2015 var det første år siden finanskrisen i 2008, hvor det globale virksomhedsobligationsmarked gav negativt afkast. Hvorfor gik det sådan?

SKAGEN Credit EUR

De bedste virksomhedsobligationer fra den globale frugthave

- › Dårligt afkast på grund af faldende råvarepriser og strukturelle problemer i Kina og Brasilien
- › Attraktiv prisfastsættelse af kredit i slutningen af 2015
- › Forventer større forskelle på enkeltsekskabers udvikling i 2016

1	2	RISKO	4	5	6	7
Fondens startdato	30. maj 2014					
Afkast siden start	-5,01 %					
Gns årligt afkast siden start	-3,2 %					
Forvaltningskapital	49 mio. EUR					
Antal kendte investorer	56					

AFKAST	2015
SKAGEN Credit	-2,44%
3 Month EURIBOR	0,16%

Pr. 31. december 2015.



PORTEFØLJEFORVALTERE

Ola Sjöstrand og Tomas Nordbø Middlethon

Æbletræer. 1907. Af Michael Ancher. Tilhører Skagens Museum (beskåret).

Problemer i Kina og Brasilien

Første halvår af 2015 var godt for kreditmarkedet og SKAGEN Credit. Året begyndte med, at uroen omkring Ruslands annektering af Krim stilnede af. De europæiske markeder, herunder Rusland, reagerede positivt på nedskaleringen samt på, at eurokrisen omkring Grækenlands statsgæld blev løst i sommeren 2015. Russiske Vimpelcom og Gazprom samt græske Frigoglass var blandt de bedste bidragydere i SKAGEN Credit i 2015.

Andet halvår blev vanskeligt. Usikkerheden omkring Kinas økonomiske vækst førte til et dramatisk fald i vigtige råvarer som kobber, stål, jernmalm og aluminium. Kinas økonomiske vækst har medført store infrastrukturinvesteringer, som har gjort landet til storforbruger af råvarer.

Alle råvarerrelaterede selskaber er derfor blevet straffet hårdt i markedet. SKAGEN Credits investeringer i råvarerrelaterede selskaber, såsom mineselskabet Glencore, råvarehandelsket Noble Group og olieserviceselskabet Seadrill har derfor bidraget negativt i 2015.

Den brasilianske stats kreditvurdering blev først på efteråret nedgraderet fra Investment Grade til High Yield som følge af prisfaldet på råvarer og flere år med økonomisk forfald. Det betyder automatisk, at brasilianske selskaber også vil blive nedgraderet, selv om de ikke har nogen direkte forbindelse til staten. Selskaber, som det går godt for, der leverer overskud og vedligeholder deres gæld, har oplevet kursen på deres obligationer falde på grund af en dårligt ledet stat. Vores brasilianske selskaber som Cosan, JBS, Bannrisul og Braskem har derfor bidraget negativt, selv om udviklingen i selskaberne generelt er god.

Udsigter for 2016

Kreditspændet i SKAGEN Credit har aldrig været så højt som nu. Ved fondens start i sommeren 2014 var tillægget på 250 rentepunkter (2,5 procent rente), 375 i begyndelsen af 2015 og hele 580 (5,8 procent rente) ved udgangen af året. Hvad vil det så sige? Der er mange af de samme obligationer i porteføljen, men prisen på obligationerne er faldet. Afkastet har derfor været negativt, samtidig med at det potentielle afkast fremover bliver større.

Der er to hovedfaktorer til stigningen i risikotillægget:

- Selskaber med indtjeningsproblemer eller meget gæld kan komme i betalingsproblemer, og dermed øge risikoen for gældsforhandlinger eller konkurs. Vi har nogle få eksempler derpå i porteføljen, Nobel Group og Seadrill.
- Et generelt salgspres i upopulære obligationer medfører, at kurserne falder. Dette midlertidige udsving genspejler ikke selskabets reelle evne til at håndtere gæld. Vi investerer i upopulære og undervurderede selskaber og har mange investeringer i denne kategori.

2016 vil højst sandsynligt blive et år, hvor forskellen på gode og dårlige selskaber bliver mere synlige. Det vil i løbet af året formentlig blive mere tydeligt, hvem der har eksistensberettigelse. Det gælder om at få fjernet overkapaciteten i markedet, og det vil medføre både vindere og tabere. Det betyder videre, at det bliver endnu vigtigere at have investeret i de rigtige selskaber. Vi mener, at vi har gode selskaber i porteføljen, som er godt rustet til at manøvrere i trykt igennem 2016.

Afkast, risiko og risikojusteret afkast

Afkast*

Pr. 31.12.2015	NAV Seneste år	NAV Seneste 2 år	NAV Seneste 5 år	NAV Seneste 7 år	NAV Seneste 10 år	NAV Levetid
SKAGEN Vekst A	1,5%	3,7%	2,0%	13,1%	4,7%	13,7%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	12,4%	12,7%	9,3%	20,7%	7,5%	9,9%
SKAGEN Global A	9,0%	7,8%	8,0%	15,3%	7,3%	14,7%
MSCI World AC	8,9%	13,6%	10,7%	14,2%	5,2%	4,1%
SKAGEN Kon-Tiki A	-6,7%	-2,1%	-0,5%	13,4%	6,6%	13,2%
MSCI Emerging Markets	-5,1%	2,7%	-0,7%	11,4%	4,5%	7,0%
SKAGEN m2 A	1,2%	12,6%				5,6%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	10,1%	19,3%				12,3%
SKAGEN Focus A						-15,3%
MSCI World AC						-7,1%
SKAGEN Avkastning	-4,59%	-3,95%	-0,54%	4,28%	1,59%	4,65%
Statsobligasjonsind. 3.00	-4,02%	-3,64%	-1,04%	3,64%	1,85%	4,67%
SKAGEN Tellus A	-0,75%	6,46%	3,90%	6,70%		5,35%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	8,31%	11,33%	3,97%	4,73%		5,05%
SKAGEN Credit EUR A	-2,44%					-3,18%
3 Month EURIBOR	0,16%					0,03%

Risiko seneste 5 år

Pr. 31.12.2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A
Standard Deviation NAV	15,6%	13,5%	13,9%	7,7%	6,3%
Standard Deviation Benchmark	15,1%	11,3%	13,0%	7,1%	7,9%
Tracking Error	5,1%	4,9%	5,9%	2,5%	5,7%
Beta	1,0	1,1	1,0	1,0	0,6
Active Share	96	92	92	-	-

Risikojusteret afkast seneste 5 år

Pr. 31.12.2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Avkastning	SKAGEN Tellus A
Jensen's Alfa	0,1%	-3,8%	-6,7%	0,5%	1,6%
Information Ratio Arithmetic	0,0%	-0,5%	-1,2%	0,2%	0,0%
Sharpe Arithmetic	-0,05	0,55	0,12	-0,10	0,57
Sharpe Ratio Benchmark	-0,06	0,88	0,66	-0,18	0,46

*Alle afkasttal over 12 måneder er annualiseret.

Benchmarkindeks for SKAGEN Vekst var indtil 2014 et vægtet gennemsnit af MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return og Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX)). Før 2010 var Oslo Børs Benchmark Index (OSEBX). Fondens investeringsmandat er ændret med virkning pr. 01.01.2014 fra, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norge til, at fonden investerer mindst 50 % af sine midler i Norden. Dette betyder, at afkast før ændringen blev opnået under andre forudsætninger end i dag.

Benchmarkindeks for SKAGEN Global var indtil 2010 MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return). Siden da har det været MSCI All Country Index (Daily Traded Net Total Return).

Benchmarkindeks for SKAGEN Kon-Tiki var MSCI World Index (Daily Traded Net Total Return) indtil 2004. Siden da MSCI Emerging Markets Index (Daily Traded Net Total Return). Afkastdata for benchmarket til SKAGEN Kon-Tiki er derfor en kombination af disse to indekser.

Benchmarkindeks for SKAGEN m² er MSCI All Country World Index Real Estate IMI.

Benchmarkindeks for SKAGEN Focus er MSCI World AC

Benchmarkindeks for SKAGEN Avkastning er Statsobligasjonsind. 3.00

Benchmark indeks for SKAGEN Tellus var indtil 2012 Barclays Capital Global Treasury Index 3-5 years.

Benchmarkindeks for SKAGEN Credit EUR A er 3 Month EURIBOR

BEGREBSFORKLARING

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

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

Beta viser, i hvilket omfang afkastet på porteføljen har svinget symmetrisk med benchmarkafkastet.

Active Share viser andelen af porteføljen, som ikke er en del af referenceindekset.

Jensen's Alpha beregnes ved porteføljens afkast minus risikofri rente fratrukket markedsporteføljens risikopræmie, hvor sidstnævnte er et udtryk for porteføljens beta.

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

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



INDKALDELSE TIL VALGMØDE I SKAGEN AS

Hermed byder vi SKAGEN Fondenes investorer velkommen til valgmøde på Clarion Hotel Energy på Madla i Stavanger onsdag d. 9 marts kl 18:00.

Dagsorden for valgmødet:

1. Valg af mødeleder og to investorer til at underskrive protokollen – til behandling
2. Bestyrelsens årsberetning
3. Revisors årsberetning
4. Valg af et bestyrelsesmedlem og en suppleant til SKAGEN AS' bestyrelse
5. Valgkomiteen indstiller at nuværende bestyrelsesmedlem Per Gustav Blom til genvalg som investorudpeget bestyrelsesmedlem med varighed til 2018
6. Valgkomiteen indstiller at nuværende suppleant Aina Haug til genvalg som investorudpeget suppleant med varighed til 2018
7. Valg til valgkomiteen
8. Styret indstiller at Trude Marit Risnes vælges med varighed frem til 2019
9. Indsendte spørgsmål fra investorerne

Forhåndsstemme

Investorer (som er investeret direkte via SKAGEN) kan afgive stemme på Min side (log ind via www.skagenfondene.dk). Stemmer kan alternativt indgives på legal@skagenfondene.no eller til SKAGEN, postboks 160, 4001 Stavanger. Forhåndsstemmer skal være SKAGEN i hænde senest 4. marts. Beholdning pr. 4. marts vil være afgørende for antal stemmer. Hvis du har afgivet forhåndsstemme, er det ikke nødvendigt at blive registreret ved ankomsten.

Stemmeretten justeres ved valget, således at investorer, som ejer lige stor værdi, har samme antal stemmer. Øvrige investorer kan stemme ved hjælp af fuldmagt. Kontakt Kundeservice på 7010 4001 for at modtage godkendt fuldmagtsblanket. Husk at medsende legitimation, bevis for beholdningen pr. 4. marts og eventuel virksomhedsattest.

En investor har ret til at få drøftet spørgsmål, som anmeldes skriftlig til forvaltningsselskabets bestyrelse, senest en uge inden valgmødet afholdes. Valgmøderne kan med undtagelse af valgene ikke tage beslutninger, som er bindende for fondene eller forvaltningsselskabet.

Med venlig hilsen
Bestyrelsen i SKAGEN AS

Henrik Lisæth
Chairman of the Board of Directors

2015 set fra bestyrelsen

2015 betød modgang for aktive valueforvaltere som SKAGEN. Efter et svagt første halvår var der tegn på forbedring i andet halvår, hvilket giver inspiration til det kommende arbejde.

Året der gik

De seneste år er der sket en udvikling i investorernes adfærd fra aktiv til passiv forvaltning, også kendt som indeksfonde. Det har SKAGEN, som aktiv forvalter, også kunnet mærke i form af en reduktion i forvaltningskapitalen. Samtidig har vi opretholdt et godt kundegrundlag. For vores kunder har afkastet i 2015 i størstedelen af fondene været lavere end deres referenceindekser. Det er der flere årsager til, som er grundigt gennemgået i porteføljeforvalternes beretning. Men lad os alligevel fremhæve et par vigtige forklaringer:

- Aktiemarkedet har favoriseret store, etablerede og relativt set dyre selskaber, fortrinsvis i USA. SKAGEN er og har været undervægtet i USA, i kraft af vores investeringsfilosofi. SKAGEN er valueforvalter, men det meste af 2015 har stået i vækstaktiernes tegn. Ved slutningen af året var der tegn på forandring i denne trend.
- Investorer har trukket betydelige summer ud af de globale vækstmarkeder i 2015, og det har haft en negativ effekt på en del af SKAGENS investeringer. Det er for tidligt at afgøre, om denne udvikling vil standse og blive vendt.

SKAGENS investorer har historisk kunnet glæde sig over godt absolut og relativt afkast. Afkastet i 2015 har ikke ligget på et niveau, som kunderne er vant til, og som vi er tilfredse med i SKAGEN. Vores kunder skal være klar over, at SKAGEN tager det forløbne års modgang som inspiration til at styrke SKAGENS organisation i den kommende tid, og vi holder fast i vores overordnede valuefilosofi med fokus på fornuftige selskaber.

Forbedrede processer

Porteføljeteamet har i løbet af året fokuseret på, hvordan vi anvender investeringsfilosofien. Aktiefondsporteføljerne er blevet mere koncentrerede og har større fokus på de selskaber, som forvalterne mener har det bedste potentiale til at skabe merafkast til kunderne. Det har allerede givet resultater i løbet af andet halvår. Der stilles nu endnu strengere krav til de selskaber, vi investerer i. Vurderingen af sandsynligheden for merafkast fra selskaberne er blevet yderligere forbedret. Vi har desuden forbedret processerne og disciplinen omkring selskaber, som ikke leverer i henhold til den oprindelige investeringstese.

Stabilt ejerskab

SKAGEN ejes af virksomhedens grundlæggere og nøglepersoner. Hovedejerne er Kristoffer Stensrud, som er aktiv porteføljeforvalter i virksomheden, samt Tor Dagfinn Veen og Åge Westbø, som forvalter deres ejerskab via deres fælles selskab, Nansen Capital Partners. Ejerskabsmodellen sikrer langsigtet uafhængighed og det interessefællesskab, som SKAGEN er bygget på.

I 2015 skete der for ændringer i virksomhedens bestyrelse. Bestyrelsesformand gennem 17 år, Martin Gjelsvik, er trådt tilbage, og bestyrelsen blev samtidig udvidet fra fem til seks medlemmer. De nye bestyrelsesmedlemmer, Henrik Lisæth og Leiv Askvig, er valgt af selskabets aktionærer. Lisæth er ny bestyrelsesformand. Anne Sophie Stensrud blev valgt til bestyrelsesmedlem efter at have været suppleant i 12 år.

International tilstedeværelse

SKAGEN har i over ti år arbejdet ud over Norges grænser. I dag udgør markeder uden for Norge over halvdelen af forvaltningskapitalen. Arbejdet med internationale kunder har givet os en værdifuld indsigt og nye perspektiver på, hvordan vi bedst kan yde alle investorer en bedre service. Vi var nogle af de første i Norge, som fjernede tegnings- og indløsningsprovision på grund af stærk priskonkurrence i Sverige, og vi var tidligt ude med at etablere andelsklasser på grund af strengere regler i Storbritannien og Holland. Tilpasningen til internationale regler vil fremover blive en vigtig del af SKAGENS arbejde.

Det kommende år

Som investor ved du, at SKAGEN har et begrænset antal fonde, og at det kan være klogt at kombinere flere fonde i porteføljen. Kunder, som kombinerer aktie-, obligations- og pengemarkedsfonde er bedre rustet mod markedets udsving, og samtidig kan man skræddersy en portefølje, som er tilpasset den enkelte kundes risikoprofil og præferencer. SKAGEN arbejder med at kunne tilbyde mere komplette opsparingsløsninger, ud over blot en enkelt fond. SKAGEN har mange kompetente rådgivere i organisationen, som vil være behjælpelige med at finde den optimale investeringsportefølje.

Fondsbranchen er under konstant udvikling, både teknisk og regulatorisk. I 2015 lancerede vi nye hjemmesider, og vi er i gang med at implementere vores nye handelsløsninger i alle de markeder, vi opererer i. Dette sker for at gøre det enklere for kunderne at holde overblikket – og for at kunne tilbyde konkurrencedygtige løsninger.

Udviklingen det seneste år har været spændende – kombinationsfonde er blevet virkelig populære. Denne type fonde er sammen med såkaldte smart beta-fonde og multi asset-fonde nogle af de opsparingsformer, som er vokset mest i Europa i 2015.

At operere i et internationalt marked betyder også, at vi skal følge de regulatoriske krav, som gælder i de forskellige lande. En fælles rapporteringsstandard – Common Reporting Standard (CRS) – kommer i 2016. Den fælles indberetningsstandard, eller Common Reporting Standard (CRS), er et internationalt rammeværk om automatisk udveksling af skatteinformationer på tværs af landegrænser over hele verden. Som investor betyder det, at du skal udfylde relevante oplysninger, når du handler fonde.

Ansvarlige investeringer

SKAGEN har fra begyndelsen været åben og transparent omkring selskaberne i porteføljen. Vi oplever i en stadig mere globaliseret verden øget behov for information om, hvorvidt vores investeringer er bæredygtige og i tråd med principper for ansvarlig investering. Ansvarlig investering er en vigtig del af vores interne investeringsproces, og vi vurderer selskabernes bæredygtighed i

alle vores investeringer. Dette gør vi på samme måde, som vi vurderer nøgletallene i et selskab, eftersom bæredygtigheden kan påvirke både risiko og afkast. Vi har, for at lette evalueringen, fastlagt retningslinjer for ansvarlige investeringer, også kendt som ESG (Environmental, Social and Corporate Governance). Retningslinjerne findes på vores hjemmesider.

Kunden i centrum

En af SKAGENS værdier er ”anderledes” – en egenskab vi har bragt med os helt fra selskabets begyndelse i 1993. Det er afgørende for os at lytte til kunderne, samtidig med at vi arbejder på at levere så godt risikojusteret afkast som muligt. Vores kunder leverer de afgørende præmisser for, hvordan SKAGEN skal udvikle sig. Vi lægger vægt på dialogen med vores kunder, hvad enten det sker ansigt til ansigt eller digitalt. I 2016 vil vi styrke analyserne af kundernes brugeradfærd for at kunne tilbyde endnu bedre ydelser fremover.

SKAGEN er ikke bedre end de mennesker, som arbejder her. Vi vil derfor i 2016 videreudvikle vores talentudviklingsprogram, således at vi også i fremtiden kan levere bedst muligt risikojusteret afkast, service og kommunikation til kunderne.

EJERSTRUKTUR

SKAGEN AS ejes af	
T.D. Veen AS	25,69%
Solbakken AS	18,40%
Stafonds AS	13,68%
MCM Westbø AS	9,84%
Månebakken AS	7,29%
Westbø Finans AS	7,29%
SKAGEN AS	3,01%
Espedal & Co AS	1,46%
Kristian Falnes AS	1,46%
Weintraub AS	1,46%
Øvrige	10,42%

ANDELE I FONDENE KONTROLLERET AF BESTYRELSESMEDLEMMER

Navn	Antal andele	Funtion
Henrik Lisæth	0	Bestyrelsesformand, valgt af ejerne
Leiv Askvig	0	Bestyrelsesmedlem, valgt af ejerne
Åge K. Westbø	1.185.806	Bestyrelsesmedlem, valgt af ejerne
Anne Sophie K. Stensrud	191.708	Bestyrelsesmedlem, valgt af ejerne
Simen Vier Simensen	0	Suppleant, valgt af ejerne
Jesper Rangvid	224	Suppleant, valgt af ejerne
Per Gustav Blom	32.522	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne
Martin Petersson	6.009	Bestyrelsesmedlem, valgt af andelsejerne
Aina Haug	226	Suppleant, valgt af andelsejerne

VALGKOMITÈEN

Valgkomitèen består af
Barbro Johansson (chef),
Per Olof Höglund og Terje Vareberg

Valgkomitèens opgave er at foreslå
kandidater til investorvalgte
medlemmer af bestyrelsen i SKAGEN AS



Photo: SOS Children Villages

Målrettet indsats på social ansvarlighed

I SKAGEN har vi i mange år arbejdet med social ansvarlighed (CSR) og sponsering af forskellige velgørende organisationer, med særligt fokus på Kolibri, Læger uden Grænser og SOS Børnebyerne.

Fra og med 2016 har vi valgt at skærpe vores fokus og koncentrere indsatsen om én organisation. Det betyder, at vi udvider og opruster samarbejdet med SOS Børnebyerne, samtidig med at vi udfaser vores sponsorater af Læger uden Grænser og Kolibri ved udgangen af i år.

Med fokuseringen af indsatsen ønsker vi i fællesskab med SOS Børnebyerne at udnytte det fulde potentiale af sponsoratet og opnå større aktivering i form af flere fælles aktiviteter, samt eksponering af det flotte og omsorgsfulde arbejde, SOS Børnebyerne udfører for millioner af børn over hele verden.

Skandinavisk virksomhedsaftale

SKAGEN har valgt at lave en skandinavisk virksomhedsaftale med SOS Børnebyerne med global effekt, i modsætning til de tidligere lokale aftaler med de forskellige organisationer. På den måde opnår vi en fælles profil på tværs af markederne.

Helt konkret har vi status som hhv. hovedsamarbejdspartner i Norge, fadderforetag i Sverige og samfundspartner i Danmark. De øvrige markeder refererer til den skandinaviske aftale.

Hvorfor SOS Børnebyerne?

Valget faldt på SOS Børnebyerne, da organisationen er velkendt og velrenommeret, og den står for stærke værdier, som matcher SKAGENS. Den har desuden eksisteret i mere end 60 år og er repræsenteret i 134 lande.

Ud over opfostringen af børnene i børnebyerne, yder SOS Børnebyerne en stor indsats ved forebyggende arbejde via familieprogrammer, hvor udsatte familier får støtte og hjælp. Derudover etablerer organisationen sundhedsklinikker og skoler, som er åbne for alle og dermed kommer hele lokalsamfundet til gode.

Alt i alt har SOS Børnebyerne en forretningsmodel, som er gennemprøvet, og som har vist sig at give masser af succes i form af velfungerende og veluddannede unge mennesker, som fra tid til anden vender tilbage til deres lokalsamfund efter endt uddannelsesforløb for at bidrage med deres kompetencer. En positiv spiral med vidtrækkende konsekvenser.

Projektet, som SKAGEN støtter

Det konkrete projekt, som SKAGEN har valgt at støtte, er en skole lokaliseret i det centrale Viet Tri, hovedstaden i Phu Tho-provinsen i Vietnam. Byen ligger ca. 80 km nordvest for Hanoi og har ca. 260.000 indbyggere. På trods af mange regeringsstiltag er der store dele af befolkningen, der lever i fattigdom. Mange familier har svært ved at klare basale behov som mad, og uddannelse er for mange et fjernt begreb.

SOS Børnebyen fungerer som et kærligt hjem for omkring 150 børn, og en del af de mange tilbud i dette SOS Børnebyerne-program er SOS Hermann Gmeiner-skolen (Hermann Gmeiner er grundlæggeren af SOS Børnebyerne), som SKAGEN støtter. Midlerne går til materialer, bøger, uddannelse af kvalificerede lærere, lønninger til lærerne, operationelle omkostninger, såvel som udgifter til vedligehold. Skolen har op til 1.250 børn i alderen 1-12 år, og på skolen er børnene sikret minimum ét nærende måltid om dagen. De fleste børn klarer sig godt på skolen og får dermed øget deres chancer for efterfølgende at gå videre med yderligere uddannelse, arbejde og dermed evnen til at forsørge sig selv og deres pårørende.

For SKAGEN er dette sponsorat en investering i uddannelse og dermed i fremtiden. Sponsoratet er med til at give børn viden og kompetencer gennem uddannelse. Dette ændrer ikke kun fremtidsudsigterne for barnet, men er også med til at bygge samfundet op og skabe vedvarende udvikling i den verden, som vi alle er en del af. Det er socialt ansvar, der efterlader varige spor.



SKAGEN øger fokus på bæredygtighed

Som et led i vores langsigtede forpligtelse til FN's Principper for Ansvarlig Investering (UN PRI), etablerede vi i 2015 nye og forbedrede langsigtede retningslinjer for vores arbejde omkring bæredygtighed. Vi ønsker dermed at øge vores fokus på klima, sociale forhold og god selskabsledelse (ESG – Environmental, Social and Corporate Governance issues).

I det forløbne år har vi opdateret vores etiske retningslinjer og politik for stemmeafgivelse og samlet dem til en omfattende ESG-politik for, hvordan vi vil investere ansvarligt, som er godkendt af bestyrelsen. Denne politik dækker alle fonde og aktivklasser i SKAGEN og findes på vores hjemmeside.

SKAGEN mener, at investering i bæredygtige selskaber betaler sig i det lange løb. Siden 2002 har vi fokuseret på at integrere ESG i investeringsprocessen og træffe bedre informerede investeringsbeslutninger. Alle investeringer screenes og vurderes i forhold til vores opdaterede politik og bedømmes ud fra bæredygtighed.

Stemmeafgivelse

SKAGEN har i 2015 indtaget en endnu mere aktiv rolle omkring ESG-forhold end tidligere. Året bød på 232 aktionærforsamlinger med afstemning, hvor der blev stemt om 2359 spørgsmål. SKAGEN stemte på 86 procent af disse møder, og i 7,6 procent af tilfældene stemte vi imod ledelsen på et eller flere af punkterne på dagsordenen. En generel stemmedeltagelse på 86 procent svarer til en stigning på 15 procent fra året før og er på linje med vores øgede fokus på ESG.

Kategori	Antal	Procent
Møder med afstemning	232	
Møder, hvor vi stemte	200	86%
Møder, hvor vi stemte imod mindst 1 gang eller undlod at stemme	69	30%
Spørgsmål til afstemning	2359	
Stemmer afgivet mod ledelsens anbefaling	156	7.6%

SKAGEN har typisk stemt imod på spørgsmål omkring udstedelse af aktier uden forkøbsret for de eksisterende aktionærer; umådeholden, ikke resultatbetinget honorering af ledelsen; valg af ikke tilstrækkeligt uafhængige bestyrelsesmedlemmer samt transaktioner med søsterselskaber.

Fortegnelse over vores stemmeafgivelse kan findes på SKAGENs hjemmeside.

Engagement

SKAGEN er engageret i selskaber i porteføljerne. Vores porteføljeformidlere taler jævnligt med ledelsen i de selskaber, vi investerer i. Når det gælder ESG tæller vi de tilfælde, hvor vi har haft direkte kontakt med selskaberne med – i mindre såvel som større sager.

SKAGEN har i 2015 haft i alt 18 dialoger om forskellige spørgsmål af forskelligt omfang. Årets største sag var det britiske sikkerhedsselskab G4S, hvor vi har anmodet om forbedringer og en mere klar redegørelse for selskabets adfærd omkring de sidste ti års stridspunkter. Det er vores opfattelse, ud fra vores dialog med G4S, at selskabet tager spørgsmålene alvorligt og arbejder på forbedringer. Arbejdet med G4S pågår stadig i begyndelsen af 2016.

Forbedringer og implementeringen af vores ESG-politik og FN's Principper for Ansvarlig Investering er en løbende bestræbelse for SKAGEN – nye spørgsmål kan melde sig, og vi kan hele tiden optimere processerne. Vi har taget et stort skridt i 2015 og har fokus på at forstærke yderligere i år.

Bestyrelsens beretning for SKAGENs værdipapirfonde 2015

SKAGEN AS (SKAGEN) forvaltede ved udgangen af 2015 en samlet forvaltningskapital på ca. 100 milliarder norske kroner fordelt på fem aktiefonde, seks obligations- og pengemarkedsfonde, en kombinationsfond samt spejlingsfonde og tilførselsfonde. Der er ikke foretaget ændringer i fondenes mandater i 2015. Den enkelte værdipapirfond/andelsklasses afkast i 2015 fremgår af tabellen herunder.

SKAGENs aktiefonde i 2015

SKAGEN forvaltede ved udgangen af 2015 aktiefondene SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN m² og SKAGEN Focus. Vores største aktiefond, SKAGEN Global, havde ved årets slutning en forvaltningskapital på ca. 45 milliarder norske kroner (inklusive spejlsfond). Bestyrelsen vurderer, at SKAGEN Globals afkast i 2015 var tilfredsstillende. De øvrige aktiefonde leverede svagere afkast end målsætningen. Det skyldes blandt andet en relativt set lav eksponering mod den amerikanske dollar, som blev apprecieret i løbet af 2015, samt SKAGENs eksponering mod vækstmarkederne, der generelt udviklede sig svagt i 2015 (se mere om markedsrisiko herunder). Brasilien og Tyrkiet var i den henseende særligt udslagsgivende.

SKAGENs investeringsproces blev i 2015 gennemgået med henblik på forbedringer. Resultatet af dette arbejde forventes at slå igennem fremover. Det har således været tilfredsstillende at observere forbedret relativt afkast i andet halvår af 2015 for SKAGEN Kon-Tiki og SKAGEN Global.

SKAGEN etablerede en ny aktiefond – SKAGEN Focus – i 2015. Fonden havde ved udgangen af året en forvaltningskapital på omkring 1 milliard norske kroner. Der blev også etableret institutionelle andelsklasser i vores aktiefonde samt i en af vores obligationsfonde i 2015.

SKAGENs obligations- og pengemarkedsfonde i 2015

SKAGEN forvaltede ved årets slutning pengemarkedsfondene SKAGEN Høyrente, SKA-

GEN Høyrente Institusjon og SKAGEN Krona samt obligationsfondene SKAGEN Avkastning, SKAGEN Tellus og SKAGEN Credit. Den sidste fond er en såkaldt modtager-/tilførselsfond og består af en række selvstændige værdipapirfonde, som er forbundet med hinanden. Bestyrelsen er tilfreds med, at SKAGENs pengemarkedsfonde fortsætter med at levere godt relativt afkast. Obligationsfondene udviklede sig derimod svagere. Dette skyldes endnu en gang en relativt set høj eksponering mod vækstmarkederne.

Udsigterne for 2016

Den globale BNP-vækst forventes at holde sig på 3-4 procent ind i 2016. Det generelle renteniveau vil endvidere forblive lavt. De største udfordringer uddybes desuden i denne beretnings afsnit om markedsrisiko. 2016 ser efter bestyrelsens vurdering ud til at kunne blive et relativt godt investeringsår. Det skal ikke desto mindre præciseres, at der altid vil være betydelig usikkerhed forbundet med vurdering af fremtidige forhold.

Risikostyring i SKAGENs værdipapirfonde

SKAGEN overvåger og måler risikoen i værdipapirfondene i overensstemmelse med norske love og regler. Alle værdipapirfondene har en risikoprofil, som er godkendt af bestyrelsen, og som revideres en gang om året. Bestyrelsen og den administrerende direktør modtager regelmæssigt risikorapporter udarbejdet af selskabets uafhængige risikostyringsfunktion, som belyser relevante risikofaktorer, herunder markedsrisiko, kreditrisiko, likviditetsrisiko, operationel risiko, omdømmerisiko

AFKAST 2015 (NOK)

Fond/andelsklasse	Værdiudvikling 2015 (i NOK)
SKAGEN Global A	15,43 %
SKAGEN Global B	15,49 %
SKAGEN Global C	15,48 %
SKAGEN Global D	15,55 %
SKAGEN Kon-Tiki A	-1,21 %
SKAGEN Kon-Tiki B	-0,75 %
SKAGEN Kon-Tiki C	-1,19 %
SKAGEN Kon-Tiki D	-0,96 %
SKAGEN Kon-Tiki E	-0,70 %
SKAGEN Focus A*	-3,51 %
SKAGEN Focus B*	-3,30 %
SKAGEN Focus C*	-3,69 %
SKAGEN m2 A	7,12 %
SKAGEN m2 B	7,39 %
SKAGEN m2 C	5,63 %
SKAGEN Vekst A	7,48 %
SKAGEN Vekst B	7,67 %
SKAGEN Vekst C	7,40 %
SKAGEN Tellus A	5,06 %
SKAGEN Tellus B	5,43 %
SKAGEN Tellus C	4,66 %
SKAGEN Credit NOK	-1,73 %
SKAGEN Credit SEK**	-3,28 %
SKAGEN Credit EUR A***	-2,62 %
SKAGEN Credit EUR B***	-2,27 %
SKAGEN Avkastning	0,99 %
SKAGEN Høyrente	1,06 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	1,39 %
SKAGEN Krona**	0,19 %
SKAGEN Balanse 60/40	6,14 %

*Afkast siden lancering 26.5.2015

**Afkast i SEK

***Afkast i EUR



*Henrik Lisæth
Bestyrelsesformand*



*Åge Westbø
Bestyrelsesmedlem,
valgt af ejerne*



*Anne Sophie K. Stensrud
Bestyrelsesmedlem,
valgt af ejerne*



*Leiv Askvig
Bestyrelsesmedlem,
valgt af ejerne*



*Simen Vier Simensen
Bestyrelsesmedlem,
valgt af ejerne*



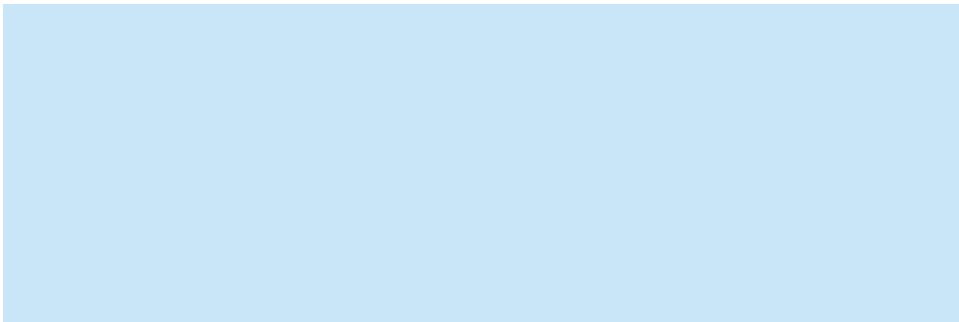
*Jesper Rangvid
Suppleant,
valgt af ejerne*



*Per Gustav Blom
Bestyrelsesmedlem,
valgt af andelsejerne*



*Martin Petersson
Bestyrelsesmedlem,
valgt af andelsejerne*



*Aina Haug
Suppleant,
valgt af andelsejerne*

og juridisk risiko. Risiko styres altså på en helhedspræget måde.

Alle SKAGENs værdipapirfonde havde en værdiudvikling sidste år, som ligger indenfor de normale årlige udsving og respektive risikoprofiler. Afkastet forventes at blive højest for aktiefondene over tid, et stykke lavere for obligationsfondene og lavest for pengemarkedsfondene. Aktiefonden SKAGEN m² antages over tid at levere et afkast mellem de andre aktiefonde og obligationsfondene.

Markedsrisiko

Værdipapirfondenes værdier bliver dagligt påvirket af ændringer i branche- og selskabsspecifikke forhold, valutakursudvikling, renteniveauer og generelle konjunkturer. Dette kaldes markedsrisiko. Øget politisk risiko og mulige ændringer i handelsaftaler, klimaftaler og sikkerhedstiltag i den globale terrorbekæmpelse medfører større behov for brug af scenarier og evne til hurtigt tilpasning. SKAGEN må være forberedt på forskelligartede fremtidsudsigter.

Den samlede risiko i vores porteføljer er først og fremmest drevet af fælles faktorer såsom generel markedsudvikling og valutaforhold. Især valutaforhold er de seneste år blevet vigtigere. Enkeltelskaberne i porteføljen er desuden præget af selskabsspecifikke risikofaktorer, men disse bliver i høj grad diversificeret, ved at SKAGEN investerer i selskaber med forskellige aktivitetsområder og i forskellige regioner. Vi bemærker, at en akties eller en obligations bidrag til risikoen i porteføljen oftest svarer nogenlunde til dens vægt i porteføljen.

Bestyrelsen forventer i 2016 fortsat høj volatilitet på grund af politisk uro og strukturelle problemer i større markeder som Brasilien og Kina. Selskaber i vækstmarkeder leverer og forventes at levere lavere indtjening end for et par år siden, samtidig med at risikoen er mindst lige så høj som før. Risikobilledet opretholdes af en række faktorer som for eksempel træghed omkring markedsforbedringer og reformer netop i vækstmarkederne, observeret og forventet aftagende vækst i Kina, svag og volatil

oliepris og endelig øget frygt for ny uro i vækstmarkederne. Uro i finansmarkederne kan udløses direkte af centralbanker og/eller af faldende kreditværdighed i vækstmarkederne.

På den anden side har vækstmarkederne højere potentiale for kursstigning, i høj grad drevet af højere forventet indtjening. Vækstmarkederne er også normalt mindre udsat for udfordringer i Europa og USA. Vedvarende problemer i Europa fra finanskrisen, herunder Grækenlands gældsproblemer og flytningstrømmen fra Syrien, forventes at ramme de europæiske markeder i højere grad end vækstmarkederne.

Risikoen for fondsværdierne i SKAGENs værdipapirfonde målt i norske kroner er steget i løbet af 2015, hovedsagelig på grund af stigende valutarisiko. En del af stigningen stammer som nævnt fra andre markedsfaktorer, og vi forventer en yderligere stigning i risikoen for 2016.

Volatiliteten i kreditspændet forventes at blive øget for rentefondene, hvilket betyder større udsving i et regime præget af lave

BESTYRELSENS BERETNING

renter på grund af skiftende likviditet. Vi forventer også, at en del investorer flytter investeringer mellem stats- og selskabsobligationer samt mellem lande og regioner i takt med forskellig rente- og selskabsudviklinger. Effekten af sådanne reallokeringer forventes at kunne medføre nedsat likviditet for kreditobligationer udstedt af selskaber i enkelte sektorer. De store kreditvurderingsbureauer forventer desuden stigende misligholdelse i alle regioner, især i Latinamerika.

Kreditrisiko

Rentefondenes investeringer baseres på vurderinger af enkeltudsteders kreditværdighed og økonomiske, makropolitisk og institutionelle forhold i det land, obligationen udstedes i. Kreditrisiko reduceres ved hjælp af krav til både høj kreditværdighed og typen af udsteder. Modpartsrisikoen reduceres ved at søge levering mod betaling og ved at overvåge mæglermodpartens kredit-rating, markedskreditpræmie og regnskaber.

Likviditetsrisiko

Aktiefondenes likviditetsrisiko begrænses ved overvågning af rapporterede omsatte volumener, et omfattende modpartsnetværk

samt mulighed for at handle direkte med modparter uden for markedet. Desuden opretholdes en kontantbeholdning af en vis størrelse. Potentiel stærk svækkelse af likviditeten testes og sammenlignes med de historiske data for de største observerede samt forventede indløsninger i forskellige tidsperioder.

Operational risiko

SKAGEN tilstræber en god risikokultur i virksomheden, hvor kontrol og risikoommærksomhed er placeret hos de ansvarlige for de aktuelle arbejdsopgaver. Operational risiko styres blandt andet ved opdatering af og læring fra hændelsesregistre. Uønskede hændelser evalueres to gange om året af selskabets kontrolfunktion i en intern kontrolproces med de ansvarlige ledere for de forskellige aktivitetsområder. Risiko vurderes desuden på et overordnet niveau af den administrerende direktør, og det vurderes fortløbende, om der skal indføres nye tiltag, og om interne rutiner skal ændres. Kontrolfunktionen diskuteres også med intern revisor og rapporterer intern kontrolgennemgang til bestyrelsen. Et antal projekter relateret til intern kontrol gennemføres årligt baseret på godkendelse

fra bestyrelsen, hvor målet er at effektivisere driften og iværksætte målrettede tiltag for at reducere den operationelle risiko. Ekstern revisor foretager årligt en finansiel kontrol og afgiver en uafhængig bekræftelse i henhold til ISAE3402-standard.

Indløsninger

Enkelte af aktiefondene har haft betydelige indløsninger i 2015. Likviditeten i fondene har imidlertid ikke været udfordret, og indløsningerne har været håndteret rutinemæssigt. Fondenes likviditet har overordnet været bedre ved årets afslutning end ved årets indgang.

Administrative forhold

Værdipapirfondene har ingen ansatte. Virksomheden forurener ikke det ydre miljø. Alle værdipapirfondene har SKAGEN som forretningsfører. SKAGEN er lokaliseret i Stavanger. Alle værdipapirfondene har Handelsbanken som depotmodtager.

Fortsat drift

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

Forslag til fordeling af fondenes overskud:

RESULTATREGNSKAB 2015 I HELE 1000 NOK	SKAGEN VEKST 2015	SKAGEN GLOBAL 2015	SKAGEN KON-TIKI 2015	SKAGEN m ² * 2015	SKAGEN FOCUS 26.05.2015 - 31.12.2015	SKAGEN BALANSE 60/40 2015	SKAGEN TELLUS 2015	SKAGEN AVKASTNING 2015
ÅRSRESULTAT	595 588	5 212 754	42 175	48 297	- 27 818	17 691	53 350	15 689
Som disponeres								
Overført til/fra optjent egenkapital	595 588	5 212 754	42 175	48 297	-27 818	17 691	-61 061	- 52 638
Afsat til uddeling til andelsejerne	-	-	-	-	-	-	114 411	68 328
Netto uddelt til andelsejerne i løbet af året	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM	595 588	5 212 754	42 175	48 297	-27 818	17 691	53 350	15 689

RESULTATREGNSKAB 2015 I HELE 1000 NOK	SKAGEN HØYRENTE 2015	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON 2015	SKAGEN KRONA 2015	SKAGEN CREDIT 2015	SKAGEN CREDIT NOK 2015	SKAGEN CREDIT SEK (1000 SEK) 2015	SKAGEN CREDIT EUR (1000 EUR) 2015
ÅRSRESULTAT	32 240	10 527	1 083	18 665	-3 667	-708	-180,1
Som disponeres							
Overført til/fra optjent egenkapital	-21 674	1 069	1 083	2 283	-3 667	-1 065	-349,2
Afsat til uddeling til andelsejerne	53 914	9 458	-	16 381	-	-	169,1
Netto uddelt til andelsejerne i løbet af året	-	-	-	-	-	357	-
SUM	32 240	10 527	1 083	18 665	-3 667	-708	-180,1

Styret for SKAGEN AS, Stavanger 10. februar 2016

Henrik Lisæth

Åge K. Westbø

Anne S.K. Stensrud

Leiv Askvig

Martin Petersson

Per Gustav Blom

Årsregnskab 2015

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN m ²		SKAGEN Focus	
(angitt i hele tusen kroner)		Noter	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	26.05.2015 - 31.12.2015
Porteføljeginntekter og -kostnader											
Renteinntekter/-kostnader			-1642	3412	-20253	4688	-44055	-11631	847	939	234
Aksjeutbytte			177934	178274	759302	1046550	1249620	1009933	49062	19261	6943
Gevinst/tap ved realisasjon			757060	1591972	6535553	4466021	3937582	3530101	95424	-18383	12406
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7		-283834	-514656	-1924864	658868	-4506367	1090280	-83975	194870	-44522
Garantiprovisjon			-	-	-	1101	-	-	-	-	-
Kurtasje			-7162	-7576	-74573	-	-44335	-47563	-1778	-1020	-1628
Valutagevinst/tap			43326	88509	398870	682795	218342	426444	5608	2826	2837
PORTEFØLJERESULTAT			685682	1339935	5674035	6807161	810787	5997562	65187	198493	-23730
Forvaltningsinntekter og -kostnader											
Forvaltningshonorarfast	8		-81807	-84323	-360499	-450245	-783647	-1008148	-17861	-8442	-7201
Forvaltningshonorarvariabelt	8		-11750	-76246	-370	-	130520	463770	8863	2193	5617
FORVALTNINGSRESULTAT			-93557	-160570	-360869	-450245	-653127	-544378	-8997	-6249	-1584
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			592125	1179366	5313165	6356916	157660	5453184	56190	192244	-25314
Skattekostnad	10		3464	-6543	-100411	-182000	-115485	-99307	-7893	-7715	-2504
ÅRSRESULTAT			595588	1172823	5212754	6174916	42175	5353876	48297	184529	-27818
Som disponeres											
Overført til/fra opptjent egenkapital	9		595588	1172823	5212754	6174916	42175	5353876	48297	184529	-27818
Avsatt til utdeling til andelseiere	9		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseiere i løpet av året	9		-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM			595588	1172823	5212754	6174916	42175	5353876	48297	184529	-27818
BALANSE											
			31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015
Eiendeler											
Norske verdipapirer til kostpris	3,7		1404369	1777193	-	652468	1389093	1397187	51073	25535	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7		5522299	5025309	24408235	26716927	24308029	35107835	881796	609305	1055313
Urealiserte kursgevinster/tap	7		1230110	1514202	9489191	11416598	9684462	14191065	66993	150971	-44522
Opptjente renter verdipapir	7		-	-	-	216	-	-	128	108	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE			8156778	8316704	33897425	38786209	35381584	50696087	99990	785918	1010791
Tilgodehavende aksjeutbytte			19940	18510	69029	81277	224073	183062	1787	1754	3158
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER			19940	18510	69029	81277	224073	183062	1787	1754	3158
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	10		10	16446	240021	45555	11175	53598	13053	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet			4	4	18	17	52	211632	4852	4	2382
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			5961	2280	42813	38213	29206	4530	1077	653	-
Andre fordringer			-	-	705	-	-	-	769	294	-
SUM ANDRE FORDRINGER			5974	18730	283556	83785	40433	269761	19751	951	2382
Bankinnskudd	11		37228	386083	1429076	659001	618335	613624	12668	77592	27641
SUM EIENDELER			8219921	8740027	35679086	39610272	36264425	51762534	1034196	866216	1043971
Egenkapital											
Andelskapital til pålydende	9		411969	467604	2427276	3103280	5269900	7458488	661261	580240	1080198
Overkurs	9		4082398	4190110	19475362	22724548	25743393	31493522	235702	103871	-22972
INNSKUTT EGENKAPITAL			4494366	4657714	21902638	25827828	31013293	38952010	896963	684111	1057226
Opptjent egenkapital	9		3688791	3981864	13651911	13550032	5176404	12774021	125036	153014	-15401
Avsatt til andelseiere for reinvestering i nye andeler	9		-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM EGENKAPITAL			8183157	8639578	35554550	39377859	36189697	51726031	1021999	837125	1041825
Gjeld											
Utsatt skatt	10		-	-	-	1134	-	-	668	1840	-
Skyldig til meglere			-	-	558	9786	-	4462	742	23968	-
Skyldig til forvaltningsselskapet			31798	97242	87337	107551	39017	-	-	400	-
Annen gjeld	10		4965	3208	36642	113941	35711	32041	10787	2882	2146
SUM ANNEN GJELD			36763	100450	124537	232412	74728	36503	12197	29091	2146
SUM GJELD OG EGENKAPITAL			8219921	8740027	35679086	39610272	36264425	51762534	1034196	866216	1043971

Styret for SKAGEN AS, Stavanger 10. februar 2016



Henrik Lisæth



Åge K. Westbø



Anne S.K. Stensrud



Leiv Askvig



Martin Petersson



Per Gustav Blom

REGNSKAB

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Tellus		SKAGEN Avkastning		SKAGEN Høyrente		SKAGEN Høyrente Institusjon		SKAGEN Krona*		
(angitt i hele tusen kroner)		Noter	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014
Porteføljeginntekter og -kostnader												
Renteinntekter/-kostnader			44 774	27 338	47 438	47 175	69 331	91 795	16 482	27 689	2 155	12 951
Aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon			95 548	-2 335	56 039	-3 662	-4 170	139	-2 107	711	-	-
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7		-74 503	161 416	-60 098	61 478	-25 251	-7 228	-2 678	-1 900	-201	-2 075
Garantiprovisjon			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje			-42	-34	-24	-17	-5	-3	-5	-3	-19	-14
Valutagevinst/tap			-2 724	751	-18 441	-29 535	-	-	-	-	-	-
PORTEFØLJERESULTAT			63 053	187 137	24 913	75 439	39 904	84 703	11 692	26 498	1 934	10 861
Forvaltningsinntekter og -kostnader												
Forvaltningshonorar fast	8		-9 702	-5 717	-9 224	-7 447	-7 664	-8 489	-1 165	-1 594	-852	-1 479
Forvaltningshonorar variabelt	8		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT			-9 702	-5 717	-9 224	-7 447	-7 664	-8 489	-1 165	-1 594	-852	-1 479
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD			53 350	181 420	15 689	67 991	32 240	76 214	10 527	24 904	1 083	9 382
Skattekostnad	10		-	-450	-	-	-	-	-	-	-	-
ÅRSRESULTAT			53 350	180 969	15 689	67 991	32 240	76 214	10 527	24 904	1 083	9 382
Som disponeres												
Overført til/fra opptjent egenkapital	9		-61 061	154 554	-52 638	55 280	-21 674	-5 199	1 069	4 006	1 083	-4 435
Avsatt til utdeling til andelseierne	9		114 411	26 415	68 328	12 711	53 914	81 414	9 458	20 898	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9		-	-	-	-	-	-	-	-	-	13 817
SUM			53 350	180 969	15 689	67 991	32 240	76 214	10 527	24 904	1 083	9 382
BALANSE												
			31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Eiendeler												
Norske verdipapirer til kostpris	3,7		63 360	-	1 238 681	969 570	2 278 741	2 362 404	404 444	354 978	-	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7		1 122 673	938 585	296 999	265 604	-	-	-	-	500 573	620 961
Urealiserte kursgevinster/tap	7		81 193	155 696	6 559	66 657	-22 571	2 680	-2 950	-272	-472	-271
Opptjente renter verdipapir	7		18 162	18 674	7 631	11 084	5 994	8 198	1 032	1 138	278	1 204
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE			1 285 388	1 112 954	1 549 869	1 312 915	2 262 163	2 373 282	402 526	355 845	500 379	621 895
Tilgodehavende aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere			-	-	-	-	-	-	-	66 953	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet			5	4	3	2	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer			-	-	-	-	951	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER			5	4	3	2	951	-	-	66 953	-	-
Bankinnskudd	11		10 503	34 871	130 698	434 828	642 182	966 763	186 931	409 271	113 072	129 116
SUM EIENDELER			1 295 895	1 147 830	1 680 570	1 747 745	2 905 297	3 340 045	589 457	832 069	613 452	634 811
Egenkapital												
Andelskapital til pålydende	9		935 568	851 683	1 170 679	1 219 380	2 845 658	3 224 938	583 133	813 619	611 277	633 263
Overkurs	9		250 517	146 464	461 438	457 581	197 010	206 401	95 299	53 401	6 967	13 283
INNSKUTT EGENKAPITAL			1 186 085	998 147	1 632 116	1 676 961	3 042 668	3 431 339	678 432	867 021	618 245	646 547
Opptjent egenkapital	9		-8 426	120 010	-22 242	53 708	-192 606	-175 256	-98 921	-56 415	-5 596	-13 069
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9		114 373	26 355	67 683	12 103	53 305	81 213	9 697	21 136	-	-
SUM EGENKAPITAL			1 292 032	1 144 512	1 677 557	1 742 772	2 903 367	3 337 296	589 207	831 742	612 648	633 478
Gjeld												
Utsatt skatt	10		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til meglere			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet			2 331	1 983	2 178	2 155	1 930	2 163	250	327	148	349
Annen gjeld	10		1 533	1 334	835	2 818	-	586	-	-	655	984
SUM ANNEN GJELD			3 864	3 317	3 013	4 973	1 930	2 749	250	327	803	1 333
SUM GJELD OG EGENKAPITAL			1 295 895	1 147 830	1 680 570	1 747 745	2 905 297	3 340 045	589 457	832 069	613 452	634 811

* Angitt i hele tusen svenske kroner

Styret for SKAGEN AS, Stavanger 10. februar 2016

Henrik Lisæth

Åge K. Westbø

Anne S.K. Stensrud

Leiv Askvig

Martin Petersson

Per Gustav Blom

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Credit		SKAGEN Credit NOK		SKAGEN Credit SEK*		SKAGEN Credit EUR**		SKAGEN Balanse60/40	
(angitt i hele tusen kroner)		2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	30.05.2014- 31.12.2014	2015	2014
	Noter										
Porteføljeginntekter og -kostnader											
Renteinntekter/-kostnader		10962	4956	10696	5997	1635	1286	322,5	141,1	3307	1998
Aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gevinst/tap ved realisasjon		2902	2441	7790	3144	727	157	21,3	-3,3	18055	11042
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	3473	13752	-5415	6065	-2205	415	-348,5	-35,4	-3227	12848
Garantiprovisjon		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kurtasje		-38	-26	-32	-11	-24	-12	-2,2	-0,6	-	-
Valutagevinst/tap		1367	1184	-15723	-16709	-645	-2498	-140,2	-163,8	-	-
PORTEFØLJERESULTAT		18665	22306	-2683	-1515	-512	-652	-147,1	-62,0	18135	25888
Forvaltningsinntekter og -kostnader											
Forvaltningshonorarfast	8	-	-	-984	-493	-195	-115	-33,0	-12,1	-	-
Forvaltningshonorarvariabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FORVALTNINGSRESULTAT		-	-	-984	-493	-195	-115	-33,0	-12,1	-	-
RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD		18665	22306	-3667	-2007	-708	-767	-180,1	-74,1	18135	25888
Skattekostnad	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-445	-780
ÅRSRESULTAT		18665	22306	-3667	-2007	-708	-767	-180,1	-74,1	17691	25108
Som disponeres											
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	2283	14902	-3667	-2007	-1065	-767	-349,2	-74,1	17691	25108
Avsatt til utdeling til andelseiere	9	16381	7404	-	-	-	-	169,1	-	-	-
Netto utdelt til andelseiere i løpet av året	9	-	-	-	-	357	-	-	-	-	-
SUM		18665	22306	-3667	-2007	-708	-767	-180,1	-74,1	17691	25108
BALANSE											
		31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2014
Eiendeler											
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	15338	5089	143674	83030	20690	26634	5409,0	3049,1	303147	269501
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	171344	121506	-	-	-	-	-	-	-	-
Urealiserte kursgevinster/tap	7	17224	13752	650	6065	-1790	415	-383,9	-35,4	24869	28095
Opptjente renter verdipapir	7	4162	2676	100	-	-8	-	-	-	-	-
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE		208068	143022	144424	89094	18892	27050	5025,0	3013,7	328016	297596
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	220	-
Til gode fra meglere		-	-	-	191	100	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	-	-	-	-	0,1	0,1	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SUM ANDRE FORDRINGER		-	-	-	191	100	-	0,1	0,1	220	-
Bankinnskudd	11	3220	4676	1637	314	121	196	47,1	15,9	2151	3555
SUM EIENDELER		211287	147698	146061	89600	19114	27245	5072,1	3029,6	330386	301151
Egenkapital											
Andelskapital til pålydende	9	175824	127866	147989	90978	20617	27479	5321,1	3098,4	238370	230571
Overkurs	9	24889	3767	-638	-41	-58	-15	-18,6	-1,7	54827	34776
INNSKUTT EGENKAPITAL		200714	131633	147351	90937	20558	27464	5302,5	3096,7	293198	265347
Opptjent egenkapital	9	-5798	8661	-4343	-1544	-1489	-676	-408,4	-72,8	36295	34987
Avsatt til andelseiere for reinvestering i nye andeler	9	16372	7404	-	-	-	-	169,1	-	-	-
SUM EGENKAPITAL		211287	147698	143008	89393	19070	26788	5063,1	3023,9	329492	300334
Gjeld											
Utsatt skatt	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-	202
Skyldig til meglere		-	-	1306	-	-	-	-	-	-	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		-	-	287	206	43	401	9,0	-	-	-
Annen gjeld	10	-	-	1460	-	1	57	-	5,6	894	615
SUM ANNEN GJELD		-	-	3053	206	44	458	9,0	5,6	894	817
SUM GJELD OG EGENKAPITAL		211287	147698	146061	89600	19114	27245	5072,1	3029,6	330386	301151

* Angitt i hele tusen svenske kroner

** Angitt i tusen euro


Styret for SKAGEN AS, Stavanger 10. februar 2016



Henrik Lisæth



Åge K. Westbø



Anne S.K. Stensrud



Leiv Askvig



Martin Pettersson



Per Gustav Blom

Generelle noter 2015

NOTE 1: REGNSKAPSPRINSIPPER

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

Regnskapet for 2015 er satt opp i samsvar med regnskapslov og forskrift om årsregnskap m.m for verdipapirfond.

Finansielle instrumenter:

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

Fastsettelse av virkelig verdi:

Verdipapirer er vurdert til markedskurser 31.12.2015.

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

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

Valutakurser:

Verdipapirer og bankinnskudd/-trekk i utenlandsk valuta er vurdert til gjeldende valutakurs ved tidspunkt for kursfastsettelse 31.12.2015.

Behandling av transaksjonskostnader:

Transaksjonskostnader i form av kurtasjer til meglere kostnadsføres på transaksjonstidspunkt.

Avsatt til utdeling til andelseierne:

For rentefondene er skattemessig resultat, bestående av renteinntekter, realisert gevinst/tap samt andre inntekter med fradrag for forvaltningskostnader og transaksjonsdrevne depotomkostninger, utdelt til andelseierne i form av nye andeler pr 31.12.2015. I SKAGEN Krona og SKAGEN Credit SEK er utdelingen gjennomført med tildeling av nye andeler pr 18.12.2015.

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

NOTE 2: FINANSIELLE DERIVATER

SKAGEN Credit benytter rentederivater. Dette beskrives nærmere i de spesifikke noter for SKAGEN Credit. Ingen av de andre fondene har benyttet finansielle derivater gjennom 2015.

NOTE 3: FINANSIELL MARKEDSRISIKO

Aksjefondene er gjennom investering i norske og utenlandske virksomheter eksponert for aksjekurs-, valutakurs- og likviditetsrisiko. Rentefondene er eksponert for rente-, kreditt- og likviditetsrisiko. I tillegg er rentefondene eksponert for en valutarisiko i de tilfeller hvor fondene investerer i annen valuta enn fondets funksjonelle valuta.

Oversikt over fond som har funksjonell valuta forskjellig fra NOK:

	Funksjonell valuta
SKAGEN Krona	SEK
SKAGEN Credit SEK	SEK
SKAGEN Credit EUR	EUR

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

NOTE 4: DEPOTOMKOSTNINGER

Fondene blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader.

NOTE 5: OMLØPSHASTIGHET

Omløpshastighet er et mål på gjennomsnittlig varighet på fondets investeringer.

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

Omløpshastighet for 2015:

SKAGEN Vekst	30 %
SKAGEN Global	48 %
SKAGEN Kon Tiki	10 %
SKAGEN m ²	45 %
SKAGEN Focus	20 %
SKAGEN Balanse 60/40	33 %
SKAGEN Avkastning	61 %
SKAGEN Høyrente	52 %
SKAGEN Høyrente Institusjon	91 %
SKAGEN Tellus	114 %
SKAGEN Krona	295 %
SKAGEN Credit	15 %

For feederfondene:

SKAGEN Credit NOK
SKAGEN Credit SEK
SKAGEN Credit EUR

For samtlige feederfond vil det være omløpshastigheten i masterfondet SKAGEN Credit som er relevant

NOTE 6: TEGNINGSPROVISJON

Fondene har ikke tegnings- eller innløsningsprovisjoner.

NOTE 7: SE SIDENE 53-65

SKAGEN Vekst Note 8, 9, 10 og 11

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse Fast honorar prosent p.a.

A	1,0%
B	0,8%
C	0,6%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av avkastning utover 6 prosent p.a målt i norske kroner i andelsklasse A og B, dersom andelsverdien 31.12 er høyere enn andelsverdien ved forrige belastning/avregning av variabelt forvaltningshonorar (høyvannmerke). Andelsklasse C belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn en likevektet og kontinuerlig rebalansert indeks sammensatt av MSCI Nordic Countries IMI Index og MSCI All Country World Index ex Nordic Countries (Daily Total Return Net \$ målt i norske kroner). Den variable forvaltningsgodtgjørelsen i klasse C belastes/avregnes kun såfremt den akkumulerte relative verdiutviklingen fra siste belastning/avregning til og med 31. desember er større enn null.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	79 598	84	2 126	81 807
Forvaltningshonorar variabelt	11 733	16	-	11 750
Sum forvaltningshonorar	91 331	100	2 126	93 557

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	8 639 578
Tegning 2015	586 068
Innløsning 2015	-1 638 077
Utdeling til andelseierne i 2015	-
Årsresultat 2015	595 588
Egenkapital pr 31.12.2015	8 183 157

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	3 972 933	4 671 239	5 008 679
Antall andeler	B	5 753	4 801	-
Antall andeler	C	141 003	-	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	A	1 986,0307	1 847,7680	1 605,2264
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	1 992,0727	1 882,5363	-
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	C	1 994,7290	-	-

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A, andelsklasse B og andelsklasse C er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Vekst for årene 2015 og 2014 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

SKAGEN Focus Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	1,6%
B	1,3%
C	1,0%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar i samtlige tre klasser med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig pr 31. desember for samtlige tre andelsklasser. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad, slik at samlet honorar ikke kan overstige 3,2 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,8 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklassene A og C. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 2,9 prosent p.a. og nedre grense 0,5 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	Totalt
Forvaltningshonorar fast	6 500	17	684	7 201
Forvaltningshonorar variabelt	-5 373	-17	-227	-5 617
Sum forvaltningshonorar	1 127	0	457	1 584

Fondet ble etablert 26.05.2015

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 26.05.2015	-
Tegning 2015	1 274 969
Innløsning 2015	-205 326
Utdeling til andelseierne i 2015	-
Årsresultat 2015	-27 818
Egenkapital pr 31.12.2015	1 041 825

	Klasse	31.12.15
Antall andeler	A	9 577 105
Antall andeler	B	24 875
Antall andeler	C	1 200 000
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	A	96,4892
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	B	96,6965
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	C	96,3062

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom andelsklasse A, andelsklasse B og andelsklasse C er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	26.05.2015 - 31.12.2015
Renteinntekt og garantiprovisjon	234
Skattepliktig aksjeutbytte	6 827
3 % av skattefritt aksjeutbytte	3
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-
Valutagevinst/tap	2 837
Sum skattepliktige inntekter	9 902
Fast forvaltningshonorar	-7 201
Variabelt forvaltningshonorar	5 617
Sum fradragsberettigede kostnader	-1 584

Netto skattepliktig inntekt 8 318

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A) 8 318

Betalbar skatt i resultatregnskapet	
Betalbar skatt (Ax 27 %)	2 246
Kreditfradrag for betalt kildeskatt innværende år	-449
Betalbar skatt	1 796

Skattekostnad i resultatregnskapet	
Betalbar skatt, ikke utlignet	1 796
Kildeskatt utbytte	708
Endring i utsatt skatt	-
Sum skattekostnad	2 504

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN Global Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	1,0%
B	0,8%
C	0,6%
D	0,5%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar i samtlige fire klasser med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen MSCI All Country World Daily Total return Net \$ målt i norske kroner. Variabel forvaltningsgodtgjørelse beregnes daglig og belastes årlig pr 31. desember for andelsklasse A og B. For andelsklasse C og D beregnes variabelt forvaltningsgodtgjørelse daglig og belastes kvartalsvis, men den variable forvaltningsgodtgjørelsen et gitt kvartal kan kun belastes såfremt den akkumulerte relative verdiutviklingen mellom fondet og MSCI All Country World Daily Total Return Net \$ målt i norske kroner fra siste belastning til og med det gitte kvartal er større enn null (høyvannsmerke).

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015				
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	Klasse D	Totalt
Forvaltningshonorar fast	342 388	16 753	1 352	5	360 499
Forvaltningshonorar variabelt	-	157	212	1	370
Sum forvaltningshonorar	342 388	16 910	1 565	6	360 869

Andelsklasse C og D ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	39 377 859
Tegning 2015	3 900 626
Innløsning 2015	-12 936 690
Utdeling til andelseierne i 2015	-
Årsresultat 2015	5 212 754
Egenkapital pr 31.12.2015	35 554 550

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	22 776 656	29 345 494	42 622 543
Antall andeler	B	1 330 076	1 687 304	
Antall andeler	C	165 245		
Antall andeler	D	787		
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	A	1 464,5507	1 268,7961	1 095,2810
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	B	1 462,4149	1 266,2486	
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	C	1 466,7888		
Basiskursprandel (angitt i kroner)*	D	1 467,7476		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom de fire andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2015	2014
Renteinntekt og garantiprovisjon	-20 253	5 790
Skattepliktig aksjeutbytte	415 277	700 470
3 % av skattefritt aksjeutbytte	10 321	10 382
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	3 682	3 723
Valutagevinst/tap	398 870	682 795
Sum skattepliktige inntekter	807 897	1 403 161
Fast forvaltningshonorar	-360 499	-450 245
Variabelt forvaltningshonorar	-370	-
Sum fradragsberettigede kostnader	-360 869	-450 245

Nettoskattepliktig inntekt 447 028 952 915

Underskudd til fremføring fra tidligere år - -

Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A) 447 028 952 915

Betalbar skatt i resultatregnskapet	
Betalbar skatt (Ax 27 %)	120 697
For mye/lite avsett betalbar skatt tidligere år	30 523
Anvendelse av fremført kreditfradrag fra tidligere år	-44 581
Kreditfradrag for betalt kildeskatt innværende år	-53 558
Betalbar skatt	53 082

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen	
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-
Kreditfradrag til fremføring	242 096
Sum grunnlag utsatt skatt/utsatt skattefordel (B)	242 096

Netto utsatt skattefordel/utsatt skatt i balansen (B x 25%) 60 524 -1 134

Netto utsatt skattefordel er ikke balanseført

Skattekostnad i resultatregnskapet	
Betalbar skatt, ikke utlignet	53 082
Kildeskatt utbytte	48 463
Endring i utsatt skatt	-1 134
Sum skattekostnad	100 411

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

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

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorarprosent p.a.
A	2,00 %
B	1,50 %
C	1,75 %
D	1,50 %
E	1,25 %

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar i samtlige fem klasser med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI Emerging, Markets Index Daily Traded Net Total Return \$ målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 4 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 1 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklasse A, C, D og E. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 3,5 prosent p.a og nedre grense 0,5 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015					Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	Klasse D	Klasse E	
Forvaltningshonorar fast	546 478	82 682	11 915	27 312	115 260	783 647
Forvaltningshonorar variabelt	-91 335	-20 446	-1 646	-5 738	-11 356	-130 520
Sum forvaltningshonorar	455 143	62 236	10 269	21 574	103 904	653 127

Andelsklasse C, D og E ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	51 726 031
Tegning 2015	4 553 764
Innløsning 2015	-20 132 273
Utdeling til andelseiere i 2015	
Årsresultat 2015	42 175
Egenkapital pr 31.12.2015	36 189 697

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	31 948 647	64 178 326	80 561 992
Antall andeler	B	6 016 062	10 406 552	
Antall andeler	C	843 882		
Antall andeler	D	2 000 282		
Antall andeler	E	11 890 124		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	684,8898	693,2737	621,4137
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	689,6829	694,9191	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	686,5286		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	D	688,1148		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	E	689,9052		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom de fire andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Faktisk skattekostnad i SKAGEN Kon-Tiki for årene 2015 og 2014 knytter seg til kildeskatt på utenlandsk utbytte.

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

Fastsatt Risk-beløp pr 1. januar:

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

SKAGEN m² Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorarprosent p.a.
A	1,5%
B	1,2%
C	1,0%

I tillegg belastes variabelt forvaltningshonorar i alle tre klasser med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, MSCI ACWI Real Estate IMI Net total return index USD målt i norske kroner. Ved dårligere verdiutvikling i andelsverdien enn referanseindeksen, trekkes 10 prosent av underutviklingen fra det faste forvaltningshonoraret. Sum forvaltningshonorar er dog begrenset oppad og nedad slik at samlet honorar ikke kan overstige 3 prosent p.a. og ikke bli lavere enn 0,75 prosent p.a. av gjennomsnittlig forvaltningskapital i andelsklasse A og C. I andelsklasse B er tilsvarende øvre grense 2,7 prosent p.a. og nedre grense 0,45 prosent p.a.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	17 831	19	10	17 861
Forvaltningshonorar variabelt	-8 849	-12	-3	-8 863
Sum forvaltningshonorar	8 983	7	8	8 997

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	837 125
Tegning 2015	1 108 313
Innløsning 2015	-971 735
Utdeling til andelseiere 2015	
Årsresultat 2015	48 297
Egenkapital pr 31.12.2015	1 021 999

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	6 595 853	5 791 763	4 783 203
Antall andeler	B	9 917	10 634	
Antall andeler	C	6 837		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	154,5390	144,2631	105,9746
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	154,7885	144,1397	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	154,5053		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom de fire andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Aksjefond er i all hovedsak fritatt for skatteplikt på gevinster og har ikke fradragsrett for tap ved realisasjon av aksjer. Videre er utbytter mottatt fra selskaper innenfor EU/EØS i utgangspunktet skattefrie. 3 prosent av disse utbytterne behandles imidlertid som skattepliktige. Utbytter mottatt fra aksjeselskaper utenfor EU/EØS er skattepliktige. Fondene kan i tillegg belastes kildeskatt på utbytte mottatt fra alle utenlandske selskaper.

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2015	2014
Renteinntekt/-kostnad	847	947
Skattepliktig aksjeutbytte	28 960	15 669
3% av skattefritt aksjeutbytte	603	108
Skattepliktig gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	2 823	-4 056
Valutagevinst/tap	5 608	2 826
Sum skattepliktige inntekter	38 842	15 495
Fast forvaltningshonorar	-17 861	-8 442
Variabelt forvaltningshonorar	8 863	2 193
Sum fradragsberettigede kostnader	-8 997	-6 249

Nettoskattepliktige inntekt	29 844	9 246
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	29 844	9 246

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27 %)	8 058	2 496
Formye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	48	25
Avsatt betalbar skatt endring ligning 2012/2013*		259
Kreditfradrag betalt kildeskatt utenfor EØS	-2 410	-1 037
Anvendelse av fremført kreditfradrag		
Betalbar skatt	5 696	1 744

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	2 670	6 813
Underskudd til fremføring		
Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)	2 670	6 813

Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 25 %)	668	1 840
---	------------	--------------

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt, ikke utliknet	5 696	1 744
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	-1 172	3 704
Kildeskatt utbytte	3 370	2 267
Sum skattekostnad	7 893	7 715

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avlagt dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragsrett for denne kildeskatt.

SKAGEN Balanse 60/40 Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Balanse 60/40, men de underliggende fond belastes forvaltningsgodtgjørelse i henhold til hvert fonds prospekt.

Satsene for forvaltningsgodtgjørelse i potensielle underliggende fond er som følger:

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

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

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	300 334
Tegning 2015	215 894
Innløsning 2015	-204 426
Utdeling til andelseiere 2015	-
Årsresultat 2015	17 691
Egenkapital pr 31.12.2015	329 492

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	2 383 705	2 305 707	1 623 820
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	138,2503	130,2580	118,5793

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

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

Beregningsgrunnlag betalbar skatt	2015	2014
Netto renteinntekt	3 316	1 999
Gevinst/tap ved realisasjon av rentefondsandeler	-105	75
Sum skattepliktige inntekter	3 212	2 074

Fradragsberettigede kostnader	-	-
Netto skattepliktig inntekt	3 212	2 074
Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)	3 212	2 074

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (Ax27%)	867	560
For lite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
Skyldig betalbar skatt	867	560

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst / tap rentefondsandeler (B)	-880	749
Utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 25%)	-220	202

Skattekostnad i resultatregnskapet		
Betalbar skatt	867	560
Endring i utsatt skatt/-skattefordel	-422	220
Sum skattekostnad	445	780

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

SKAGEN Høyrente Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	3 337 296
Tegning 2015	2 745 387
Innløsning 2015	-3 211 556
Årsresultat 2015	32 240
Avsatt til utdeling til andelseiere	-53 914
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	53 914
Egenkapital pr 31.12.2015	2 903 367

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	28 456 578	32 249 376	33 095 242
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	102,0299	103,4846	103,7847

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Høyrente Institusjon Note 8, 9 og 10

NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	831 742
Tegning 2015	547 465
Innløsning 2015	-800 527
Årsresultat 2015	10 527
Avsatt til utdeling til andelseiere	-9 458
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	9 458
Egenkapital pr 31.12.2015	589 207

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	5 831 328	8 136 195	12 350 572
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	101,0422	102,2277	102,4937

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

SKAGEN Avkastning Note 8, 9, 10 & 11**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	1 742 772
Tegning 2015	995 963
Innløsning 2015	-1 076 868
Årsresultat 2015	15 689
Avsatt til utdeling til andelseiere	-68 328
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	68 328
Egenkapital pr 31.12.2015	1 677 557

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	11 706 786	12 193 797	8 526 677
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	143,2900	142,9234	140,4571

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Avkastning benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2015 trekk på EUR og MXN bankkonti for å redusere valutaeksponeringen på investeringene i Croatia Government International Bond, Portugese Government, Slovenia Government, Spanish Government, Hellenic Republic Government og Mexican Government.

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

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

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	633 478
Tegning 2015	560 407
Innløsning 2015	-582 319
Årsresultat 2015	1 083
Hvorav disponering til andelseiere	-
Gjennomført reinvestering knyttet til utdeling for siste inntektsår	-
Egenkapital pr 31.12.2015	612 648

	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	6 112 774	6 332 632	8 481 594
Basiskurs pr andel (angitt i svenske kroner)*	100,2245	100,0338	100,9781

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

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

Fast forvaltningshonorar beregnes for samtlige klasser i prosent p.a. av den daglige forvaltningskapital i klassen etter følgende satser:

Andelsklasse	Fast honorar prosent p.a.
A	0,80 %
B	0,45 %
C	0,40 %

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	8 517	329	856	9 702
Sum forvaltningshonorar	8 517	329	856	9 702

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	1 144 512
Tegning 2015	863 932
Innløsning 2015	-769 763
Årsresultat 2015	53 350
Avsatt til utdeling til andelseiere	114 411
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-114 411
Egenkapital pr 31.12.2015	1 292 032

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014	31.12.2013
Antall andeler	A	6 963 959	8 213 082	4 168 548
Antall andeler	B	556 217	303 749	
Antall andeler	C	1 835 503		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	137,8480	134,3725	121,4385
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	140,5395	134,6566	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	138,4037		

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

Den eneste forskjell mellom de tre andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

I 2014 ble det belastet en skattekostnad i SKAGEN Tellus. Denne knytter seg til kildeskatt betalt i Sveits.

SKAGEN Credit Note 8, 9, 10, 11 og 12**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

SKAGEN Credit er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit er mottakerfondet. Det belastes ikke forvaltningshonorar i SKAGEN Credit. Forvaltningshonorar belastes direkte i de respektive tilføringsfond, SKAGEN Credit NOK, SKAGEN Credit SEK, SKAGEN Credit EUR og SKAGEN Credit GBP.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	147 698
Tegning 2015	219 907
Innløsning 2015	-174 982
Årsresultat 2015	18 665
Avsatt til utdeling til andelseiere	16 381
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-16 381
Egenkapital pr 31.12.2015	211 287

SKAGEN Credit ble etablert 30.05.2014

	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	1 758 242	1 278 662
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	120,1695	115,5046

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer og finansielle kontrakter, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter påløpte rentekostnader. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit benytter ikke noen form for valutasisikring.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

SKAGEN Credit benytter renteswapper for å redusere renterisikoen i fondet. Risikoen reduseres i form av redusert durasjon. Fondet inngår kontrakter hvor fast rente byttes mot flytende rente. Hovedstol på kontaktene skal ikke gjøres opp og bokføres derfor ikke i balansen til fondet. Det er kun netto fordring/forpliktelse som tas inn i regnskapet. I note 7 er gitt en oversikt over de renteswapper fondet har inngått ved årets slutt. Disse kontrakter er representative for de kontrakter fondet har hatt gjennom året.

SKAGEN Credit EUR Note 8, 9, 10, 11 og 12 (alle tall i tusen EUR)**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

SKAGEN Credit EUR er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit EUR er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit EUR utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen i andelsklasse A og 0,45 prosent p.a. i andelsklasse B.

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

	2015		Totalt
	Klasse A	Klasse B	
Forvaltningshonorar fast	28,2	4,8	33,0
Sum forvaltningshonorar	28,2	4,8	33,0

Andelsklasse C ble etablert 01.01.2015.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	3 024
Tegning 2015	3 368
Innløsning 2015	-1 149
Årsresultat 2015	-180
Avsatt til utdeling til andelseiere	169
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-169
Egenkapital pr 31.12.2015	5 063

SKAGEN Credit EUR ble etablert 30.05.2014

	Klasse	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	A	382 870	248 305
Antall andeler	B	149 240	61 540
Basiskurs pr andel (angitt i euro)*	A	9,5003	9,7557
Basiskurs pr andel (angitt i euro)*	B	9,5533	9,7755

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme. Den eneste forskjell mellom de to andelsklassene er ulikt forvaltningshonorar, ref note 8.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit EUR benytter ikke valutasisikringsinstrumenter mot euro, men har pr 31.12.2015 trekk på USD, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

Fondet blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader, noen direkte i fondet og noen indirekte via belastning i masterfondet.

SKAGEN Credit NOK Note 8, 9, 10, 11 og 12**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

SKAGEN Credit NOK er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit NOK er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit NOK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	89 393
Tegning 2015	132 568
Innløsning 2015	-75 286
Årsresultat 2015	-3 667
Avsatt til utdeling til andelseiere	-
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-
Egenkapital pr 31.12.2015	143 008

SKAGEN Credit NOK ble etablert 30.05.2014

	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	1 479 894	909 784
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	96,5472	98,2463

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit NOK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot norske kroner, men har pr 31.12.2015 trekk på USD, EUR og GBP bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro og britiske pund investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

Fondet blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader, noen direkte i fondet og noen indirekte via belastning i masterfondet.

SKAGEN Credit SEK Note 8, 9, 10, 11 og 12 (alle tall i hele tusen SEK)**NOTE 8. FORVALTNINGSHONORAR**

SKAGEN Credit SEK er en del av en "mottaker - tilføringsfond" struktur (master-feeder) hvor SKAGEN Credit SEK er et tilføringsfond. Mottakerfondet er SKAGEN Credit. Forvaltningshonoraret i SKAGEN Credit SEK utgjør 0,8 prosent p.a. av den daglige forvaltningskapitalen.

NOTE 9. EGENKAPITAL

Egenkapital pr 01.01.2015	26 788
Tegning 2015	9 219
Innløsning 2015	-16 229
Årsresultat 2015	-708
Hvorav disponering til andelseiere	-357
Gjennomført reinvestering knyttet til utdeling for siste inntektsår	357
Egenkapital pr 31.12.2015	19 070

SKAGEN Credit SEK ble etablert 30.05.2014

	31.12.2015	31.12.2014
Antall andeler	206 165	274 786
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	92,5348	97,4753

* Basiskurs er satt ved dagsslutt siste virkedag i året og basert på beste estimat på dette tidspunkt. I regnskap er endelige tall pr 31.12 lagt til grunn. Mindre periodiseringsavvik kan dermed forekomme.

NOTE 10. SKATTENOTE

Rentefond er skattepliktig med 27 prosent av netto realiserede kursgevinster på rentebærende verdipapirer, opptjente periodiserte renteinntekter, valutagevinst/tap, minus fradragsberettigede kostnader hvilket blant annet omfatter forvaltningshonoraret. Skattepliktig resultat utdeles i praksis til andelseierne slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

NOTE 11. VALUTARISIKO

SKAGEN Credit SEK benytter ikke valutasikringsinstrumenter mot svenske kroner, men har pr 31.12.2015 trekk på USD, EUR, GBP og NOK bankkonti for å minimere valutaeksponeringen på sin andel av de underliggende dollar, euro, britiske pund og norske kroner investeringene som ligger i masterfondet SKAGEN Credit.

NOTE 12. DEPOTKOSTNADER

Fondet blir kun belastet med transaksjonsdrevne depotkostnader, noen direkte i fondet og noen indirekte via belastning i masterfondet.

SKAGEN Vekst

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Informasjonsteknologi	75 000	448 079	KRW	616 355	168 276	7,53 %	0,33 %	Seoul
ContinentalAG	Inntektsavhengige forbruksvarer	265 595	147 251	EUR	573 534	426 283	7,01 %	0,13 %	Frankfurt
NorskHydroASA	Råvarer	14 542 679	373 563	NOK	481 799	108 236	5,89 %	0,70 %	Oslo
CarlsbergAS-B	Defensive konsumvarer	590 000	369 513	DKK	465 704	96 191	5,69 %	0,50 %	København
CitigroupInc	Bank og finans	900 000	322 245	USD	412 168	89 923	5,04 %	0,03 %	New York
SAPSE	Informasjonsteknologi	575 000	260 225	EUR	405 762	145 537	4,96 %	0,05 %	Frankfurt
NorwegianAirShuttleASA	Kapitalvarer, service og transport	1 100 000	110 418	NOK	356 070	245 652	4,35 %	3,08 %	Oslo
ABBLtd	Kapitalvarer, service og transport	2 070 000	286 184	SEK	332 016	45 832	4,06 %	0,09 %	Stockholm
TeliasoneraAB	Telekom	7 450 000	341 922	SEK	329 937	-11 985	4,03 %	0,17 %	Stockholm
KoninklilkePhilipsNV	Kapitalvarer, service og transport	1 429 643	290 366	EUR	323 913	33 547	3,96 %	0,15 %	Amsterdam
EricssonLM-BSHS	Informasjonsteknologi	3 050 000	251 435	SEK	263 490	12 055	3,22 %	0,10 %	Stockholm
CreditSuisseGroupAG	Bank og finans	1 240 384	253 167	CHF	237 957	-15 210	2,91 %	0,06 %	Zürich
VolvoAB	Inntektsavhengige forbruksvarer	2 690 000	227 300	SEK	223 354	-3 946	2,73 %	0,17 %	Stockholm
KinnevikInvestmentAB-B	Telekom	776 009	180 052	SEK	213 419	33 367	2,61 %	0,33 %	Stockholm
RocheHoldingAG-Genusschein	Medisin	86 000	186 943	CHF	210 242	23 299	2,57 %	0,01 %	Zürich
LundinPetroleumAB	Energi	1 630 000	160 588	SEK	209 770	49 182	2,56 %	0,52 %	Stockholm
KiaMotorsCorporation	Inntektsavhengige forbruksvarer	450 000	138 015	KRW	178 297	40 282	2,18 %	0,11 %	Seoul
DanskeBankA/S	Bank og finans	678 622	78 788	DKK	161 965	83 176	1,98 %	0,07 %	København
CasinoGuichardPerrachonSA	Defensive konsumvarer	352 100	240 762	EUR	143 619	-97 143	1,76 %	0,31 %	Paris
OriflameCosmeticsAG	Defensive konsumvarer	1 000 000	128 352	SEK	142 759	14 407	1,74 %	1,80 %	Stockholm
TribonaAB	Bank og finans	2 851 004	94 342	SEK	128 387	34 045	1,57 %	5,86 %	Stockholm
SKFAB-BShares	Kapitalvarer, service og transport	800 000	126 863	SEK	115 215	-11 648	1,41 %	0,19 %	Stockholm
SBIHoldingsInc	Bank og finans	1 139 000	96 634	JPY	110 719	14 085	1,35 %	0,51 %	Tokyo
Cal-MaineFoodsInc	Defensive konsumvarer	245 000	114 318	USD	100 472	-13 846	1,23 %	0,56 %	New York
Wilh. WilhelmsenHoldingASA	Kapitalvarer, service og transport	744 081	53 139	NOK	99 335	46 196	1,21 %	2,15 %	Oslo
KemiraOYJ	Råvarer	910 000	88 050	EUR	95 213	7 163	1,16 %	0,59 %	Helsinki
SberbankofRussiaPref	Bank og finans	9 620 000	139 234	RUB	89 048	-50 186	1,09 %	0,96 %	Moscow
NipponSeikiCoLtd	Inntektsavhengige forbruksvarer	393 000	49 364	JPY	80 280	30 916	0,98 %	0,65 %	Tokyo
BonheurASA	Energi	1 492 594	107 317	NOK	79 107	-28 210	0,97 %	3,66 %	Oslo
HLundbeckA/S	Medisin	235 000	44 996	DKK	71 290	26 294	0,87 %	0,12 %	København
Danieli&OfficineMeccanicheSpA	Kapitalvarer, service og transport	536 683	69 194	EUR	67 869	-1 325	0,83 %	1,33 %	Borsa Italiana
FrontlineLtd	Kapitalvarer, service og transport	2 550 000	41 502	NOK	65 331	23 829	0,80 %	0,33 %	Oslo
RecSiliconASA	Energi	35 182 178	52 331	NOK	63 082	10 751	0,77 %	1,38 %	Oslo
Medi-StimASA	Medisin	1 165 625	14 565	NOK	62 652	48 088	0,77 %	6,36 %	Oslo
SolarAS-BShs	Kapitalvarer, service og transport	104 000	40 099	DKK	58 167	18 068	0,71 %	1,48 %	København
GangerRolfASA	Energi	1 213 817	124 262	NOK	56 442	-67 820	0,69 %	3,59 %	Oslo
StrongpointASA	Informasjonsteknologi	3 788 362	43 336	NOK	53 605	10 269	0,66 %	8,54 %	Oslo
SodastreamInternationalLtd	Defensive konsumvarer	365 000	82 946	USD	52 683	-30 263	0,64 %	1,74 %	NASDAQ
HitecvisionAS	Bank og finans	793 668	7 193	NOK	52 382	45 189	0,64 %	4,18 %	Unotert
SolstadOffshoreASA	Energi	2 052 746	102 753	NOK	42 081	-60 672	0,51 %	5,31 %	Oslo
GCL-PolyEnergyHoldingsLtd	Energi	30 000 000	59 320	HKD	39 582	-19 739	0,48 %	0,16 %	Hong Kong
FLSmith&CoA/S	Kapitalvarer, service og transport	123 229	41 394	DKK	38 113	-3 281	0,47 %	0,24 %	København
Bang&OlufsenA/S	Informasjonsteknologi	300 000	22 682	DKK	31 895	9 213	0,39 %	0,69 %	København
YITOyj	Kapitalvarer, service og transport	568 875	33 128	EUR	28 639	-4 488	0,35 %	0,45 %	Helsinki
YazililarHoldingAS	Defensive konsumvarer	689 169	23 544	TRY	26 649	3 105	0,33 %	0,43 %	Istanbul
GolarLNGLtd	Kapitalvarer, service og transport	190 000	58 722	USD	26 550	-32 173	0,32 %	0,20 %	NASDAQ
FotocureASA	Medisin	626 466	25 235	NOK	26 249	1 014	0,32 %	2,92 %	Oslo
DOFASA	Energi	5 762 213	110 022	NOK	25 815	-84 207	0,32 %	5,19 %	Oslo
LocalizaRentACarSA	Kapitalvarer, service og transport	450 000	23 150	BRL	24 963	1 812	0,31 %	0,21 %	Sao Paulo
GoodtechASA	Kapitalvarer, service og transport	2 055 949	46 750	NOK	22 101	-24 649	0,27 %	8,99 %	Oslo
NordicMiningASA	Råvarer	18 416 432	20 776	NOK	11 602	-9 174	0,14 %	4,78 %	Oslo Axess
TTSGroupASA	Kapitalvarer, service og transport	3 035 946	30 312	NOK	8 470	-21 842	0,10 %	3,51 %	Oslo
GoldenOceanGroupLtd	Kapitalvarer, service og transport	794 685	21 524	NOK	7 605	-13 918	0,09 %	0,46 %	Oslo
EidesvikOffshoreASA	Energi	687 970	25 569	NOK	6 598	-18 972	0,08 %	2,28 %	Oslo
I.M.SkaugenSE	Kapitalvarer, service og transport	1 639 152	19 918	NOK	3 196	-16 721	0,04 %	6,05 %	Oslo
SevanDrillingASA	Energi	586 580	73 884	NOK	2 041	-71 843	0,02 %	1,97 %	Oslo
GoldenOceanGroupLtd	Kapitalvarer, service og transport	100 000	3 132	USD	947	-2 185	0,01 %	0,06 %	NASDAQ
GCL-PolyEnergyHoldingsLtdrights	Energi	6 000 000		HKD	273	273	0,00 %	0,16 %	Hong Kong
Sum verdipapirportefølje¹⁾			6 926 668		8 156 778	1 230 110	99,68 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Global

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
American International Group Inc	Bank og finans	4 803 721	1 531 841	USD	2 634 395	1 102 554	7,41 %	0,39 %	New York
CitigroupInc	Bank og finans	4 489 467	1 055 720	USD	2 056 017	1 000 297	5,79 %	0,15 %	New York
RocheHoldingAG-Genusschein	Medisin	616 238	874 169	CHF	1 506 502	632 333	4,24 %	0,09 %	Zürich
General Electric Co	Kapitalvarer, service og transport	5 296 940	1 047 624	USD	1 460 174	412 551	4,11 %	0,06 %	New York
Merck & Co Inc	Medisin	2 585 610	1 192 033	USD	1 208 601	16 569	3,40 %	0,09 %	New York
DollarGeneralCorp	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 731 089	976 544	USD	1 101 003	124 459	3,10 %	0,60 %	New York
SamsungElectronicsCoLtdPref	Informasjonsteknologi	131 747	319 104	KRW	1 082 706	763 602	3,05 %	0,58 %	Seoul
CKHutchisonHoldingsLtd	Kapitalvarer, service og transport	8 025 098	668 673	HKD	954 762	286 090	2,69 %	0,21 %	Hong Kong
KingfisherPlc	Inntektsavhengige forbruksvarer	22 108 056	845 804	GBP	950 095	104 291	2,67 %	0,96 %	London
G4SPlc	Kapitalvarer, service og transport	30 377 096	953 556	GBP	893 416	-60 140	2,51 %	1,96 %	London
SamsungElectronicsCoLtd	Informasjonsteknologi	90 415	771 861	KRW	858 136	86 274	2,41 %	0,06 %	Seoul
MicrosoftCorp	Informasjonsteknologi	1 737 070	303 222	USD	852 855	549 633	2,40 %	0,02 %	NASDAQ
NNGroupNV	Bank og finans	2 642 496	488 569	EUR	827 164	338 595	2,33 %	0,79 %	Amsterdam
AlphabetIncClassC	Informasjonsteknologi	120 516	452 121	USD	809 356	357 234	2,28 %	0,03 %	NASDAQ
Sanofi	Medisin	1 050 189	699 459	EUR	793 809	94 351	2,23 %	0,08 %	Paris
NordeaBankAB	Bank og finans	7 809 446	548 619	SEK	764 834	216 215	2,15 %	0,19 %	Stockholm
KoninklijkeDSMNv	Råvarer	1 631 124	677 604	EUR	725 949	48 345	2,04 %	0,90 %	Amsterdam
StateBankofIndia	Bank og finans	23 546 330	604 795	INR	706 982	102 187	1,99 %	0,30 %	National India
TevaPharmaceutical-SpADR	Medisin	1 157 182	428 703	USD	672 190	243 487	1,89 %	0,11 %	NASDAQ
CarlsbergAS-B	Defensive konsumvarer	850 127	582 856	DKK	671 030	88 173	1,89 %	0,72 %	København
KoninklijkePhillipsNV	Kapitalvarer, service og transport	2 825 548	526 915	EUR	640 183	113 267	1,80 %	0,30 %	Amsterdam
HeidelbergcementAG	Råvarer	783 828	259 382	EUR	570 011	310 630	1,60 %	0,42 %	Frankfurt
VolvoAB	Inntektsavhengige forbruksvarer	6 613 655	521 093	SEK	549 140	28 047	1,55 %	0,41 %	Stockholm
XcelEnergyInc	Energi	1 724 088	529 241	USD	547 894	18 653	1,54 %	0,34 %	New York
AkzoNobelNV	Råvarer	897 430	295 721	EUR	532 318	236 597	1,50 %	0,36 %	Amsterdam
TycoInternationalPlc	Kapitalvarer, service og transport	1 865 162	230 483	USD	526 372	295 889	1,48 %	0,44 %	New York
UPM-KymmeneOyj	Råvarer	3 099 638	291 644	EUR	513 597	221 953	1,45 %	0,58 %	Helsinki
TysonFoodsInc	Defensive konsumvarer	1 040 220	332 346	USD	490 929	158 582	1,38 %	0,35 %	New York
LundinMiningCorp	Råvarer	20 176 926	565 408	CAD	488 372	-77 036	1,37 %	2,80 %	Toronto
LundinPetroleumAB	Energi	3 690 855	410 288	SEK	474 988	64 700	1,34 %	1,19 %	Stockholm
GoldmanSachsGroupInc	Bank og finans	285 836	254 479	USD	455 896	201 416	1,28 %	0,07 %	New York
ChinaMobileLtd	Telekom	4 330 490	433 785	HKD	430 981	-2 804	1,21 %	0,02 %	Hong Kong
GeneralMotorsCo	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 334 480	190 553	USD	401 643	211 090	1,13 %	0,09 %	New York
CreditSuisseGroupAG	Bank og finans	1 973 980	395 778	CHF	378 691	-17 087	1,07 %	0,10 %	Zürich
ToyotaIndustriesCorp	Inntektsavhengige forbruksvarer	785 972	140 281	JPY	377 673	237 392	1,06 %	0,24 %	Tokyo
BarclaysPLC	Bank og finans	12 469 573	401 009	GBP	356 007	-45 002	1,00 %	0,07 %	London
ComcastCorp	Inntektsavhengige forbruksvarer	701 905	129 257	USD	350 518	221 261	0,99 %	0,03 %	NASDAQ
Mayr-MelnhofKartonAG	Råvarer	317 983	153 946	EUR	350 135	196 189	0,99 %	1,59 %	Wien
LenovoGroupLtd	Informasjonsteknologi	37 539 484	279 268	HKD	336 029	56 761	0,95 %	0,34 %	Hong Kong
ColumbiaPropertyTrustInc	Bank og finans	1 561 194	301 224	USD	324 397	23 173	0,91 %	1,26 %	New York
UnileverNV-Cv	Defensive konsumvarer	813 284	201 991	EUR	313 666	111 675	0,88 %	0,05 %	Amsterdam
AutolivInc	Kapitalvarer, service og transport	258 314	88 438	USD	285 220	196 782	0,80 %	0,29 %	New York
TataMotorsLtd-A-DVR	Inntektsavhengige forbruksvarer	6 163 913	123 309	INR	238 586	115 277	0,67 %	1,21 %	Bombay
WMMorrisonSupermarketsPLC	Inntektsavhengige forbruksvarer	12 232 929	262 666	GBP	236 450	-26 216	0,67 %	0,52 %	London
Ageas	Bank og finans	566 539	230 264	EUR	233 184	2 920	0,66 %	0,25 %	Brussel
LundinMiningCorpSDR	Råvarer	9 382 168	248 488	SEK	228 583	-19 905	0,64 %	1,30 %	Stockholm
HaciOmerSabanciHoldingAS	Bank og finans	8 669 696	237 283	TRY	217 709	-19 574	0,61 %	0,42 %	Istanbul
ChinaMobileLtdADR	Telekom	424 294	213 354	USD	211 509	-1 846	0,60 %	0,01 %	New York
BPPlc	Energi	4 269 875	213 135	GBP	197 142	-15 993	0,55 %	0,02 %	London
TataMotorsLtd	Inntektsavhengige forbruksvarer	3 508 000	186 648	INR	183 626	-3 022	0,52 %	0,12 %	Bombay
StateBankOfIndiaGDR	Bank og finans	593 476	108 798	USD	177 255	68 457	0,50 %	0,08 %	National India
ServiceMasterGlobalHoldingsInc	Inntektsavhengige forbruksvarer	485 356	145 902	USD	168 543	22 641	0,47 %	0,36 %	New York
BPPlcADR	Energi	598 207	174 952	USD	165 486	-9 466	0,47 %	0,02 %	New York
IrsaSaADR	Bank og finans	1 443 664	120 014	USD	157 142	37 128	0,44 %	2,49 %	New York
AutolivIncSDR	Kapitalvarer, service og transport	130 595	45 327	SEK	147 093	101 766	0,41 %	0,15 %	Stockholm
GlobalMediacomTbkPT	Inntektsavhengige forbruksvarer	156 939 563	142 689	IDR	110 485	-32 203	0,31 %	1,11 %	Jakarta
Sum verdipapirportefølje ¹⁾			24 408 235		33 897 425	9 489 191	95,38 %		

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Kon-Tiki

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
State Bank of India	Bank og finans	55 690 910	1 265 479	INR	1 672 128	406 649	4,62 %	0,72 %	National India
Samsung Electronics Co Ltd Pref	Informasjonsteknologi	194 896	481 506	KRW	1 601 668	1 120 162	4,43 %	0,85 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (2pb)	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 915 601	323 524	KRW	1 515 093	1 191 569	4,19 %	5,09 %	Seoul
Hyundai Motor Co Pref (1p)	Inntektsavhengige forbruksvarer	1 874 258	301 058	KRW	1 454 158	1 153 100	4,02 %	7,46 %	Seoul
Samsung Electronics Co Ltd Pref GDR	Informasjonsteknologi	354 120	348 446	USD	1 447 818	1 099 372	4,00 %	0,78 %	London Int.
Haci Omer Sabanci Holding AS	Bank og finans	56 848 322	1 238 642	TRY	1 427 544	188 902	3,95 %	2,79 %	Istanbul
Richter Gedeon Nyrt	Medisin	8 286 510	899 721	HUF	1 385 547	485 826	3,83 %	4,45 %	Budapest
Bharti Airtel Ltd	Telekom	29 483 133	1 124 053	INR	1 342 545	218 492	3,71 %	0,74 %	National India
Mahindra & Mahindra Ltd GDR	Inntektsavhengige forbruksvarer	7 875 872	183 493	USD	1 338 201	1 154 709	3,70 %	1,27 %	London Int.
ABB Ltd	Kapitalvarer, service og transport	7 025 000	623 724	SEK	1 126 769	503 045	3,11 %	0,30 %	Stockholm
Naspers Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	928 514	271 764	ZAR	1 119 851	848 087	3,09 %	0,21 %	Johannesburg
Frontline Ltd	Kapitalvarer, service og transport	32 688 029	332 484	NOK	837 467	504 984	2,31 %	4,18 %	Oslo
X5 Retail Group NV GDR	Defensive konsumvarer	4 990 306	506 266	USD	836 870	330 604	2,31 %	1,84 %	London Int.
Great Wall Motor Co Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	79 522 500	83 779	HKD	816 753	732 975	2,26 %	2,57 %	Hong Kong
SBI Holdings Inc	Bank og finans	7 759 600	603 587	JPY	754 288	150 701	2,08 %	3,46 %	Tokyo
Kinnevik Investment AB-B	Telekom	2 717 167	481 930	SEK	747 279	265 350	2,07 %	1,15 %	Stockholm
Indosat Tbk PT	Telekom	206 683 750	557 401	IDR	727 527	170 126	2,01 %	3,80 %	Indonesia
LG Electronics Inc Pref	Inntektsavhengige forbruksvarer	3 050 000	823 954	KRW	659 366	-164 588	1,82 %	17,75 %	Seoul
Tech Mahindra Ltd	Informasjonsteknologi	8 784 608	354 450	INR	613 009	258 559	1,69 %	0,91 %	National India
UPL Ltd	Råvarer	10 111 897	192 429	INR	592 613	400 185	1,64 %	2,36 %	National India
CNH Industrial NV	Kapitalvarer, service og transport	9 138 348	555 673	USD	553 153	-2 520	1,53 %	0,67 %	New York
Cosan Ltd	Defensive konsumvarer	16 220 419	906 323	USD	529 676	-376 647	1,46 %	9,30 %	New York
Mahindra & Mahindra Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	3 103 503	250 706	INR	528 232	277 526	1,46 %	0,50 %	National India
Korean Reinsurance Co	Bank og finans	4 860 366	182 225	KRW	518 048	335 824	1,43 %	4,04 %	Seoul
Samsung SDI Co Ltd	Informasjonsteknologi	600 000	434 382	KRW	515 230	80 848	1,42 %	0,87 %	Seoul
China Shipping Development	Kapitalvarer, service og transport	83 220 000	460 891	HKD	487 470	26 580	1,35 %	6,42 %	Hong Kong
LG Chem Ltd Pref	Råvarer	259 179	178 915	KRW	482 216	303 301	1,33 %	3,40 %	Seoul
Distribuidora Internacional de Alimentacion SA	Defensive konsumvarer	8 706 469	310 738	EUR	455 813	145 074	1,26 %	1,40 %	Madrid
Lenovo Group Ltd	Informasjonsteknologi	47 836 000	308 854	HKD	428 196	119 342	1,18 %	0,43 %	Hong Kong
Yazicilar Holding AS	Defensive konsumvarer	10 837 139	312 847	TRY	419 051	106 203	1,16 %	6,77 %	Istanbul
JSEL Ltd	Bank og finans	5 753 823	222 426	ZAR	418 989	196 563	1,16 %	6,62 %	Johannesburg
China Shineway Pharmaceutical	Medisin	36 934 000	280 298	HKD	415 046	134 749	1,15 %	4,47 %	Hong Kong
Marfrig Global Foods SA	Defensive konsumvarer	28 290 400	444 752	BRL	401 504	-43 247	1,11 %	5,43 %	Sao Paulo
Moscow Exchange MICEX-RTS OAO	Bank og finans	35 939 200	384 267	RUB	397 466	13 199	1,10 %	1,58 %	Moscow
Cia Brasileira de Distribuicao - Pref	Defensive konsumvarer	4 192 200	641 376	BRL	392 210	-249 166	1,08 %	2,53 %	Sao Paulo
Bidvest Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	2 043 309	237 980	ZAR	381 524	143 544	1,05 %	0,61 %	Johannesburg
Banco Do Estado Rio Grande Do Sul SA Pref	Bank og finans	25 985 500	606 935	BRL	340 335	-266 600	0,94 %	12,97 %	Sao Paulo
OCI Co Ltd	Råvarer	600 000	455 623	KRW	338 967	-116 656	0,94 %	2,52 %	Seoul
Kiatnakin Bank Plc	Bank og finans	37 429 463	334 353	THB	333 235	-1 118	0,92 %	4,42 %	Bangkok
Enka Insaat Ve Sanayi AS	Kapitalvarer, service og transport	23 092 016	217 528	TRY	316 550	99 022	0,87 %	0,58 %	Istanbul
GCL-Poly Energy Holdings Ltd	Energi	224 088 000	368 096	HKD	295 658	-72 438	0,82 %	1,21 %	Hong Kong
Cia Cervecerias Unidas SAADR	Defensive konsumvarer	1 538 270	280 090	USD	294 858	14 768	0,81 %	0,83 %	New York
LG Corp Pref	Kapitalvarer, service og transport	808 430	118 266	KRW	285 906	167 640	0,79 %	24,39 %	Seoul
Apollo Tyres Ltd	Inntektsavhengige forbruksvarer	13 028 865	109 290	INR	272 241	162 951	0,75 %	2,56 %	National India
Norwegian Air Shuttle ASA	Kapitalvarer, service og transport	800 000	75 029	NOK	258 960	183 931	0,72 %	2,24 %	Oslo
Dragon Capital - Vietnam Enterprise Investments Ltd	Bank og finans	9 000 000	111 229	USD	234 159	122 930	0,65 %	5,18 %	Dublin
DRB-Hicom Bhd	Inntektsavhengige forbruksvarer	88 408 800	365 449	MYR	225 656	-139 793	0,62 %	4,57 %	Kuala Lumpur
Podravka Prehrambena Ind DD	Defensive konsumvarer	517 852	153 340	HRK	217 706	64 367	0,60 %	7,27 %	Zagreb
Massmart Holdings Ltd	Defensive konsumvarer	3 739 366	285 120	ZAR	212 733	-72 387	0,59 %	1,72 %	Johannesburg
Sistema Jsc	Telekom	95 885 212	552 356	RUB	204 777	-347 579	0,57 %	0,99 %	Moscow
EFG-Hermes Holding SAE	Bank og finans	20 558 388	353 506	EGP	203 129	-150 378	0,56 %	3,15 %	Cairo
Tullow Oil Plc	Energi	9 241 978	817 339	GBP	199 732	-617 607	0,55 %	1,01 %	London
Golar LNG Ltd	Kapitalvarer, service og transport	1 298 301	471 325	USD	181 417	-289 907	0,50 %	1,39 %	NASDAQ
Rec Silicon ASA	Energi	93 675 416	149 265	NOK	167 960	18 695	0,46 %	3,68 %	Oslo
Euronav SA	Kapitalvarer, service og transport	1 340 286	127 389	EUR	163 434	36 045	0,45 %	0,84 %	Brussel
Ghana Commercial Bank Ltd	Bank og finans	18 001 604	88 821	GHS	158 260	69 439	0,44 %	6,79 %	Ghana
Eis Eczacibasi Ilac Ve Sanayi	Medisin	19 410 554	133 038	TRY	156 000	22 962	0,43 %	3,54 %	Istanbul
East African Breweries Ltd	Defensive konsumvarer	5 774 866	88 566	KES	136 371	47 804	0,38 %	0,73 %	Nairobi
Pivovarna Lasko	Defensive konsumvarer	507 181	139 800	EUR	123 398	-16 402	0,34 %	5,80 %	Ljubljana
Eczacibasi Yatirim Holding	Medisin	3 362 732	39 931	TRY	111 877	71 945	0,31 %	4,80 %	Istanbul
Asia Cement China Holdings	Råvarer	47 970 500	176 336	HKD	100 939	-75 397	0,28 %	3,06 %	Hong Kong
Vina Capital Vietnam Opportunity Fund Ltd	Bank og finans	4 392 100	50 772	USD	92 701	41 929	0,26 %	2,05 %	London
Diamond Bank Plc	Bank og finans	718 971 941	153 449	NGN	73 421	-80 027	0,20 %	3,10 %	Lagos
Golden Ocean Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	7 102 037	233 379	NOK	67 966	-165 413	0,19 %	4,11 %	Oslo
Norfinance AS	Bank og finans	578 397	57 840	NOK	62 004	4 164	0,17 %	9,89 %	Notert
Drdgold Ltd ADR	Råvarer	3 724 701	206 450	USD	52 739	-153 711	0,15 %	8,64 %	NASDAQ
Euronav SA	Kapitalvarer, service og transport	247 965	21 283	USD	30 085	8 802	0,08 %	0,16 %	New York
Deep Sea Supply Plc	Energi	17 250 931	170 959	NOK	27 256	-143 703	0,08 %	6,60 %	Oslo
Aveng Ltd	Kapitalvarer, service og transport	18 466 232	542 429	ZAR	23 742	-518 687	0,07 %	4,43 %	Johannesburg
Trimegah Securities Tbk PT	Bank og finans	700 000 000	67 131	IDR	22 848	-44 283	0,06 %	9,85 %	Jakarta
Golden Ocean Group Ltd	Kapitalvarer, service og transport	2 178 609	76 206	USD	20 629	-55 577	0,06 %	1,26 %	NASDAQ
Archer Ltd	Energi	2 311 566	370 138	NOK	14 332	-355 806	0,04 %	3,99 %	Oslo
Hyundai Motor Co GDR	Inntektsavhengige forbruksvarer	35 011	10 536	USD	13 540	3 003	0,04 %	0,07 %	London
EFG-Hermes Holding GDR	Bank og finans	232 480	8 188	USD	3 703	-4 485	0,01 %	0,07 %	London Int.
GCL-Poly Energy Holdings Ltd rights	Energi	44 817 600	-	HKD	2 039	2 039	0,01 %	1,21 %	Hong Kong

Sum verdipapirportefølje ¹⁾

25 697 122

35 381 584

9 684 462

97,78 %

¹⁾ Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN m²

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor ²⁾	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
Mitsui Fudosan Co Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	228 000	46 416	JPY	51 272	4 856	5,01 %	0,02 %	Tokyo
Columbia Property Trust Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	241 000	42 535	USD	50 077	7 542	4,90 %	0,19 %	New York
Global Logistic Properties Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	3 637 700	49 702	SGD	48 777	-925	4,77 %	0,08 %	Singapore
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	Eiendomsselskaper inkl REITs	318 000	41 214	NOK	45 156	3 942	4,42 %	0,30 %	Oslo
HCP Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	130 100	40 327	USD	44 027	3 700	4,31 %	0,03 %	New York
SL Green Realty Corp	Eiendomsselskaper inkl REITs	41 000	31 780	USD	40 993	9 213	4,01 %	0,04 %	New York
Deutsche Wohnen AG	Eiendomsselskaper inkl REITs	148 000	26 287	EUR	36 457	10 170	3,57 %	0,04 %	Frankfurt
General Growth Properties Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	145 000	27 593	USD	34 915	7 322	3,41 %	0,02 %	New York
Ashford Hospitality Trust	Eiendomsselskaper inkl REITs	614 000	39 613	USD	34 286	-5 327	3,35 %	0,64 %	New York
Mercialys SA	Eiendomsselskaper inkl REITs	189 191	28 313	EUR	33 904	5 592	3,32 %	0,21 %	Paris
CBL & Associates Properties Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	290 000	38 901	USD	31 746	-7 155	3,10 %	0,17 %	New York
Brandywine Realty Trust	Eiendomsselskaper inkl REITs	257 000	28 505	USD	31 067	2 562	3,04 %	0,15 %	New York
PS Business Parks Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	39 000	24 045	USD	30 175	6 130	2,95 %	0,14 %	New York
Dic Asset AG	Eiendomsselskaper inkl REITs	289 850	19 924	EUR	25 981	6 057	2,54 %	0,42 %	Xetra
Apartment Investmet & Management Co	Eiendomsselskaper inkl REITs	69 000	20 241	USD	24 443	4 202	2,39 %	0,04 %	New York
CA Immobilien Anlagen AG	Eiendomsselskaper inkl REITs	150 000	21 206	EUR	24 277	3 072	2,37 %	0,15 %	Wien
Melia Hotels International	Eiendomsselskaper inkl REITs	204 000	17 843	EUR	23 895	6 051	2,34 %	0,10 %	Madrid
Catena AB	Eiendomsselskaper inkl REITs	178 235	19 716	SEK	21 656	1 940	2,12 %	0,70 %	Stockholm
Irsa Sa ADR	Eiendomsselskaper inkl REITs	193 300	20 270	USD	21 041	771	2,06 %	0,33 %	New York
Soho China Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	4 768 500	25 558	HKD	20 393	-5 165	1,99 %	0,09 %	Hong Kong
Nomura Real Estate Master Fund Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 833	17 958	JPY	20 152	2 193	1,97 %	0,05 %	Tokyo
Shangri-La Asia Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 300 000	24 121	HKD	19 803	-4 318	1,94 %	0,06 %	Hong Kong
Phoenix Mills Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	418 945	15 303	INR	18 814	3 511	1,84 %	0,27 %	National India
SM Prime Holdings Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	4 511 800	12 595	PHP	18 485	5 890	1,81 %	0,02 %	Philippines
Gecina SA	Eiendomsselskaper inkl REITs	16 000	14 445	EUR	17 249	2 804	1,69 %	0,03 %	Paris
Atrium Ljungberg AB	Eiendomsselskaper inkl REITs	120 621	12 052	SEK	16 840	4 788	1,65 %	0,09 %	Stockholm
Axia Real Estate SOCIMISA	Eiendomsselskaper inkl REITs	124 947	12 203	EUR	15 861	3 657	1,55 %	0,17 %	Madrid
First Real Estate Investment Trust	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 107 984	14 902	SGD	15 776	874	1,54 %	0,28 %	Singapore
Grivalia Properties Reic AE	Eiendomsselskaper inkl REITs	180 347	12 142	EUR	12 782	640	1,25 %	0,18 %	Athen
Capita Land Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	604 000	10 553	SGD	12 536	1 983	1,23 %	0,01 %	Singapore
Obero Realty Ltd	Eiendomsselskaper inkl REITs	329 090	9 399	INR	11 825	2 426	1,16 %	0,10 %	National India
Keck Seng Investments	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 600 000	12 162	HKD	11 647	-515	1,14 %	0,47 %	Hong Kong
Ascendas India Trust	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 010 700	8 353	SGD	10 910	2 557	1,07 %	0,22 %	Singapore
Emlak Konut Gayrimenkul Yatirim Ortakligi AS	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 360 000	12 406	TRY	10 724	-1 682	1,05 %	0,04 %	Istanbul
Ananda Development PCL-Nvdr	Eiendomsselskaper inkl REITs	10 139 800	7 949	THB	10 410	2 460	1,02 %	0,30 %	Bangkok
Entra ASA	Eiendomsselskaper inkl REITs	134 500	9 859	NOK	9 583	-276	0,94 %	0,07 %	Oslo
Bekasi Fajar Industrial Estate Tbk PT	Eiendomsselskaper inkl REITs	47 167 300	17 529	IDR	8 875	-8 654	0,87 %	0,49 %	Indonesia
Ashford Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	18 602	13 023	USD	8 766	-4 257	0,86 %	0,93 %	New York
BR Malls Participacoes SA	Eiendomsselskaper inkl REITs	350 700	13 891	BRL	8 700	-5 190	0,85 %	0,08 %	Sao Paulo
Bumi Serpong Damai PT	Eiendomsselskaper inkl REITs	7 524 100	7 432	IDR	8 668	1 236	0,85 %	0,04 %	Indonesia
D Carnegie & Co AB	Eiendomsselskaper inkl REITs	121 166	8 105	SEK	8 553	448	0,84 %	0,19 %	Stockholm
BR Properties SA	Eiendomsselskaper inkl REITs	420 000	11 911	BRL	7 904	-4 007	0,77 %	0,14 %	Sao Paulo
Etalon Group Ltd GDR	Eiendomsselskaper inkl REITs	433 718	9 416	USD	6 870	-2 546	0,67 %	0,15 %	London Int.
Vista Land & Lifescapes Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	6 860 600	7 187	PHP	6 710	-478	0,66 %	0,05 %	Philippines
Ashford Hospitality Prime Inc	Eiendomsselskaper inkl REITs	50 468	5 340	USD	6 476	1 136	0,63 %	0,18 %	New York
Unibail-Rodamco SE	Eiendomsselskaper inkl REITs	2 475	5 051	EUR	5 579	528	0,55 %	0,00 %	Amsterdam
Rockwell Land Corp	Eiendomsselskaper inkl REITs	20 000 000	8 187	PHP	5 286	-2 900	0,52 %	0,33 %	Philippines
Parque Arauco SA	Eiendomsselskaper inkl REITs	349 321	3 977	CLP	4 873	896	0,48 %	0,04 %	Santiago
General Shopping Finance (finansobligasjon)	Eiendomsselskaper inkl REITs	1 000 000	5 429	USD	4 796	-761	0,47 %	0,40 %	Euroclear
Sum verdipapirportefølje¹⁾			932 869		999 990	66 993	97,79 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

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

Tilordning av anskaffelseskost:

For SKAGEN m² benyttes FIFO-prinsippet ved beregning av realisert kursgevinst/-tap ved salg.

SKAGEN Focus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Sektor	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet	Eierandel selskap/ aksjeklasse	Børs
AmericanInternationalGroupInc	Bank og finans	167 000	80 303	USD	91 584	11 281	8,79 %	0,01 %	New York
CarlsbergAS-B	Defensive konsumvarer	73 600	53 209	DKK	58 095	4 886	5,58 %	0,06 %	København
SKHynixInc	Informasjonsteknologi	248 000	71 949	KRW	57 444	-14 505	5,51 %	0,03 %	Seoul
SBIHoldingsInc	Bank og finans	543 000	57 870	JPY	52 783	-5 087	5,07 %	0,24 %	Tokyo
CitizensFinancialGroupInc	Bank og finans	218 000	46 575	USD	50 526	3 951	4,85 %	0,04 %	New York
ChinaTelecomCorpLtd	Telekom	9 914 000	49 021	HKD	41 045	-7 976	3,94 %	0,07 %	Hong Kong
JenoptikAG	Kapitalvarer, service og transport	294 800	29 962	EUR	40 796	10 834	3,92 %	0,52 %	Xetra
AercapHoldingsNV	Bank og finans	103 210	38 008	USD	39 421	1 413	3,78 %	0,05 %	New York
AryztaAG	Defensive konsumvarer	72 707	30 553	CHF	32 797	2 244	3,15 %	0,08 %	Zürich
PanAmericanSilverCorp	Råvarer	554 000	36 669	USD	31 867	-4 801	3,06 %	0,37 %	NASDAQ
SoftbankGroupCorp	Telekom	69 300	31 666	JPY	31 306	-360	3,00 %	0,01 %	Tokyo
FilaKoreaLtd	Inntektsavhengige forbruksvarer	43 500	31 943	KRW	30 932	-1 011	2,97 %	0,38 %	Seoul
CITGroupInc	Bank og finans	88 000	31 481	USD	30 917	-564	2,97 %	0,04 %	New York
InfineonTechnologiesAG	Informasjonsteknologi	238 000	25 407	EUR	30 910	5 503	2,97 %	0,02 %	Frankfurt
UbiquitiNetworksInc	Informasjonsteknologi	110 000	27 501	USD	30 849	3 348	2,96 %	0,13 %	NASDAQ
HyundaiMotorCoPref(2pb)	Inntektsavhengige forbruksvarer	38 200	28 104	KRW	30 213	2 109	2,90 %	0,10 %	Seoul
SchaefflerAG	Kapitalvarer, service og transport	178 033	23 499	EUR	27 821	4 323	2,67 %	0,11 %	Frankfurt
SynchronyFinancial	Bank og finans	99 572	26 450	USD	26 796	346	2,57 %	0,01 %	New York
OmegaProteinCorp	Defensive konsumvarer	135 800	17 508	USD	26 679	9 171	2,56 %	0,61 %	New York
JbsSA	Defensive konsumvarer	930 000	26 374	BRL	25 670	-704	2,46 %	0,03 %	Sao Paulo
SandiskCorp	Informasjonsteknologi	35 000	18 615	USD	23 537	4 921	2,26 %	0,02 %	NASDAQ
MagforceAG	Medisin	445 989	23 535	EUR	23 529	-6	2,26 %	1,74 %	Xetra
GCL-PolyEnergyHoldingsLtd	Energi	16 500 000	31 896	HKD	21 770	-10 126	2,09 %	0,09 %	Hong Kong
South32Ltd	Råvarer	3 110 000	41 462	AUD	21 326	-20 136	2,05 %	0,06 %	Sydney
AirAsiaBhd	Kapitalvarer, service og transport	7 890 100	29 433	MYR	20 951	-8 482	2,01 %	0,28 %	Kuala Lumpur
UniqInsuranceGroupAG	Bank og finans	287 082	20 835	EUR	20 775	-60	1,99 %	0,09 %	Wien
StockSpiritsGroupPlc	Defensive konsumvarer	960 228	22 540	GBP	17 471	-5 069	1,68 %	0,48 %	London
SolazymeInc	Kapitalvarer, service og transport	717 000	17 094	USD	15 736	-1 358	1,51 %	0,89 %	NASDAQ
KomatsuLtd	Kapitalvarer, service og transport	100 000	16 340	JPY	14 658	-1 682	1,41 %	0,01 %	Tokyo
RentechInc	Kapitalvarer, service og transport	399 500	26 491	USD	12 445	-14 046	1,19 %	1,74 %	New York
FirstQuantumMineralsLtd	Råvarer	360 000	11 683	CAD	11 855	172	1,14 %	0,05 %	Toronto
FourlisHoldingsSA	Inntektsavhengige forbruksvarer	382 563	9 481	EUR	11 037	1 556	1,06 %	0,75 %	Athen
WhitingPetroleumCorp	Energi	85 000	21 857	USD	7 101	-14 756	0,68 %	0,04 %	New York
GCL-PolyEnergyHoldingsLtdrights	Energi	3 300 000		HKD	150	150	0,01 %	0,09 %	Hong Kong
Sum verdipapirportefølje¹⁾			1 055 313		1 010 791	-44 522	97,00 %		

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Balanse 60/40

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Aksjefond						
SKAGENGlobal	68 317	82 164	NOK	100 053	17 890	30,37 %
SKAGENVekst	25 424	44 495	NOK	50 494	5 999	15,33 %
SKAGENKon-Tiki	73 330	48 363	NOK	50 223	1 860	15,25 %
Sum aksjefond		175 021		200 770	25 749	60,95 %
Rentefond						
SKAGENHøyrente	485 765	49 024	NOK	48 642	-382	14,76 %
SKAGENHøyrenteInstitusjon	472 908	47 159	NOK	47 017	-142	14,27 %
SKAGENAkvastning	229 799	31 942	NOK	32 587	-356	9,59 %
Sum rentefond		128 126		127 246	-880	38,62 %
Sum verdipapirportefølje¹⁾		303 147		328 016	24 869	99,56 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurser er tilgjengelige på hjemmesiden www.skagenfondene.no og publiseres i relevante aviser.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Høyrente

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE													
Finansobligasjoner													
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,50	04.03.2016	110 000	109 229	2,57	0,15	124	108 710	108 834	-519	3,76 %	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,00	16.03.2016	101 500	104 805	2,12	0,20	127	102 895	103 022	-1 910	3,56 %	5
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,55	25.02.2016	100 000	99 440	2,68	0,13	155	98 970	99 125	-470	3,42 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,19	15.01.2016	92 000	93 536	2,80	0,02	431	92 173	92 604	-1 363	3,20 %	5
BN Bank ASA	15.03.2017	2,85	16.03.2016	80 000	82 389	2,25	0,20	95	80 872	80 967	-1 517	2,79 %	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	18.01.2018	2,17	18.01.2016	78 000	79 378	2,97	0,03	343	77 931	78 274	-1 447	2,70 %	5
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,74	19.01.2016	60 000	62 023	3,02	0,04	333	60 638	60 972	-1 385	2,10 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	06.06.2017	1,82	07.03.2016	60 000	60 456	2,33	0,17	73	59 874	59 947	-582	2,07 %	5
Sparebanken Sogn og Fjordane	21.08.2017	2,80	22.02.2016	55 000	56 537	2,50	0,14	163	55 681	55 844	-856	1,93 %	5
Helgeland Sparebank	16.08.2018	2,06	16.02.2016	55 000	55 699	2,87	0,09	142	54 699	54 841	-999	1,89 %	5
Sparebanken Møre	09.10.2018	2,18	11.01.2016	50 000	50 000	3,03	0,00	251	49 908	50 159	-92	1,73 %	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,58	29.02.2016	50 000	50 015	2,50	0,15	68	49 658	49 726	-357	1,72 %	5
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,98	08.02.2016	50 000	49 560	3,09	0,05	151	49 460	49 611	-100	1,71 %	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,81	15.03.2016	42 000	42 875	2,13	0,20	52	42 476	42 529	-398	1,47 %	5
Totens Sparebank	20.02.2017	2,05	22.02.2016	40 000	40 094	2,31	0,14	93	40 034	40 128	-59	1,38 %	5
Sparebanken Øst	03.07.2017	1,50	04.01.2016	40 000	40 118	2,65	-0,01	145	39 728	39 873	-391	1,37 %	5
BN Bank ASA	22.05.2018	2,12	22.02.2016	40 000	39 914	2,96	0,11	90	39 782	39 872	-131	1,38 %	5
Helgeland Sparebank	05.09.2017	1,60	07.03.2016	40 000	40 026	2,47	0,16	43	39 707	39 750	-319	1,37 %	5
Sparebanken Vest	30.06.2017	1,53	30.03.2016	40 000	39 738	2,25	0,23	2	39 701	39 703	-37	1,37 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	10.02.2017	1,97	10.02.2016	30 000	30 125	2,35	0,10	84	30 010	30 093	-116	1,04 %	5
Sparebanken Sør	05.03.2018	2,07	07.03.2016	30 000	30 379	2,64	0,16	41	29 941	29 983	-437	1,03 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	18.04.2017	1,63	18.01.2016	30 000	30 036	2,59	0,04	99	29 861	29 960	-175	1,03 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,10	29.02.2016	30 000	30 375	2,84	0,13	60	29 859	29 918	-516	1,03 %	5
Totens Sparebank	15.08.2017	1,59	15.02.2016	30 000	29 717	2,71	0,10	60	29 737	29 797	20	1,03 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,46	04.01.2016	30 000	29 949	2,95	-0,02	111	29 664	29 774	-285	1,02 %	5
Sparebank 1 SMN	18.06.2018	1,40	18.03.2016	30 000	29 668	2,69	0,16	15	29 456	29 472	-211	1,02 %	5
Sparebank 1 Telemark	02.03.2017	2,88	02.03.2016	25 000	25 878	2,17	0,17	58	25 280	25 338	-597	0,87 %	5
Sparebank 1 Telemark	16.11.2017	2,44	16.02.2016	25 000	25 608	2,63	0,12	76	25 159	25 236	-448	0,87 %	5
SpareBank 1 BV	11.04.2017	1,91	11.01.2016	25 000	25 164	2,47	0,02	106	25 009	25 115	-155	0,87 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,42	04.01.2016	24 000	24 463	2,21	0,01	140	24 103	24 243	-360	0,83 %	5
Sparebanken Sør	16.03.2017	3,00	16.03.2016	20 000	20 410	2,12	0,20	25	20 275	20 300	-134	0,70 %	5
Totens Sparebank	14.10.2016	2,94	14.01.2016	20 000	20 655	2,18	0,04	127	20 171	20 299	-484	0,70 %	5
Sparebanken Sør	30.11.2017	2,38	29.02.2016	19 000	19 461	2,58	0,15	39	19 099	19 138	-363	0,66 %	5
Sparebank 1 Nordvest	09.08.2016	2,32	09.02.2016	18 000	18 323	2,03	0,11	60	18 053	18 114	-269	0,63 %	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,44	17.02.2016	16 000	16 277	1,92	0,13	48	16 063	16 111	-214	0,56 %	5
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,48	08.01.2016	15 000	15 001	3,01	-0,01	52	14 787	14 839	-214	0,51 %	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	1,97	08.03.2016	10 000	10 076	1,77	0,18	13	10 003	10 015	-73	0,35 %	5
Industriobligasjoner													
Entra Eiendom AS	10.04.2017	2,36	11.01.2016	70 000	70 445	2,49	0,02	367	70 227	70 594	-219	2,44 %	6
Felleskjøpet Agri SA	15.02.2016	2,86	15.02.2016	60 000	60 000	2,00	0,12	229	60 062	60 291	62	2,08 %	6
Scania CV AB	17.06.2016	1,93	17.03.2016	50 000	50 000	1,60	0,21	38	50 060	50 098	60	1,73 %	6
Entra Eiendom AS	20.09.2018	2,42	21.03.2016	8 000	8 067	2,50	0,20	5	8 021	8 027	-46	0,28 %	6
Kraftobligasjoner													
Agder Energi AS	28.10.2016	1,79	28.01.2016	160 000	160 780	2,33	0,07	509	159 598	160 107	-1 182	5,53 %	6
BKKAS	22.05.2018	1,72	22.02.2016	110 000	110 131	2,63	0,10	200	108 474	108 674	-1 657	3,75 %	6
BKKAS	22.08.2017	2,45	22.02.2016	85 000	86 803	2,40	0,13	220	85 319	85 539	-1 484	2,95 %	6
Agder Energi AS	02.03.2016	2,08	02.03.2016	30 000	30 140	2,02	0,17	50	30 000	30 051	-140	1,04 %	6
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE													
Industrisertifikater													
Entra Eiendom AS	12.01.2016	1,84		50 000	50 000	2,13	0,03	202	49 995	50 197	-5	1,73 %	6
Olav Thon Eiendomsselskap ASA	27.04.2016	1,80		25 000	24 979	1,86	0,32	80	24 982	25 062	3	0,86 %	6
Sum verdipapirportefølje					2 278 741			5 994	2 256 170	2 262 163	-22 571	78,06 %	
Nøkkeltall portefølje													
Effektiv rente				2,39 %									
Effektiv rente til kunder ¹⁾				2,14 %									
Durasjon ²⁾				0,09									

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK 102,0299

Tnrk 53.914 er besluttet utdelt til andelseiere.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingsdødsdato.

SKAGEN Høyrente Institusjon

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE													
Finansobligasjoner													
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	1,97	08.03.2016	46 000	46 198	1,77	0,18	58	46 013	46 071	-185	7,82%	5
Sparebank 1 SMN	16.03.2016	2,13	16.03.2016	40 000	40 284	1,66	0,20	36	40 033	40 069	-251	6,80%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,55	07.03.2016	39 500	39 800	1,84	0,18	67	39 700	39 767	-100	6,75%	5
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,55	25.02.2016	40 000	40 010	2,68	0,13	62	39 588	39 650	-422	6,73%	5
Helgeland Sparebank	17.01.2018	2,17	18.01.2016	30 000	30 573	2,79	0,03	132	30 043	30 175	-530	5,12%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,41	18.02.2016	25 000	25 091	2,33	0,13	72	25 066	25 138	-25	4,27%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	15.01.2018	2,19	15.01.2016	25 000	25 150	2,80	0,02	117	25 047	25 164	-103	4,27%	5
Sparebanken Hedmark	05.10.2016	1,65	05.01.2016	25 000	24 973	2,13	0,01	100	24 975	25 074	2	4,24%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	06.06.2016	1,33	07.03.2016	25 000	25 003	1,89	0,18	22	24 942	24 965	-60	4,24%	5
SpareBank 1 BV	04.12.2017	1,50	04.03.2016	25 000	24 998	2,57	0,15	28	24 707	24 735	-291	4,20%	5
Sparebank 1 Telemark	09.09.2016	2,53	09.03.2016	24 000	24 193	1,83	0,18	37	24 129	24 166	-65	4,10%	5
Totens Sparebank	14.10.2016	2,94	14.01.2016	22 000	22 717	2,18	0,04	140	22 189	22 329	-528	3,79%	5
Sparebanken Øst	15.01.2016	2,62	15.01.2016	15 000	15 143	1,84	0,04	84	15 005	15 089	-138	2,56%	5
BN Bank ASA	14.11.2017	2,63	15.02.2016	10 000	10 287	2,80	0,11	33	10 079	10 112	-208	1,72%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	03.10.2016	2,42	04.01.2016	5 000	5 026	2,21	0,01	29	5 021	5 051	-4	0,85%	5
BN Bank ASA	18.07.2017	1,51	18.01.2016	5 000	4 999	2,78	0,03	15	4 957	4 972	-42	0,84%	5
Sum Verdipapirportefølje⁴⁾					404 444			1 032	401 494	402 526	-2 950	68,30%	

Nøkkel tall portefølje

Effektiv rente	2,05 %
Effektiv rente til kunder ¹⁾	1,90 %
Durasjon ²⁾	0,08

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK101,0422

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

Tnkr 9,458 er besluttet utdelt til andelseierne.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Avkastning

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Påløpt renteNOK	Markeds- verdiNOK	Markedsverdi inkl påløpt renteNOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko- klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE														
Finansobligasjoner														
Sparebanken Sør	20.02.2019	1,59	NOK	22.02.2016	70 000	70 006	2,87	0,07	127	68 357	68 484	-1 649	4,08%	5
Sandnes Sparebank	06.11.2018	1,98	NOK	08.02.2016	55 000	55 891	3,09	0,05	166	54 406	54 572	-1 485	3,25%	5
Sparebanken Vest	15.01.2018	2,22	NOK	15.01.2016	50 000	50 268	2,80	0,03	237	50 124	50 362	-143	3,00%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	29.09.2017	1,46	NOK	04.01.2016	50 000	49 910	2,95	-0,02	185	49 440	49 624	-471	2,94%	5
Aurskog Sparebank	03.09.2018	2,15	NOK	03.03.2016	48 000	48 620	2,97	0,13	80	47 688	47 769	-932	2,85%	5
Helgeland Sparebank	25.08.2016	2,58	NOK	25.02.2016	40 000	40 901	1,89	0,15	103	40 192	40 295	-709	2,40%	5
Sparebank 1 SR Bank	13.12.2018	1,88	NOK	14.03.2016	40 000	39 804	2,75	0,15	36	39 564	39 600	-240	2,36%	5
OBOS-banken AS	08.01.2018	1,48	NOK	08.01.2016	40 000	40 015	3,01	-0,01	138	39 433	39 571	-582	2,36%	5
Sparebank 1 BV	24.04.2018	1,48	NOK	25.01.2016	40 000	39 464	2,89	0,03	109	39 373	39 482	-91	2,35%	5
Sparebank 1 SMN	26.11.2018	2,03	NOK	26.02.2016	37 000	36 714	2,83	0,11	73	36 660	36 733	-54	2,19%	5
Helgeland Sparebank	15.03.2017	2,81	NOK	15.03.2016	36 000	37 206	2,13	0,20	45	36 408	36 453	-798	2,17%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	05.03.2018	2,25	NOK	07.03.2016	36 000	36 393	2,64	0,16	54	36 070	36 124	-323	2,15%	5
BN Bank ASA	15.03.2017	2,85	NOK	16.03.2016	35 000	36 021	2,25	0,20	42	35 381	35 423	-639	2,11%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	17.08.2016	2,44	NOK	17.02.2016	35 000	35 623	1,92	0,13	104	35 138	35 242	-485	2,10%	5
Bank 1 Oslo Akershus AS	15.03.2017	2,81	NOK	15.03.2016	32 000	32 707	2,13	0,20	40	32 363	32 403	-344	1,93%	5
Sparebank 1 BV	11.03.2016	1,75	NOK	11.03.2016	30 000	30 057	1,68	0,19	29	30 000	30 030	-57	1,79%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	27.06.2016	1,87	NOK	29.03.2016	30 000	29 997	1,79	0,24	5	29 997	30 002	0	1,79%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	27.02.2018	2,10	NOK	29.02.2016	30 000	30 363	2,84	0,13	60	29 859	29 918	-504	1,78%	5
Fana Sparebank	09.05.2017	1,47	NOK	09.02.2016	30 000	30 093	2,55	0,09	64	29 792	29 855	-301	1,78%	5
OBOS-banken AS	25.08.2017	1,55	NOK	25.02.2016	30 000	29 655	2,68	0,13	47	29 691	29 738	36	1,77%	5
Sparebanken Møre	02.03.2018	1,50	NOK	02.03.2016	30 000	29 958	2,67	0,13	36	29 556	29 592	-402	1,76%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	12.02.2019	1,97	NOK	12.02.2016	30 000	30 293	3,08	0,05	80	29 533	29 614	-759	1,76%	5
Sparebank 1 Telemark	12.09.2018	1,94	NOK	14.03.2016	27 000	27 398	2,75	0,16	25	26 806	26 831	-592	1,60%	5
Sparebank 1 Telemark	08.05.2018	1,97	NOK	08.02.2016	25 000	25 400	2,84	0,08	71	24 898	24 969	-502	1,49%	5
BN Bank ASA	22.05.2018	2,12	NOK	22.02.2016	25 000	24 972	2,96	0,11	56	24 864	24 920	-108	1,48%	5
Sparebank 1 SMN	15.03.2017	3,00	NOK	16.03.2016	20 000	20 787	2,12	0,20	25	20 275	20 300	-512	1,21%	5
Sandnes Sparebank	19.03.2018	2,74	NOK	19.01.2016	20 000	20 702	3,02	0,04	111	20 213	20 324	-489	1,21%	5
Kredittforeningen for Sparebanker	08.03.2016	1,97	NOK	08.03.2016	20 000	20 188	1,77	0,18	25	20 006	20 031	-182	1,19%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	15.05.2017	2,02	NOK	15.02.2016	20 000	20 086	2,53	0,11	51	19 991	20 042	-95	1,19%	5
Sparebank 1 Nordvest	30.05.2017	1,58	NOK	29.02.2016	20 000	20 006	2,50	0,15	27	19 863	19 891	-143	1,18%	5
Totens Sparebank	27.09.2018	2,16	NOK	29.03.2016	20 000	20 328	2,85	0,20	4	19 828	19 831	-500	1,18%	5
Sparebanken Sør	29.10.2018	1,94	NOK	29.01.2016	20 000	19 871	2,96	0,03	68	19 821	19 889	-50	1,18%	5
Eiendoms kreditt AS	04.12.2017	1,78	NOK	04.03.2016	20 000	20 080	2,84	0,14	27	19 793	19 820	-287	1,18%	5
Santander Consumer Bank AS	18.11.2016	2,41	NOK	18.02.2016	18 000	18 225	2,33	0,13	52	18 047	18 099	-178	1,08%	5
Santander Consumer Bank AS	19.02.2018	1,93	NOK	19.02.2016	17 000	17 000	3,11	0,10	38	16 807	16 845	-193	1,00%	5
Sparebank 1 Nord-Norge	25.01.2016	2,22	NOK	25.01.2016	16 000	16 213	1,82	0,07	65	16 005	16 070	-208	0,96%	5
Sparebanken Sør	05.09.2016	2,55	NOK	07.03.2016	15 000	15 355	1,84	0,18	26	15 076	15 101	-279	0,90%	5
Sparebank 1 Søre Sunnmøre	21.08.2017	2,91	NOK	22.02.2016	12 500	12 941	2,66	0,14	38	12 657	12 695	-284	0,76%	5
Sparebanken Møre	05.12.2016	2,25	NOK	07.03.2016	12 000	12 022	1,96	0,18	18	12 046	12 064	23	0,72%	5
Pareto Bank ASA	09.01.2017	2,96	NOK	11.01.2016	10 000	10 129	2,81	0,02	68	10 068	10 136	-61	0,60%	5
Sparebank 1 Østfold Akershus	20.09.2016	2,37	NOK	21.03.2016	10 000	10 152	1,86	0,22	7	10 034	10 041	-118	0,60%	5
Jæren Sparebank	08.05.2018	2,08	NOK	08.02.2016	10 000	10 169	3,01	0,07	30	9 957	9 987	-212	0,59%	5
Sparebank 1 Nordvest	29.06.2016	2,47	NOK	29.03.2016	6 500	6 590	1,79	0,24	1	6 519	6 520	-71	0,39%	5
Sparebanken Sør	09.05.2016	2,12	NOK	09.02.2016	5 000	5 069	1,90	0,11	15	5 007	5 022	-62	0,30%	5
Bolig- og Næringskreditt AS	03.11.2016	1,92	NOK	03.02.2016	5 000	5 039	2,09	0,09	15	5 003	5 019	-36	0,30%	5
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE														
Utenlandske statsobligasjoner														
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR		5 500	65 095	1,68	8,14	2044	69 875	71 920	4 780	4,28%	2
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN		100 000	60 297	7,05	9,85	157	69 030	69 187	873	4,12%	3
Portugese Government	15.10.2025	2,87	EUR		6 000	57 522	2,52	8,43	349	59 528	59 877	2 006	3,57%	2
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	EUR		6 000	54 067	3,81	5,47	1 313	57 785	59 098	3 718	3,52%	2
Spanish Government	30.04.2025	1,60	EUR		5 400	48 257	1,67	8,50	556	51 707	52 263	3 450	3,11%	2
Hellenic Republic Government	24.02.2032	3,00	EUR		2 000	11 761	7,16	10,72	490	11 703	12 193	(58)	0,73%	2
Sum Verdipapirportefølje ⁴⁾					1 535 680				7 631	1 542 238	1 549 869	6 559	92,32%	
Nøkkeltall portefølje														
Effektiv rente	2,73%													
Effektiv rente til kunder ¹⁾	2,23%													
Durasjon ²⁾	1,67													

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK 143,29

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

Tnr 68.328 er besluttet utdelt til andelseierne.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt prandel på utbetalingstidspunktet.

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditt risiko.

Klasse 1 har lavest kreditt risiko og klasse 6 har høyest kreditt risiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Tellus

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Pålydende NOK	Kostpris NOK	Effektiv rente ¹⁾	Durasjon ²⁾	Påløpt rente NOK	Markedsverdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko-klasse ³⁾
RENTEPAPIRER MED FAST RENTE													
Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon													
European Bank Recon & Dev	19.03.2018	5,75	INR	200 000	25 846	6,91	1,92	1 206	26 168	27 375	322	2,12 %	1
Utenlandske statsobligasjoner													
US Government	15.02.2025	2,00	USD	16 600	135 145	2,32	8,12	1 102	143 643	144 745	8 499	11,19 %	3
French Government	25.05.2020	-	EUR	12 000	103 527	0,03	4,40	1 269	114 005	115 273	10 478	8,91 %	2
US Government	31.08.2016	0,50	USD	12 800	87 374	0,67	0,66	192	113 150	113 343	25 777	8,76 %	3
Croatia Government International Bond	30.05.2022	3,87	EUR	8 300	74 798	3,81	5,47	1 817	79 936	81 753	5 138	6,32 %	2
US Government	30.06.2017	0,62	USD	8 000	63 152	0,99	1,47	-	70 455	70 455	7 303	5,45 %	3
Japan Government	20.06.2016	1,90	JPY	900 000	62 398	0,03	0,47	38	66 808	66 846	4 410	5,17 %	3
Norwegian Government	19.05.2017	4,25	NOK	60 000	63 360	0,64	1,34	1 579	62 955	64 534	-405	4,99 %	2
Canadian Government	01.11.2016	1,00	CAD	10 000	65 014	0,49	0,83	105	63 974	64 079	-1 040	4,95 %	3
Lithuanian Government	01.02.2022	6,62	USD	5 500	42 570	3,07	4,94	1 344	58 261	59 605	15 691	4,61 %	2
Chilean Government	05.08.2020	5,50	CLP	4 410 000	54 659	4,58	3,87	1 229	57 007	58 236	2 348	4,50 %	3
New Zealand Government	17.04.2023	5,50	NZD	8 000	54 358	3,24	5,95	561	55 653	56 214	1 295	4,35 %	3
Hellenic Republic Government	24.02.2035	3,00	EUR	9 000	53 134	6,99	11,88	2 205	50 398	52 603	-2 736	4,07 %	2
Portugese Government	15.10.2025	2,87	EUR	5 000	47 985	2,52	8,43	291	49 607	49 897	1 621	3,86 %	2
Spanish Government	30.04.2025	1,60	EUR	5 000	45 315	1,67	8,50	515	47 877	48 392	2 562	3,74 %	2
Slovenia Government	30.03.2026	5,12	EUR	3 500	41 766	1,68	8,14	1 301	44 466	45 767	2 700	3,54 %	2
Peruvian Government	12.08.2037	6,90	PEN	18 000	41 063	7,87	9,99	1 235	42 711	43 945	1 648	3,40 %	3
Mexican Government	20.11.2036	10,00	MXN	60 000	38 345	7,05	9,85	94	41 418	41 512	3 073	3,21 %	3
Japan Government	16.10.2017	0,10	JPY	550 000	37 991	-0,05	1,79	9	40 584	40 593	2 593	3,14 %	3
Colombian Government	14.04.2021	7,75	COP	13 400 000	48 232	7,26	4,03	2 072	38 150	40 222	-10 082	3,11 %	3
Sum Verdipapirportefølje 5)					1 186 033			18 162	1 267 226	1 285 388	81 193	99,39 %	
Nøkkeltall portefølje													
	Klasse A	Klasse B	Klasse C										
Effektiv rente	2,53 %	2,53 %	2,53 %										
Effektiv rente til kunder ⁶⁾	1,73 %	2,08 %	2,13 %										
Durasjon ⁷⁾	4,87	4,87	4,8701										

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

Klasse 1 har lavest kreditrisiko og klasse 6 har høyest kreditrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2015 andelsklasse A NOK 137,848

Andelskurs pr 31.12.2015 andelsklasse B NOK 140,5395

Andelskurs pr 31.12.2015 andelsklasse C NOK 138,4037

Tnkr 94.332 er besluttet utdelt til andelseiere i andelsklasse A,

Tnkr 5.554 er besluttet utdelt til andelseiere i andelsklasse B og

Tnkr 14.524 er besluttet utdelt til andelseiere i andelsklasse C.

Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Krona

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen svenske kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris SEK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ²⁾	Markeds-verdi SEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/tap SEK	Andel avfondet	Risiko-klasse ⁴⁾
RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE											
Finansobligasjoner											
Ikano Bank SE	26.09.2016	0,73	29.03.2016	35 000	35 053	0,66	0,24	35 094	43	5,73 %	5
Sparebank 1 SMN	29.10.2018	0,58	29.01.2016	35 000	35 118	0,62	0,12	34 913	-170	5,70 %	5
Sparebanken Vest	10.09.2018	0,12	10.03.2016	22 000	21 851	0,78	0,20	21 740	-110	3,55 %	5
Länsförsäkringar Bank AB	15.05.2018	0,50	15.02.2016	20 000	20 077	0,36	0,12	20 073	8	3,28 %	5
Jyske Bank A/S	03.05.2016	0,68	03.02.2016	20 000	20 000	-	0,09	20 044	66	3,28 %	5
SBAB AB	25.02.2016	1,01	25.02.2016	13 000	13 075	-	0,15	13 022	-40	2,13 %	5
Danske Bank A/S	05.09.2016	1,51	07.03.2016	10 000	10 155	0,10	0,19	10 109	-35	1,65 %	5
Industriobligasjoner											
Volvo Treasury AB	26.02.2016	0,61	26.02.2016	28 000	28 111	0,23	0,16	28 021	-73	4,58 %	6
Fortum Värme	27.11.2017	0,26	29.02.2016	20 000	20 000	0,40	0,17	19 998	3	3,27 %	6
Skanska Financial Services AB	25.04.2016	1,44	25.01.2016	19 000	19 085	0,11	0,07	19 077	42	3,12 %	6
Volvo Treasury AB	19.09.2016	0,03	21.03.2016	15 000	15 000	0,40	0,22	14 987	-13	2,45 %	6
Arla Foods Amba	04.06.2018	1,27	04.03.2016	10 000	10 165	0,80	0,17	10 158	2	1,66 %	6
SBAB AB	03.10.2016	0,57	04.01.2016	6 000	6 024	0,31	0,26	6 019	4	0,98 %	6
Skanska Financial Services AB	22.11.2016	1,46	22.02.2016	4 000	4 051	0,29	0,15	4 045	1	0,66 %	6
Industriertifikater											
Trelleborg Treasury AB	22.04.2016			24 000	23 989	0,32	0,31	23 987	1	3,92 %	6
Akelius	26.02.2016			23 000	22 971	0,21	0,16	22 976	24	3,75 %	6
Indutrade	29.03.2016			22 000	21 961	0,49	0,24	21 965	23	3,59 %	6
Vasakronan AB	15.01.2016			20 000	19 999	0,03	0,04	19 999	1	3,26 %	6
Hexagon AB	11.04.2016			20 000	19 985	0,38	0,28	19 982	3	3,26 %	6
Getinge AB	25.04.2016			19 000	18 973	0,43	0,32	18 977	13	3,10 %	6
Tele2 AB	15.03.2016			15 000	14 994	0,39	0,20	14 992	0	2,45 %	6
Fabege AB	22.04.2016			13 000	12 989	0,38	0,31	12 989	3	2,12 %	6
Castellum AB	18.05.2016			13 000	12 989	0,46	0,38	12 986	-1	2,12 %	6
Arla Foods Amba	14.03.2016			12 000	11 997	0,32	0,20	11 995	0	1,96 %	6
Hexagon AB	11.05.2016			10 000	9 994	0,34	0,36	9 994	1	1,63 %	6
Castellum AB	29.02.2016			10 000	9 991	0,19	0,16	9 993	7	1,63 %	6
Hexagon AB	21.04.2016			10 000	9 996	0,41	0,31	9 992	-3	1,63 %	6
Fabege AB	08.04.2016			9 000	8 994	0,32	0,27	8 995	2	1,47 %	6
Indutrade	26.01.2016			8 000	7 994	0,21	0,07	7 995	5	1,31 %	6
Intrum Justitia AB	22.02.2016			5 000	4 999	0,19	0,14	4 998	0	0,82 %	6
Intrum Justitia AB	07.03.2016			5 000	4 998	0,26	0,18	4 998	1	0,82 %	6
Finanssertifikater											
Ikano Bank SE	10.05.2016			5 000	4 994	0,74	0,36	4 988	-3	0,81 %	5
Sum Verdipapirportefølje ⁵⁾					500 573			500 101	-194	81,67 %	
Nøkkeltall portefølje											
Effektiv rente	0,40 %										
Effektiv rente til kunder ¹⁾	0,20 %										
Durasjon ²⁾	0,16										

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

Klasse 1 har lavest kredittrisiko og klasse 6 har høyest kredittrisiko.

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i det svenske markedet.

Andelskurs pr 31.12.2015

SEK 100,2245

SEKO-, er utdelt til andelseierne.

En eventuell utdeling ville medført en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

SKAGEN Credit

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Renteregulerings-tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente ³⁾	Durasjon ³⁾	Påløpt rente	Markeds-verdi	Markedsverdi inkl.påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko-klasse ³⁾
Energi														
Gazprom OAO	11.04.2018	8,15	USD		800	5 642	4,38	2,01	128	7 658	7 786	2016	3,69%	6
Petrobras Global Finance BV	01.03.2018	5,87	USD		700	4 572	12,03	1,8	121	5 522	5 643	950	2,67%	6
Talisman Energy Inc	05.12.2017	6,62	GBP		300	3 604	2,74	1,82	18	4 194	4 213	590	1,99%	6
Seadrill Ltd	15.09.2017	6,12	USD		700	4 500	56,05	1,01	112	3 298	3 410	-1 202	1,61%	6
Petrobras Global Finance BV	20.01.2020	5,75	USD		100	782	12,95	3,1	23	698	721	-84	0,34%	6
Sum Energi						19 101			402	21 370	21 773	2 270		
Råvarer														
SSAB AB	10.04.2019	3,87	EUR		800	6 760	7,04	2,84	216	7 001	7 217	241	3,42%	6
Braskem Finance Ltd	15.04.2021	5,75	USD		775	4 937	8,79	4,16	83	6 028	6 111	1 091	2,89%	6
INEOS	01.05.2023	4,00	EUR		500	4 199	4,74	6,07	32	4 607	4 639	408	2,20%	6
Glencore Canada Financial Corp	27.05.2020	7,37	GBP		300	4 209	9,23	3,42	172	3 656	3 828	-553	1,81%	6
Glencore Funding LLC	29.04.2019	3,12	USD		475	2 879	9,29	2,88	23	3 498	3 521	619	1,67%	6
Sum Råvarer						22 983			526	24 789	25 315	1 806		
Kapitalvarer, service og transport														
Color Group AS	18.09.2019	6,31	NOK	18.03.2016	7 000	7 088	6,32	0,09	16	7 035	7 051	-53	3,34%	6
Stena AB	01.02.2019	5,87	EUR		620	5 619	4,54	2,69	146	6 196	6 342	577	3,00%	6
PostNL NV	14.08.2018	7,50	GBP		400	5 332	2,22	2,38	149	5 910	6 058	578	2,87%	6
Noble Group Ltd	29.01.2020	6,75	USD		750	5 534	20,77	2,78	189	4 287	4 477	-1 247	2,12%	6
Heathrow Funding Ltd	10.09.2018	6,25	GBP		300	3 548	2,48	2,47	75	4 292	4 367	745	2,07%	6
Norwegian Air Shuttle AS	03.07.2017	4,87	NOK	04.01.2016	4 000	3 902	6,55	-0,06	47	3 930	3 977	28	1,86%	6
Norwegian Air Shuttle AS	11.12.2019	7,25	EUR		400	3 664	7,23	3,25	15	3 865	3 881	201	1,84%	6
Tallink Group AS	18.10.2018	6,12	NOK	18.01.2016	3 000	3 060	5,4	0,01	37	3 083	3 120	23	1,48%	6
Bombardier Inc	16.03.2020	7,75	USD		400	2 878	13,85	3,08	81	2 911	2 992	34	1,42%	6
Heathrow Funding Ltd	20.03.2020	6,00	GBP		100	1 462	2,89	3,62	61	1 463	1 524	1	0,72%	6
Solstad Offshore ASA	24.06.2019	4,73	NOK	29.03.2016	2 000	1 288	17,93	-0,76	1	1 360	1 361	73	0,64%	6
Empresas ICA SAB de CV	04.02.2021	8,90	USD		450	2 841	67,19	1,51	145	846	991	-1 995	0,47%	6
Sum Kapitalvarer, service og transport						46 216			962	45 179	46 141	-1 037		
Inntektsavhengige konsumvarer														
Samvardhana Motherson Automotive	15.07.2021	4,12	EUR		500	4 377	4,68	4,68	91	4 691	4 782	314	2,26%	6
Best Buy Co Inc	15.03.2021	5,50	USD		500	4 151	4,52	4,16	72	4 626	4 697	475	2,22%	6
Fiat Finance & Trade SA	15.03.2018	6,62	EUR		400	3 704	2,54	1,98	203	4 180	4 382	476	2,07%	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	14.12.2018	4,12	USD		400	3 211	3,91	2,7	6	3 565	3 571	354	1,69%	6
Jaguar Land Rover Automotive Plc	01.03.2023	3,87	USD		200	2 495	4,94	5,92	34	2 452	2 486	-43	1,18%	6
Fiat Chrysler Finance Europe	22.03.2021	4,75	EUR		100	989	3,27	4,46	35	1 029	1 064	40	0,50%	6
Sum Inntektsavhengige forbruksvarer						18 926			441	20 542	20 983	1 616		
Defensive konsumvarer														
Safeway Ltd	10.01.2017	6,00	GBP		400	4 647	1,96	0,95	304	5 429	5 734	783	2,71%	6
Avon Products Inc	01.03.2019	6,50	USD		400	2 690	13,9	2,47	77	2 922	2 998	232	1,42%	6
JBS Investments GmbH	28.10.2020	7,75	USD		300	2 590	8,77	3,72	36	2 568	2 604	-22	1,23%	6
Cosan	14.03.2023	5,00	USD		300	2 078	8,16	5,47	39	2 226	2 265	147	1,07%	6
Lennar Corp	17.06.2019	4,50	USD		200	1 621	3,81	2,98	4	1 810	1 813	189	0,86%	6
Sum Defensive konsumvarer						13 625			460	14 954	15 414	1 329		
Bank og finans														
Danske Bank AS	29.09.2021	5,37	GBP		600	6 918	3,36	2,52	107	8 232	8 339	1 314	3,95%	5
Bank of Baroda	23.07.2019	4,87	USD		750	4 781	3,16	3,15	142	7 024	7 166	2 242	3,39%	5
Standard Chartered Bank	03.04.2018	7,75	GBP		350	4 730	2,71	2	263	5 062	5 325	332	2,52%	5
Türkiye Halk Bankası AS	19.07.2017	4,87	USD		550	3 414	3,7	1,43	107	4 956	5 062	1 542	2,40%	5
Insurance Australia Group Ltd	21.12.2026	5,62	GBP		300	3 721	4,79	0,93	6	3 942	3 948	221	1,87%	5
Diamond Bank Plc	21.05.2019	8,75	USD		400	2 432	12,76	2,62	34	3 193	3 227	761	1,53%	5
Akbank TAS	09.03.2018	6,50	USD		300	2 030	4,02	1,96	54	2 794	2 847	763	1,35%	5
Akbank TAS	24.10.2017	3,87	USD		250	1 748	3,38	1,7	16	2 232	2 248	485	1,06%	5
Banco Est Rio Grande Sul	02.02.2022	7,37	USD		250	1 959	12,33	4,18	68	1 775	1 843	-184	0,87%	5
Sum Bank og finans						31 733			796	39 209	40 006	7 477		
Informasjonsteknologi														
Rolta Americas LLC	24.07.2019	8,87	USD		400	2 918	33,71	2,05	137	1 904	2 041	-1 014	0,97%	6
Sum Informasjonsteknologi						2 918			137	1 904	2 041	-1 014		
Telekom														
VimpelCom Holdings BV	01.03.2022	7,50	USD		550	3 652	7,55	4,58	122	4 888	5 010	1 236	2,37%	6
Bharti Airtel International	20.05.2021	3,37	EUR		400	3 850	-0,6	2,87	80	4 024	4 104	175	1,94%	6
Bharti Airtel International	10.12.2018	4,00	EUR		300	2 777	1,54	2,79	7	3 087	3 094	310	1,46%	6
VimpelCom Holdings BV	01.03.2017	6,25	USD		200	1 563	4,21	1,07	37	1 812	1 848	248	0,87%	6
Sum Telekom						11 842			245	13 811	14 057	1 969		
Nyttjetjenester														
EDP Finance BV	01.10.2019	4,90	USD		850	6 053	4,03	3,3	92	7 758	7 850	1 705	3,72%	6
EP Energy AS	01.11.2019	5,87	EUR		675	6 287	2,86	3,38	64	7 200	7 264	913	3,44%	6
Sum Nyttjetjenester						12 341			156	14 958	15 113	2 617		
Eiendom														
Amlin Plc	18.12.2026	6,50	GBP		500	5 531	3,82	0,93	14	6 684	6 698	1 152	3,17%	6
American Tower Corp	15.02.2019	3,40	USD		200	1 465	2,56	2,88	23	1 815	1 838	350	0,87%	6
Sum Eiendom						6 996			37	8 499	8 535	1 502		
Sum Verdipapirportefølje⁵⁾						186 681			4 162	205 217	209 379	18 535	98,45%	

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Finansielle derivater pr 31.12.2015 (angitt i hele kroner)

Derivat	Forfallsdato	Kupong	Valuta	Rente-regulerings-tidspunkt	Pålydende	Netto gevinst / tap finansielle kontrakter	Andel av fondet
Rentederivater							
IRSEUR20180620	20.06.2018	-0,04	EUR	21.06.2016	3 000	4 353	
IRSEUR20210511	11.05.2021	-	EUR	11.05.2016	600	773	
IRSGBP20180129	29.01.2018	0,75	GBP	29.01.2016	1 200	14 504	
IRSUSD20180620	20.06.2018	0,57	USD	21.03.2016	3 500	9 984	
IRSUSD20190820	20.08.2019	0,37	USD	22.02.2016	2 000	5 411	
IRSUSD20210622	22.06.2021	0,59	USD	22.03.2016	1 000	1 123	
IRSEUR20180620	20.06.2018	0,54	EUR		-3 000	-4 795	
IRSEUR20210511	11.05.2021	0,61	EUR		-600	-859	
IRSGBP20180129	29.01.2018	1,91	GBP		-1 200	-14 831	
IRSUSD20180620	20.06.2018	1,47	USD		-3 500	-10 135	
IRSUSD20190820	20.08.2019	1,73	USD		-2 000	-5 651	
IRSUSD20210622	22.06.2021	1,91	USD		-1 000	-1 188	
SUM						-1 311	-0,62%

Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	6,50 %
Effektiv rentetil kunder ¹⁾	6,50 %
Durasjon ²⁾	1,37

¹⁾ Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.

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

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

⁴⁾ Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kreditrisiko.

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

⁵⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

Andelskurs pr 31.12.2015 120,1695

Tnkr 16.381 er besluttet utdelt til andelseiere.
 Dette vil medføre en reduksjon i andelskurs tilsvarende utbetalt pr andel på utbetalingstidspunktet.

Tilordning avanskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit NOK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi NOK	Valuta	Markedsverdi NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond						
SKAGEN Credit	1 301 946	143 674	NOK	144 324	650	100,23
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		143 674		144 324	650	100,23 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2015 eier SKAGEN Credit NOK 67,7% av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit SEK

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen svenske kroner)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi SEK	Valuta	Markedsverdi SEK	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond						
SKAGEN Credit	178 970	20 690	NOK	18 900	-1 790	99,11 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		20 690		18 900	-1 790	99,11 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2015 eier SKAGEN Credit SEK 9,4% av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

SKAGEN Credit EUR

Note 7. Verdipapirportefølje pr 31.12.2015 (angitt i hele tusen euro)

Verdipapir	Antall	Kjøpsverdi EUR	Valuta	Markedsverdi EUR	Urealisert gevinst/tap	Andel av fondet
Rentefond						
SKAGEN Credit	435 933	5 409	NOK	5 025	-384	99,25 %
SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE¹⁾		5 409		5 025	-384	99,25 %

¹⁾ For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

Det underliggende fond prises alle norske bankdager av forvaltningsselskapet SKAGEN AS. Kurs reflekterer priser på de underliggende papirer i SKAGEN Credit. Pr 31.12.2015 eier SKAGEN Credit EUR 22,9% av andelene i SKAGEN Credit.

Tilordning av anskaffelseskost:

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

Til styret i SKAGEN AS

Revisors beretning

Uttalelse om årsregnskapet

Vi har revidert årsregnskapet for verdipapirfondene, som består av balanse per 31. desember 2015, resultatregnskap for regnskapsåret avsluttet per denne datoen, og en beskrivelse av vesentlige anvendte regnskapsprinsipper og andre noteopplysninger. Resultatregnskapene viser følgende årsresultater for regnskapsåret avsluttet per 31. desember 2015:

SKAGEN Vekst	NOK	595 588 428
SKAGEN Global	NOK	5 212 754 052
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	42 175 064
SKAGEN m ²	NOK	48 296 890
SKAGEN Balanse	NOK	17 690 620
SKAGEN Focus	NOK	- 27 817 705
SKAGEN Avkastning	NOK	15 689 413
SKAGEN Høyrente	NOK	32 240 247
SKAGEN Høyrente Institusjon	NOK	10 527 295
SKAGEN Tellus	NOK	53 350 269
SKAGEN Krona	SEK	1 082 714
SKAGEN Credit	NOK	18 664 603
SKAGEN Credit NOK	NOK	- 3 667 429
SKAGEN Credit SEK	SEK	- 707 724
SKAGEN Credit EUR	EUR	- 180 090

Styrets ansvar for årsregnskapet

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

Revisors oppgaver og plikter

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

En revisjon innebærer utførelse av handlinger for å innhente revisjonsbevis for beløpene og opplysningene i årsregnskapet. De valgte handlingene avhenger av revisors skjønn, herunder vurderingen av risikoene for at årsregnskapet inneholder vesentlig feilinformasjon, enten det skyldes misligheter eller feil. Ved en slik risikovurdering tar revisor hensyn til den interne kontrollen som er relevant for selskapets utarbeidelse av et årsregnskap som gir et rettviseende bilde. Formålet er å

PricewaterhouseCoopers AS, Kanalsletta 8, Postboks 8017, NO-4033 Stavanger

T: 02316, org. no.: 987 009 713 MVA, www.pwc.no

Statsautoriserte revisorer, medlemmer av Den norske Revisorforening og autorisert regnskapsførerselskap

utforme revisjonshandlinger som er hensiktsmessige etter omstendighetene, men ikke for å gi uttrykk for en mening om effektiviteten av selskapets interne kontroll. En revisjon omfatter også en vurdering av om de anvendte regnskapsprinsippene er hensiktsmessige og om regnskapsestimaterne utarbeidet av ledelsen er rimelige, samt en vurdering av den samlede presentasjonen av årsregnskapet.

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

Konklusjon

Etter vår mening er årsregnskapet avgitt i samsvar med lov og forskrifter og gir et rettviseende bilde av den finansielle stillingen til verdipapirfondene per 31. desember 2015, og av resultater for regnskapsåret som ble avsluttet per denne datoen i samsvar med regnskapslovens regler og god regnskapsskikk i Norge.

Uttalelse om øvrige forhold

Konklusjon om årsberetningen

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

Konklusjon om registrering og dokumentasjon

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

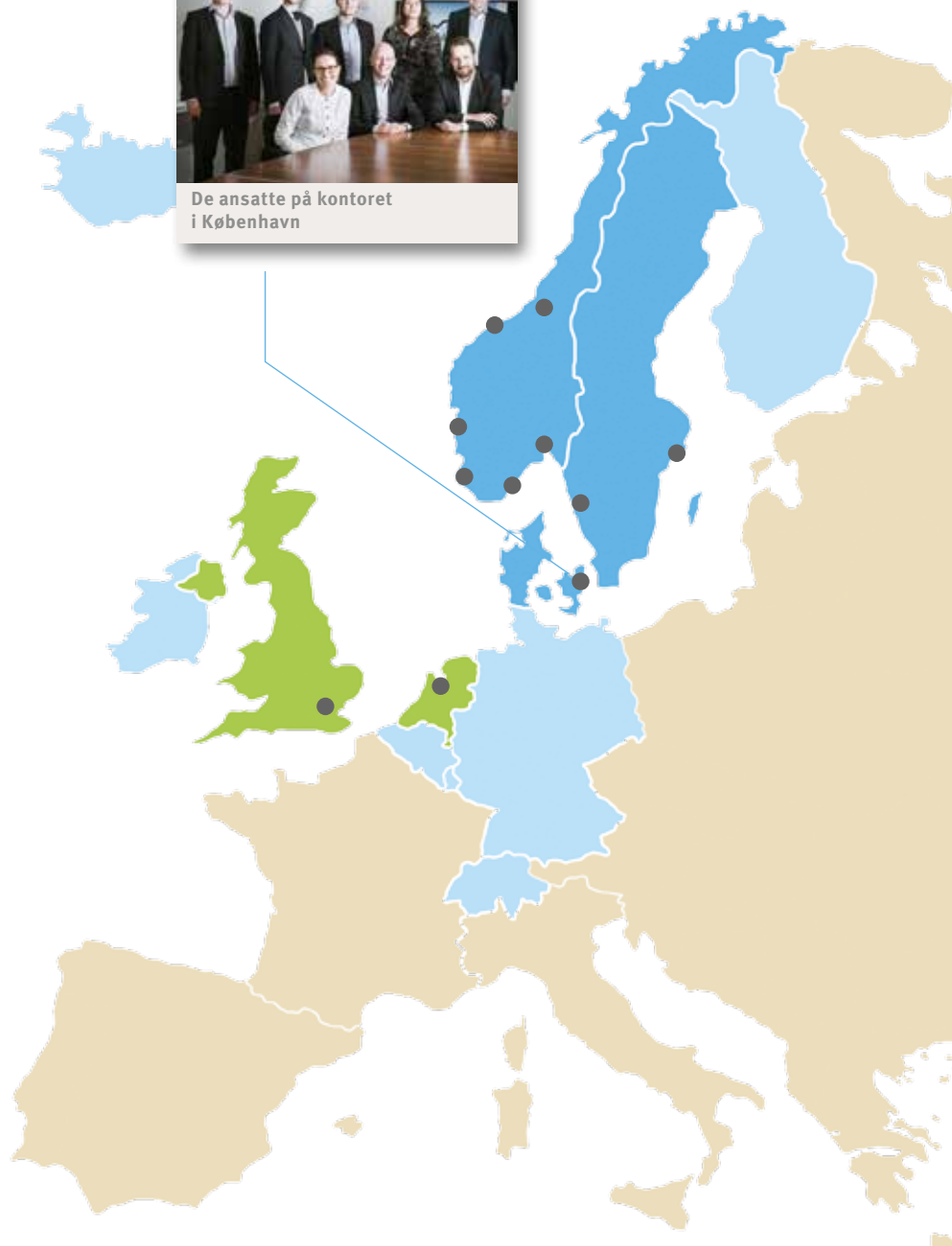
Stavanger, 10. februar 2016
PricewaterhouseCoopers AS

Gunstein Hadland
Statsautorisert revisor

Returadresse:
SKAGEN Fondene,
Kongens Nytorv 8, 4. sal,
1050 København K



De ansatte på kontoret
i København



SKAGEN Fondene er en ledende nordisk investeringsforening. Forvaltningsselskabet bag fondene blev grundlagt i 1993 i Stavanger, Norge. SKAGEN Fondene åbnede kontor i Danmark i december 2006.

SKAGEN i Danmark

Kundeservice er åben mandag til fredag klokken 9-17.

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

Hovedkontor

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




Redaktion:

Vevika Søberg (redaktør), Parisa K. Lemaire, Anna S. Marcus, Ole-Christian Tronstad, Trygve Meyer, Michael Metzler.

Oplag: 1.500
Design: Werdsemd
Grafer: Create Great
Dansk sprogforvaltning: Adverbium,
Grafisk produktion, tryk og udsendelse:
Rosendahls A/S

Forside: *Gammel mand, der læser i Bibelen*, 1918. Af Michael Ancher.
Tilhører Skagens museum (manipuleret).

 /company/skagenfondene
 /skagenfondenedk
 /skagentvdanmark
 /skagenfondenedk

 Hjemmemarked
 Internationalt marked
 Markedsføringstilladelse



SKAGEN
fondene