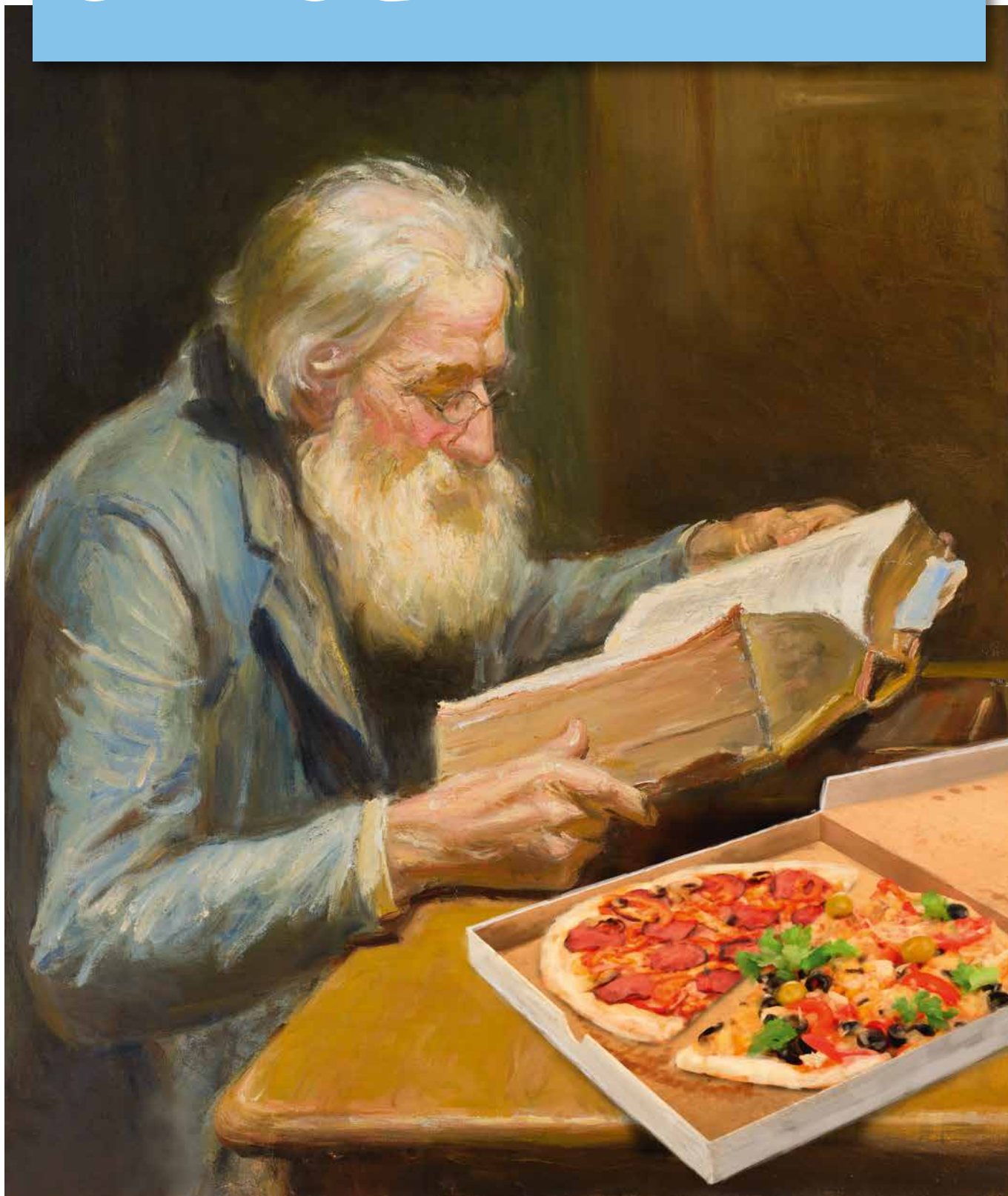


ÅRSRAPPORT 2015

# SKAGEN



ETT TUDELAT ÅR  
– VI SÖKER EFTER VÄRDE, VAD MARKNADEN ÄN SERVERAR OSS

ÅRSRAPPORT | 2015 | [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se)

# Kära läsare,

Om jag skulle summera de viktigaste globala händelserna under 2015 och var tvungen att hålla mig inom Twittergränsen på 140 tecken skulle det kunna se ut ungefär så här: Grekland, flyktingkris, Putin, låga räntor, IS, olja, Kina, Iranavtalet, Paris, svaga tillväxtmarknader, klimatuppgörelse, Feds räntehöjning.

Däremot skulle det kännas nästan omöjligt att sammanfatta det gångna SKAGEN-året i lika få ord. Därför vill vi gärna att du tar del av den här årsrapporten. Den innehåller tusentals ord som vi valt med omsorg för att ge en tydligare bild av fondutvecklingen under året och hur vi förvaltat det förtroende ni kunder har gett oss samt en utblick för 2016.

I maj 2015 nådde vi en milstolpe när vi välkomnade vår koncentrerade globalfond SKAGEN Focus i fondfamiljen. Trots att vi varit verksamma i 22 år var det faktiskt bara femte gången vi lanserade en ny aktiefond.

Vårt förvaltarteam har förstärkts under året, och vi har också gjort förbättringar när det gäller hur förvaltarna tar fram och genomför sina investeringsidéer. Dessutom har vi finjusterat våra rutiner för hur teamen utbyter kunskaper och insikter sinsemellan.

## En blandad bild

Resultaten för 2015 ger en blandad bild. SKAGEN Global överträffade sitt jämförelseindex under ledning av Knut Gezelius, som tog över ansvaret för fonden i november 2014. Vår förhoppning var att även SKAGEN Kon-Tiki skulle slå sitt index efter ett uppsving under den andra hälften av året, men det lyckades inte riktigt. Bättre gick det för vår penningmarknadsfond SKAGEN Krona, som återigen gav en stabil överavkastning. Sammanfattningsvis kan vi säga att vi nu går in hårt för att 2016 ska bli ett bättre år än 2015 resultatmässigt.

Vi såg ett fortsatt flockbeteende på marknaderna där passiva investeringar,

tillväxtaktier och utvecklade marknader alltjämt var i ropet. Ibland kan det verka som om vi väntar på att vår aktiva investeringsstil ska göra comeback. Men om vårt sätt att investera alltid vore populärt skulle det bli svårt, för att inte säga omöjligt, för oss att hitta impopulära investeringsuppdrag. Jag skulle nog snarare vilja påstå att aktiva investerare som SKAGEN i längden faktiskt tjänar på att det finns allt fler passiva investerare på marknaden.

## Sunt förnuft

Merparten av våra fonder har visserligen slagit sina respektive jämförelseindex imponerande många gånger under årens lopp, men målet i sig är inte att klå ett visst index varje tolv månadersperiod utan att leverera långsiktig avkastning åt våra andelsägare. Benjamin Graham, som av många ses som värdeinvesteringarnas fader, har sagt att aktiemarknaden på kort sikt är en rösträkningsmaskin men på lång sikt en våg. Tids nog gör den alltid företagets sanna värde rättvisa i stället för att låta sig styras av kortvariga popularitetssvängningar.

Vi väntar alltså inte på att vår investeringsfilosofi ska bli populär igen och har aldrig tvekat över värdet i att utgå från vårt sunda förnuft. Och på lång sikt drar vi nytta av att marknaden av och till sätter fel pris på vissa tillgångar. Som vår investeringsdirektör Ole Sjøberg skrev i förra årets årsrapport kommer de finansiella gravitationslagarna tids nog att se till att företag som skapar värde blir belönade, liksom de investerare som vågade satsa och gå mot strömmen.

## Ny väg framåt

SKAGENs ägarmodell var ett centralt tema under året och vi har nu kommit fram till en lösning som säkerställer såväl ett långsiktigt oberoende som kontinuitet och intressegemenskap med våra kunder. På senare tid har det också skett förändringar på styrelsenivå. Efter drygt 17 år vid rodret avgick Martin Gjelsvik som styrelseordförande i december. Under hans tid har SKAGEN gått från lokal aktör på den norska marknaden till europeisk fondförvaltare. På företagets vägnar vill jag tacka Martin för ett stort och mångårigt engagemang.

Vidare utökas SKAGENs styrelse från fem till sex ledamöter. Vi hälsar två nya ledamöter välkomna: vår nya ordförande Henrik Lisæth och Leiv Askvig, båda med lång erfarenhet från finansbranschen. Det finns samtidigt en tydlig kontinuitet, och Anne Sophie Stensrud blir ordinarie medlem efter att ha varit suppleant i tolv år.

Med en ny ägarmodell och styrelse och en redan solid grund står vi starka. Och när jag ser mig omkring bland företagets medarbetare känner jag mig övertygad om att vi har det som krävs för att fortsätta att leverera riktigt goda resultat åt våra kunder under 2016 och framåt.



– Leif Ola Rød  
Verkställande direktör



**30** Ska vi undvika en extra dos inflation kan Norges statsminister Erna Solberg (bilden) och andra råvaruberöende politiker tvingas läggas in på "avgiftning" om råvarupriserna fortsätter nedåt.



**18** Två ryska bolag, livsmedelskedjan X5 (bilden) och Moskvabörsen var bland de sex bästa placeringarna för SKAGEN Kon-Tiki under 2015.



**26** Peter Hancock, vd för AIG, intervjuas på New York-börsen. AIG planerar att dela ut 25 miljarder dollar till aktieägarna och avyttra tillgångar för att öka avkastningen, efter kritik från aktivistinvesteringen Carl Icahn. AIG var en av de bästa bidragsgivarna 2015 till både SKAGEN Focus och SKAGEN Global.

Foton: Bloomberg

## LEDARE

Leif Ola Rød, verkställande direktör › 2

## OM SKAGEN

- Fondavkastning › 4
- Kallelse till valmöte › 35
- År 2015 ur styrelsens perspektiv › 36
- Målinriktad insats för socialt ansvar › 38
- Ökat fokus på hållbarhet › 39

## MAKROKOMMENTAR

Varför varierar inflations-effekten så mycket? › 30

## PORTFÖLJ-FÖRVALTARNAS BERÄTTELSE

Introduktion  
Ett tudelat år › 6

## AKTIEFONDER

- SKAGEN Vekst** › 10  
Goda möjligheter
- SKAGEN Global** › 14  
Ökad koncentration och starka amerikanska aktier
- SKAGEN Kon-Tiki** › 18  
En ny tillväxt
- SKAGEN m<sup>2</sup>** › 22  
Svaga tillväxtmarknader och volatila valutor
- SKAGEN Focus** › 26  
Turbulent första år med några ljusglimtar

## RÄNTEFONDER

- SKAGEN Tellus** › 31  
Tillväxtmarknaderna blev sänke
- SKAGEN Credit** › 32  
Tufft år för företagsobligationer
- SKAGEN Krona** › 33  
Förutsägbarhet A och O

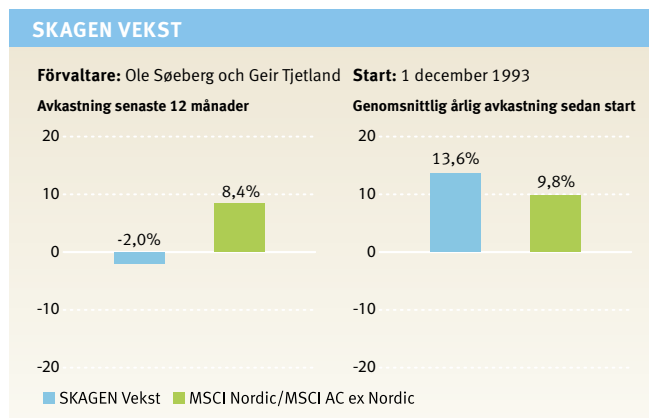
## RÄKENSKAPER

- Risk och avkastning** › 34
- Styrelsens rapport** › 40
- Årsräkenskaper** › 43
- Noter** › 46
- Revisionsberättelse** › 66

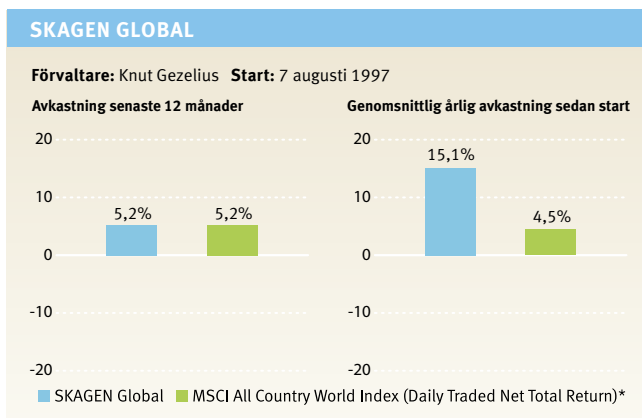
Såvida inget annat anges är siffrorna i rapporten uttryckta i svenska kronor, förutom i årsboks slutet, noterna och styrelsens berättelse, som anges i norska kronor, eller där det står att avkastningen är i annan valuta. SKAGEN Fonder har inte marknadsföringstillstånd för fonderna SKAGEN Balanse 60/40, SKAGEN Høyrente och SKAGEN Høyrente Institusjon i Sverige och marknadsför inte fonden SKAGEN Avkastning aktivt. Information om dessa fonder är med i årsboks slutet. Övrig information om dessa fonder från den norska versionen av Årsrapporten har exkluderats i den svenska versionen av årsrapporten.

Årsrapporten är ursprungligen skapad på norska. Detta är en översatt och bearbetad version som publiceras med reservation för eventuella felaktigheter eller andra brister. Om det skulle råda konflikt mellan de svenska och norska versionerna är det den norska årsrapporten som gäller. Den finns tillgänglig på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no).

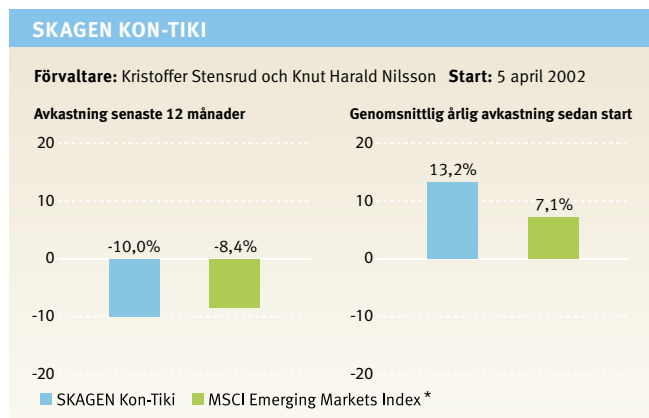
# FONDAVKASTNING PER DEN 31 DECEMBER 2015



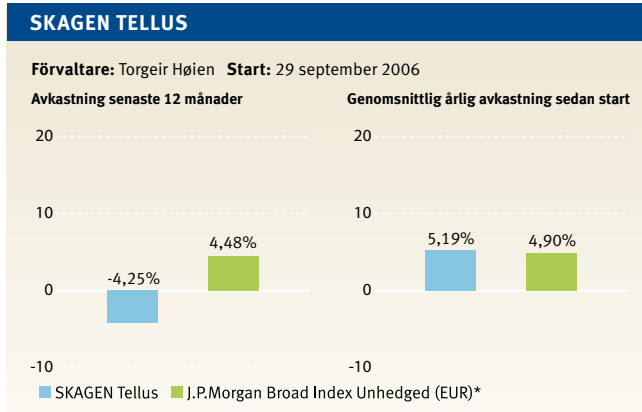
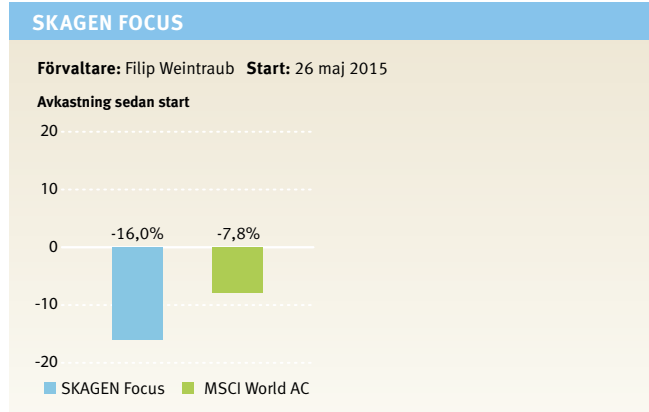
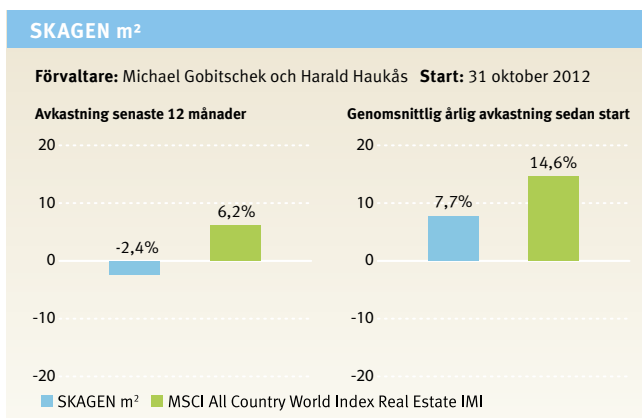
\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i Norge, till att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 1 jan 2014 var till lika delar sammansatt av Oslobörsens index (OSEBX) och MSCI All Country World. Jämförelseindex före 1 jan 2010 var Oslobörsens index (OSEBX).



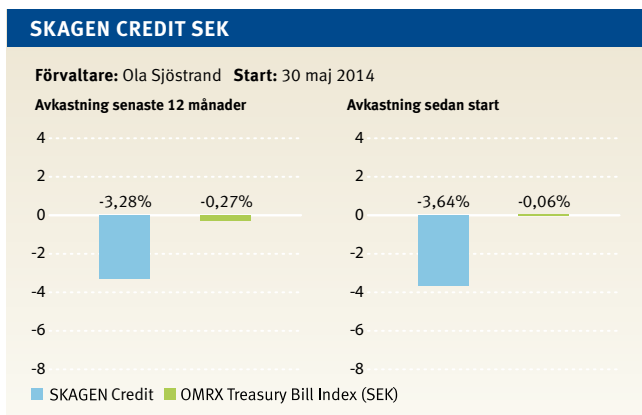
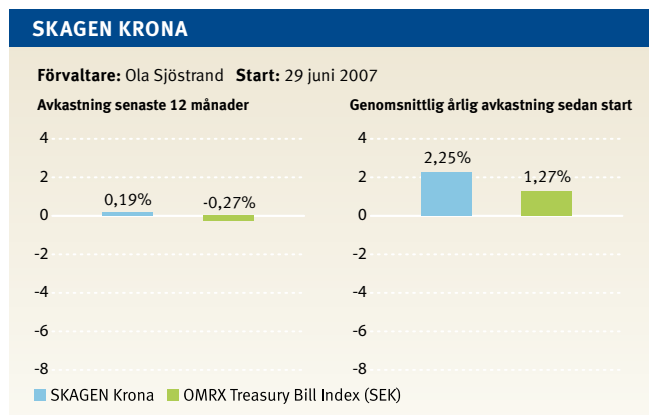
\* Jämförelseindex före 1 jan 2010 MSCI World Index.



\* Före 1 jan 2004 var jämförelseindex MSCI World Index.



\* Jämförelseindex före 1 jan 2013 var Barclay's Capital Global Treasury Index 3-5 yrs.



Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktblad och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.



**Lägre energipriser 2015** kommer troligen att leda till högre konsumtion och bidra till högre global BNP 2016.



Foto: Bloomberg

**Janet Yellen, ordförande i USA:s centralbank Fed.** Trots räntehöjningen i december tror SKAGEN Tellus-teamet inte på högre styrräntor på sikt, utan att försiktighet kommer råda på grund av fortsatt låg inflation.



Foto: Bloomberg

**Indien och Kina** väntas bli de största bidragsgivarna till den globala BNP under året som kommer. På bilden: Raghuram Rajan, chef för indiska centralbanken och talare på SKAGEN Fonders Nyårskonferens 2012.

## Investeringsdirektörens berättelse

# Introduktion

- › 2015 fortsatte där 2014 slutade med en starkare dollar, låga räntor och lägre energi- och råvarupriser.
- › Aktieavkastningen för 2015 var volatil och med stora regionala skillnader. Amerikanska investerare fick en totalavkastning på minus 1,8 procent på sina globala portföljer och magra 1,4 procent på sina amerikanska aktier. Eurobaserade investerare hade en avkastning på 9,4 procent på sina globala portföljer.
- › Även om våra största fonder levererade överavkastning under andra halvåret 2015, slog enbart SKAGEN Global sitt jämförelseindex under året. Under de senaste åren har våra fonder påverkats negativt av den låga exponeringen mot den amerikanska dollarn och den höga exponeringen mot tillväxtmarknader.
- › Trots allt dystert i medierna, har det globala väståndet aldrig varit större, den allmänna hälsan aldrig varit bättre och brottslighet och väpnade konflikter aldrig varit mindre relativt sett. Det finns ett starkt fokus på att förbättra hållbarheten för globala resurser.
- › Den globala tillväxten väntas bli något högre under 2016 än 2015, så grunden till fortsatt låga räntor och god vinstutveckling är på plats.

# Ett tudelat år

2015 präglades av stora valutakursrörelser och fallande energi- och råvarupriser. Detta fick både positiva och negativa effekter, beroende på var företagen har sin verksamhet. För våra fonder räckte överavkastningen under årets andra hälft inte för att kompensera för det första halvårets besvikelser.

## Händelser 2015

De globala aktiemarknaderna fortsatte uppåt för de flesta investerare 2015, i linje med konsensus i början av året. Valutafluktuationserna var dock stora 2015, vilket innebar att den förväntade avkastningen uteblev för dollarbaserade investerare. 2015 var mer positivt för europeiska investerare. Nedgången i energi- och råvarupriserna är naturligtvis inte bra för regioner

som är verksamma inom det fältet. Men för den stora majoriteten av världens befolkning innebär lägre producent- och leverantörspriser en nettovinst; lägre bensin-, råvaru- och livsmedelspriser ger konsumenter och företag mer att spendera på annat håll.

För att illustrera hur mycket valutorna påverkade avkastningen, ökade totalavkastningen 2015 med 15,3 procent i norska kronor, 8,7 procent i euro och föll

med 2,4 procent i dollar. Tillväxttakten var ungefär tio procentenheter lägre än 2014 och i linje med den underliggande vinsttillväxten på åtta procent. De asiatiska och europeiska bolagens vinster var i linje med eller något över förväntningarna, medan de amerikanska vinsterna, inklusive de latinamerikanska, var en besvikelse.

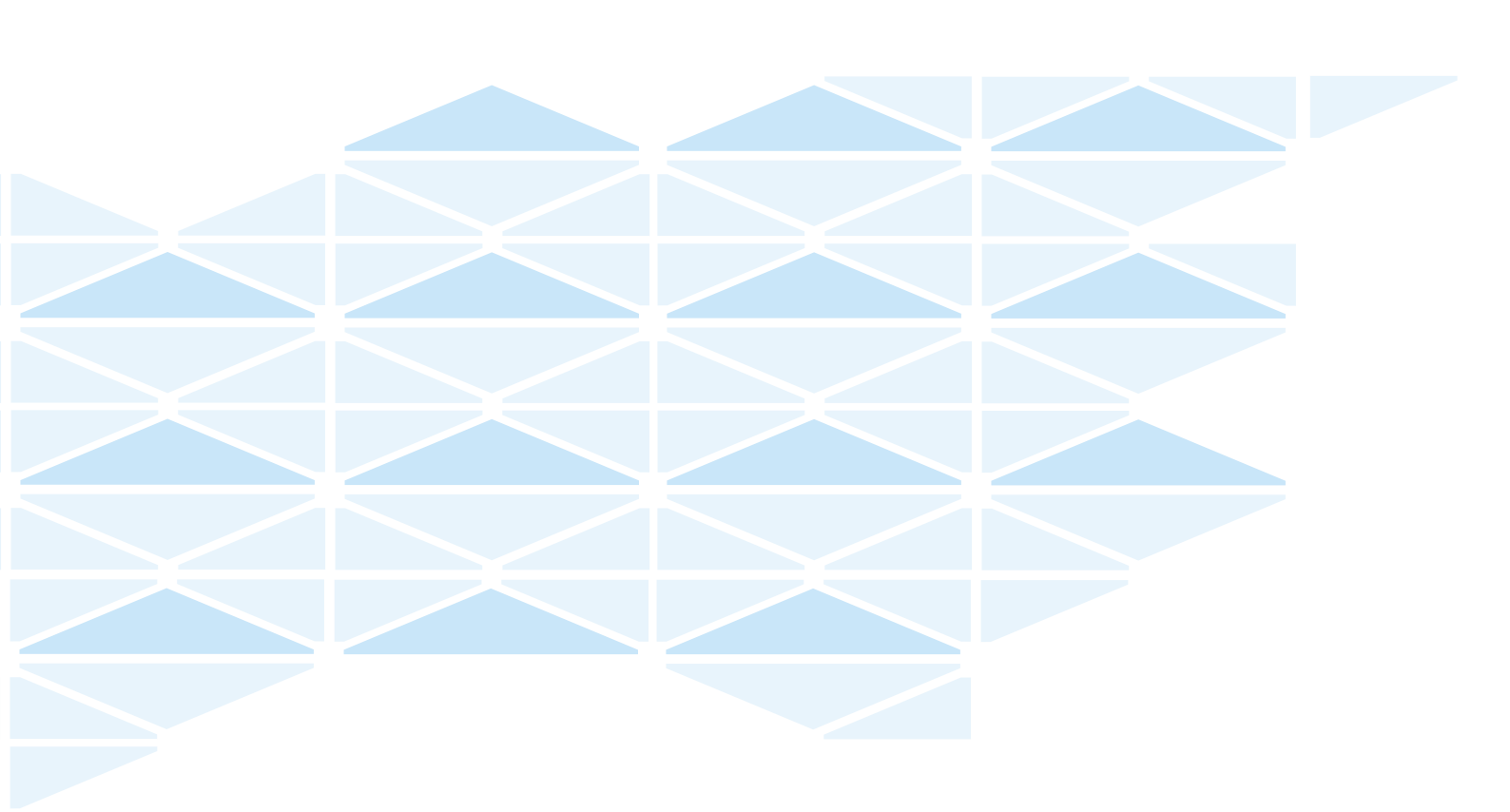
Tillväxtmarknaderna sjönk 15 procent i dollar och ökade med 1 procent i NOK som en konsekvens av svaga råvaru- och energipriser – en viktig drivkraft för många tillväxtmarknader.

Det var färre överraskningar 2015 jämfört med 2014, men vissa teman upprepades, bland annat geopolitisk oro och klimatanomalier. Mediernas fokus på Ukrainakrisen och ebolapandemin i Västafrika ersattes av den syrisk flyktingkrisen och Kinas expansion i Syd kinesiska havet.

En av de stora händelserna under året var klimatkonferensen i Paris, COP21, och det därpå följande avtalet om att minska de globala koldioxidutsläppen. Det framgångsrika fusionsenergitestet var en annan höjdpunkt, som tyder på att

VÄRLDSINDEX (MSCI ACWI) I EUR, NOK OCH USD 2015





fusionsenergin kan bli en kommersiellt gångbar väg framåt. Men det kommer att dröja till 2050 innan processen kan vara i produktion. Så fram tills dess måste vi förlita oss på andra energikällor.

#### **SKAGENs fondprestationer**

Även om våra största fonder överträffade sina respektive jämförelseindex under andra hälften av 2015, nådde fonderna inte upp till tidigare års överavkastning. 2015 blev det andra året då majoriteten av våra fonder hamnade bakom sina respektive jämförelseindex. För en mer detaljerad genomgång av varje fond, se följande sidor.

Avkastningen i alla våra fonder har påverkats av valutakursförändringar, en stark utveckling för dollardenominerade tillgångar och mager utveckling för tillväxtmarknaderna. När det gäller aktiefonderna, gick värdebaserade investeringar generellt 7,5 procentenheter sämre än tillväxtbaserade investeringar.

#### **Vi står fast vid vår investeringsfilosofi**

Vi kan kanske fråga oss om vi ska skylla den klena relativa avkastningen under kalenderåret på SKAGENs värdebaserade investeringsfilosofi eller på vår investeringsprocess. Svaret är varken eller. Vi fortsätter att plocka enskilda företag med bra affärsmodeller när marknadspriset säger oss att andra investerare inte prisar in bolagens potentiella avkastning och risk på rätt sätt. Men fondernas jämförelseindex innehåller många stora tillväxtföretag som gynnas i en värld med kvantitativa lättnader (eller mycket låga räntor som tillhandahålls

av centralbankerna) där nettovärdet av framtida vinster är mycket högt prissatta. SKAGEN motsätter sig inte att investera i tillväxtföretag, så länge värderingen är attraktiv. Men i många av de mest populära investeringarna i dagsläget har vi inte hittat värde och därmed en solid riskbuffert.

#### **Vänder på alla stenar**

Under 2015 har portföljförvaltarteamet dedikerat tid till att åter granska vår analysprocess, beslutsfattande och riskfaktorerna i fonderna och enskilda investeringar. Slutsatsen är att vår investeringsfilosofi, våra arbetsmetoder och exponeringen i våra portföljer är solida. Vi testar kontinuerligt alla våra aktieplaceringar för en 50-procentig uppsida på två till tre års sikt och mot en nedåtrisk på 20 procent. Några av våra investeringscase har visserligen inte utvecklats som vi planerat men vi samlar såväl positiva som negativa investeringserfarenhet i ett bibliotek med retrospektiva investeringscase – en viktig källa för att säkerställa god praxis och överavkastning framöver.

#### **Står ut i mängden**

Om våra portföljer såg ut precis som alla andras, skulle vi inte kunna uppnå överavkastning. Att vara annorlunda – eller contrarian – är avgörande för att uppnå avkastning i världsklass. Detta är något som är typiskt för SKAGEN, vi är och kommer att fortsätta att vara annorlunda.

Man kan då fråga sig när vi kommer att leverera avkastning i världsklass igen? Den mycket låga räntenivån har skapat överläg-

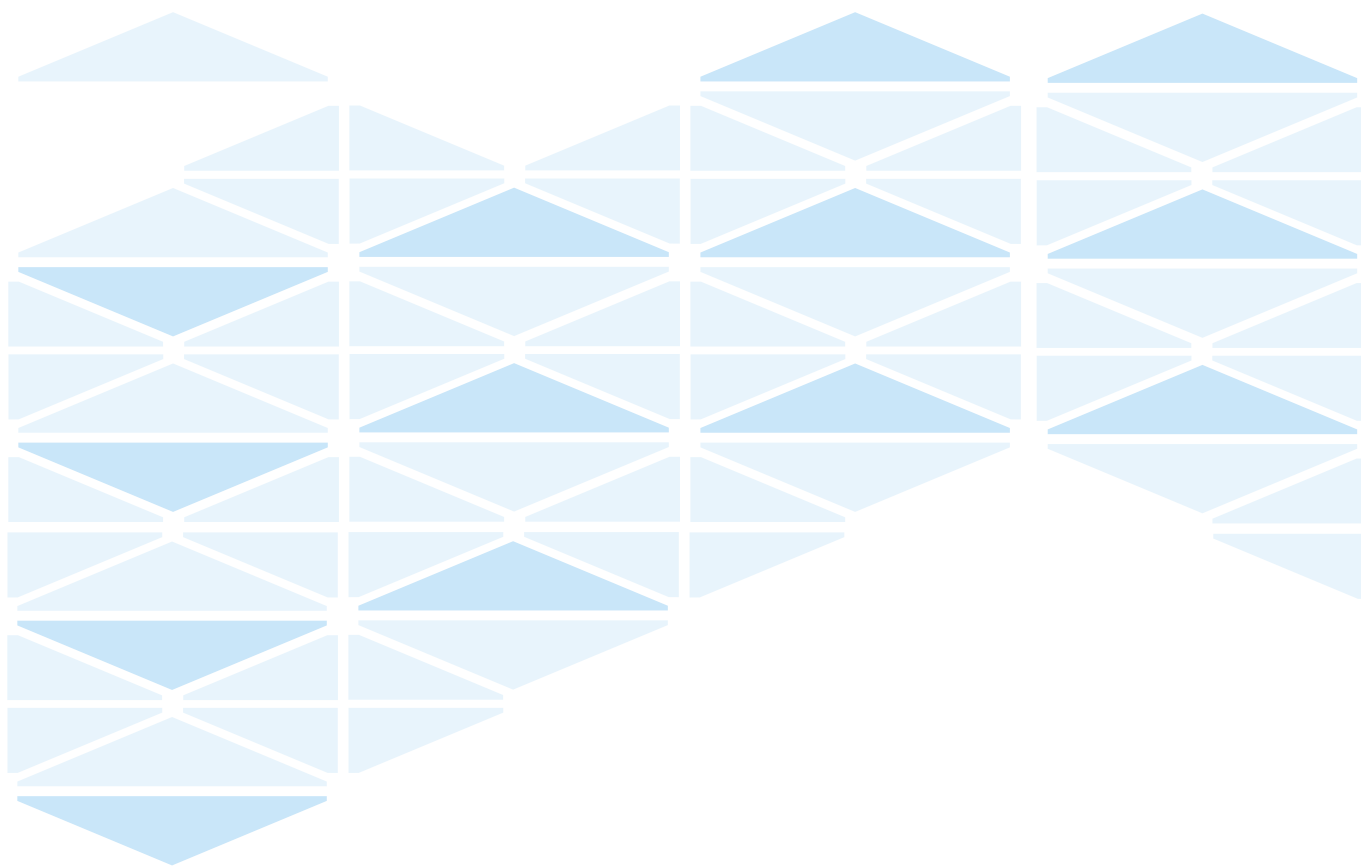
sen avkastning för verkliga tillväxtföretag – och i många fall har detta lett till mycket höga och mer riskfyllda värderingar. Baserat på vår värdebaserade filosofi, har vi bedömt investeringarna i våra obligations- och aktiefonder och dragit slutsatsen att de flesta av dem är i god form för att kunna leverera. Vi har trimmat exponeringen i ett antal investeringar, och i slutet av 2015 är fonderna nu mer koncentrerade, har uppdaterade avkastningsprofiler, triggers för att utlösa värden och riskfaktorer som ska övervakas.

Det finns ett talesätt att ”ett lugnt hav aldrig gjort någon till en skicklig sjöman”. De senaste fem till sex åren på de finansiella marknaderna har sett en stadig upptrörelse, så att alla investerare fått en anständig avkastning. Frågan är nu hur investerare kommer att bete sig när vi kommer in på slagigare vatten, såsom oundvikligen kommer att ske.

#### **Ett livligare år framför oss**

2015 i den kinesiska kalendern var fårets år, ett lugnt djur som rör sig i flock. När vi nått slutet av 2015 stod det klart att vissa fårflockar stannade mer eller mindre där de börjat.

I början av 2016 börjar apans år. Apan är ett livligt, intelligent och kreativt djur. Tidigare har apans år ofta visat sig ge en god avkastning även om perioden uppfattats som något svår eftersom apan gillar att retas. År 2016 kommer vi sannolikt att se minskad korrelation mellan finansiella tillgångsslag och detta ger goda förutsättningar för aktiva och värdebaserade investerare som SKAGEN.



## UTBLICK 2016

Det finns ett överväldigande antal medie- och investeringsrapporter för 2016 och de ger en tydlig känsla för var konsensus ligger. Men även om konsensus sällan har rätt, är det en värdefull källa till vad den genomsnittlige investeraren har diskonterat in i tillgångspriserna.

Enligt Internationella valutafonden (IMF) förväntas den globala BNP-tillväxten för 2016 bli cirka 3,4 procent och med Kina och Indien som levererar merparten av den absoluta tillväxten. USA väntas växa två till tre procent, och Europa och Japan bör ha en positiv men föga imponerande tillväxt på en till två procent. Brasilien är den enda stora ekonomin i recession eftersom Ryssland är tillbaka på fastare mark.

Konsensussynen på räntor är att de kommer att gå upp något drivet av stramare penningpolitik i USA. Europa och Japan kommer att fortsätta med låga räntor.

Företagens vinster väntas öka åtta till tio procent i lokala valutor med en utdelning på två till tre procent i tillägg. Värderingarna för 2016 ligger på 15 till 16 gånger vinsten och med fortsatt låga räntor, ser det sannolikt ut att

bestå. Men högre amerikanska räntor kommer sannolikt att skapa oro.

Vinsttillväxt och värderingar består av många rörliga delar och utfallet är aldrig säkert, så historien säger oss att investerare bör vara förberedda på 15 till 20 procents fluktuationer under året.

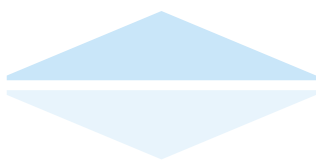
En sak är konsensusscenarioet för 2016. Men det som gör investeringar spännande är alla rörliga delar som kan ändra vägen framåt. För investerare som förbereder sig noggrant, gör grundliga analyser, testar scenarior och utgår från tidigare erfarenheter, kan potentiella förändringar vara en fördel. Medan vissa investerare felaktigt ser ökad volatilitet som en risk, ser vi det som en möjlighet då finansiella tillgångar får en skjuts nedåt till attraktiva värderingsnivåer.





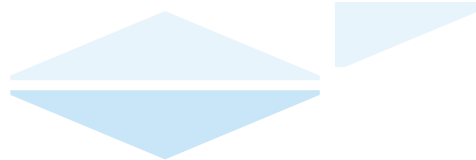
Foto: Bloomberg

Även om 2016 ser ut att bjuda på en hel del uppförbackar, finns också flera möjligheter vid horisonten. Vi kommer att fortsätta plocka enskilda bolag med goda affärsmodeller där vi ser tydliga triggers för omvärdering. På bilden: Marian Croak, direktör för tillgänglighetsstrategier och tillväxtmarknader på Google, talar vid en konferens i New Delhi, Indien. Google var en av de tre bästa bidragsgivarna i SKAGEN Global under 2015.



## MÖJLIGHETER

1. Kinas nya femårsplan inriktar sig på ytterligare urbanisering, uppmuntrar utbyggnaden av den privata sektorn och tjänsteekonomin, vilket motiverar ökad innovation.
2. Låga energipriser stimulerar högre konsumtion och driver världens BNP till över fyra procent – en utlösande faktor för bättre kapacitetsutnyttjande i cykliska företag och därmed förbättrad lönsamhet.
3. Demografiska förändringar skapar långsamt en brist på kvalificerad arbetskraft i vissa utvecklade marknader, vilket kommer att skapa ett tryck uppåt på lönerna.
4. Råvarupriserna sjönk under 2015, men detta kan visa sig vara en möjlighet 2016 då finansiella påfrestningar i branschen förbättrar balansen mellan utbud och efterfrågan.



## RISKER

1. Dåliga handels- och likviditetsförhållanden i vissa segment av kapitalmarknaderna kan utlösa en dominoeffekt av investeringsförluster.
2. Amerikanska investerare såg ingen avkastning 2015, så om det sker ett skifte i riktning mot lägre risk, kan företagsobligationer, aktier, ETF:er, med flera plötsligt hamna in i en nedåtgående spiral. Högre korträntor i USA kan påskynda detta.
3. Låga olje- och råvarupriser skapar finansieringsproblem i länder som är beroende av dessa tillgångar, samt för finansiella institutioner med för mycket exponering mot dessa sektorer.
4. Den geopolitiska oron i Mellanöstern, Sydkinesiska havet och på andra håll kommer sannolikt att skapa flera perioder av volatilitet i 2016. Situationen måste övervakas noga för potentiella möjligheter som kan uppkomma.
5. Låga räntor leder till felallokering av kapital och dålig avkastning på investeringar som i sin tur kan leda till lägre värden för uppblåsta tillgångsvärden.



## HÄNDELSE MED FLERA EFFEKTER PÅ MÅNGA FÖRETAG

1. Bil- och trafiksäkerheten förbättras när bilar får kameror och sensorer som gör det möjligt att undvika kollisioner. Detta kan komma att påverka försäkringar, sjukvård och fordonsbolagens höga marginaler från intäkter från reservdelar.
2. Nya steg mot att bota cancer och andra tidigare svåra sjukdomar. Detta kan komma att påverka pensioner, arbetskraftsdeltagande och sjukhusbehov.
3. Konsumtionen i utvecklade länder är ersättningsdriven och nya konsumtionsmodeller är ofta immateriella och svåra att förstå i en globalt skalbar affärsmodell. Konsumtionen i tillväxtmarknader är konkret och enklare att förstå i börsnoterade bolag, men också splittrad i många aspekter.



– Ole Sjøberg  
Investeringsdirektör



## SKAGEN Vekst

Den smala stigen till välstånd

- › Dollarförlust till följd av låg USA-exponering.
- › Störst avkastning från finanssektorn.
- › Mer koncentrerad portfölj 2015.

	1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	1 december 1993						
Avkastning 2015	-2,0%						
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic 2015	8,4%						
Avkastning sedan start	1 564,8%						
Genomsnittlig avkastning per år	13,6%						
Förvaltningskapital	7 796 miljoner SEK						
Antal fondsparare	71 248						

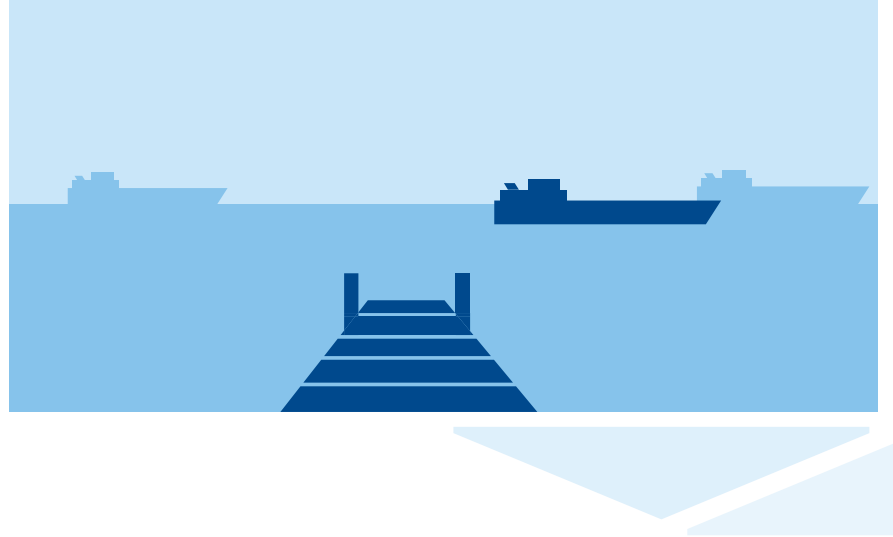


### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Geir Tjetland, Ole Sjøberg, Erik Bergöö och Alexander Stensrud\*\*

\*\* Juniorförvaltare

Cyklister i havstokken, 1894. Av Einar Hein, en av Skagen-målarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



## Goda möjligheter

För aktiefonden SKAGEN Vekst blev resultatet för 2015 minus 2,0 procent. Det kan vi inte vara nöjda med under ett år med möjligheter till långt bättre avkastning.

Sjunkande råvarupriser och låga energipriser räckte inte för att lyfta bolagen i portföljen. Visserligen steg fonden mer än Oslobörsen, men jämfört med index förlorade vi på vår låga exponering mot USA. På aktienivå var det inget felbeslut att välja bort amerikanska aktier eftersom den amerikanska marknaden i princip slutade året på oförändrad nivå, men vi gick miste om värdeökningen när dollarn steg. Dessutom påverkades fonden negativt av vår relativt låga exponering mot några av de danska företagen inom paradgrenarna läkemedel och förnybar energi som utvecklades starkt under året.

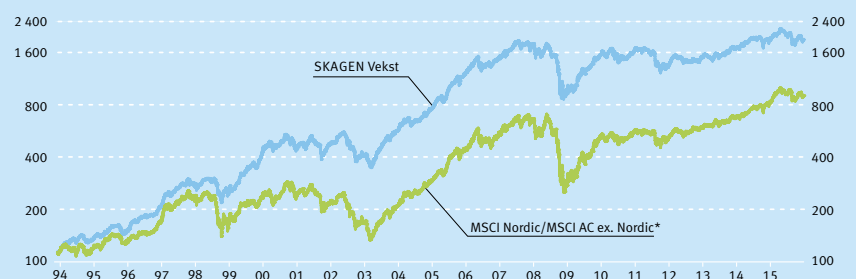
Generellt präglades börsutvecklingen under 2015 av de fallande råvarupriserna, medan oljepriserasetts förväntade positiva effekter på världsekonomin uteblev. Delvis kan det förstås förklaras med att flera tillväxtmarknader passade på att skära ner det statliga stödet, men allt annat lika bör vi kunna förvänta oss att de gynnsamma effekterna ökar under 2016. Låga energipriser borde fortsätta att gynna de allra flesta länder även framöver, inte minst tillväxtmarknaderna, som är nettoimportörer av olja.

### SKAGEN VEKST 2015 (MILJ. SEK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Continental AG	154	Credit Suisse Group AG	244
SAP	110	Ericsson LM-B SHS	239
Carlsberg A/S	100	Carlsberg A/S	197
Norwegian Air Shuttle	93	Roche Holding AG	178
Samsung Electronics	92	SKF AB	121
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Norsk Hydro ASA	-112	Teva Pharmaceutical Industries	-312
Solstad Offshore	-106	Danske Bank A/S	-214
Casino Guichard Perrachon	-87	Norwegian Air Shuttle AS	-163
AirAsia	-73	Samsung Electronics Co Ltd	-131
DOF ASA	-57	Kongsberg Gruppen AS	-129

Siffrorna är indikativa, baserade på omräkning från NOK till SEK. Växelkurs NOK 1,0497/1 SEK.

### HISTORISK KURSUTVECKLING



\* Från och med 1 jan 2014 ändrades fondens investeringsmandat från att investera minst 50% av kapitalet i de nordiska länderna. Det innebär att avkastningen före ändringen uppnåddes under andra förutsättningar än i dag. Fondens jämförelseindex före 1 jan 2014 var till lika delar sammansatt av Oslobörsens index (OSEBX) och MSCI All Country World. Jämförelseindex före 1 jan 2010 var Oslobörsens index (OSEBX).



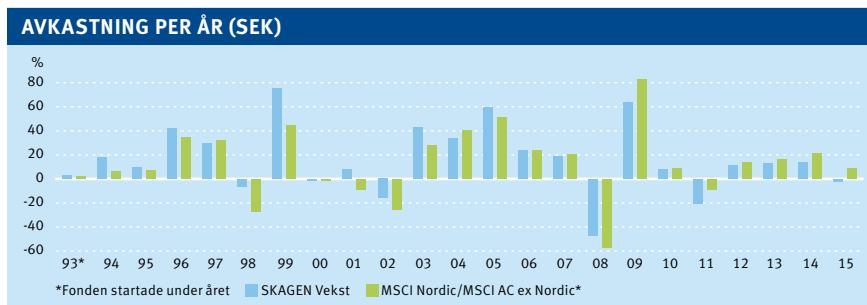
Foto: Bloomberg

## ONT OM VERKLIGA VINNARE

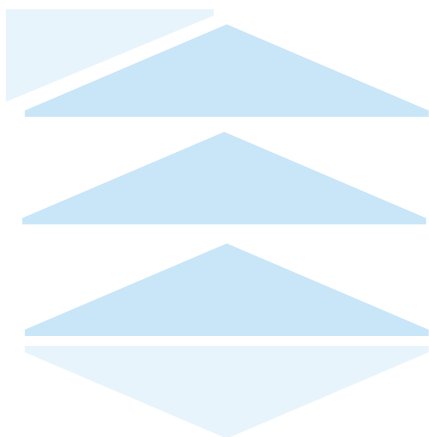
Om vi tittar på fondens absoluta avkastning präglades året som helhet av en brist på riktiga kursvinnare bland fondens största investeringar. Bäst absolut avkastning gav finanssektorn, med positiva bidrag från företag som Danske Bank, Citigroup och ryska Sberbank. Även konsumtionsvaror och teknik hade en god utveckling.

På minussidan drog våra norska supplyrederier, Solstad Offshore och DOF, ännu en gång ner avkastningen. Dessa utgör vid årets slut endast 0,8 procent av portföljen, men aktieraset under året kunde trots det sänka avkastningen med hela 2 procentenheter. Här insåg vi inte fullt ut hur hårt prisrasen på olja skulle slå mot dessa företag. Råvarusektorn (läs: Norsk Hydro) fick en mycket svag utveckling under året och även fondens industriaktier gick dåligt, i synnerhet inom transport.

Efter lång tid med svag ledning kunde Carlsberg visa en stark kursutveckling 2015. Den nye vd:n har planer på att omstrukturera och ta fram en ny strategi för de kommande åren.



\* Se not sid 10.



## DANMARK I EN KLASS FÖR SIG

I Norden spelade Danmark i en egen liga med en avkastning på cirka 33 procent. Sverige slutade året på plus sex procent, men i norska kronor blev avkastningen drygt 15 procent. Trots att oljepriset föll ytterligare 25 procent klättrade Oslobörsen nästan sex procent under året, alltså ungefär lika mycket som 2014 då avkastningen blev fem procent. "Oljedelen" av Oslobörsen backade drygt tio procent, medan övriga sektorer steg med lika mycket.



Foto: Bloomberg

## STARKA TYSKAR

Våra två tyska innehav, Continental och SAP, levererade fina resultat under året och belönades med kursuppgångar på upp till 30 procent. Continental skrev nyligen upp sin egen omsättningsprognos för helåret 2015 till över 39 miljarder euro och räknar med att vinstmarginalen kommer att ligga på över 11 procent. Företaget fortsätter att leverera en avkastning på eget kapital på runt 25 procent och genererar samtidigt ett starkt kassaflöde. Vi förväntar oss därför en fortsatt god utveckling även framöver.

## BIG DATA

SAP drar fördel av sin unika position inom hantering av stora datamängder. Företaget växer med 10 procent om året, skärper fokus på det de gör bäst och har en god lönsamhet. Vi tror att SAP kommer att stärka sin ställning ytterligare eftersom förmågan att använda, optimera och hantera stora datamängder blir allt viktigare för alla större företag.

## FALLANDE PRISER

Räknat i absoluta tal var Norsk Hydro den aktie som drog ner avkastningen mest. Kursen föll 20 procent, främst på grund av prisrasen på aluminium. En stadig ökning av produktionen i Kina skapade överkapacitet globalt, och produktionsminskningen bland västerländska producenter räckte inte som motvikt. Efterfrågan på aluminium är fortsatt god och vi tror att marknaden åter kommer att närma sig balans mot slutet av året. Vi räknar nämligen med att flera av de kinesiska producenterna tvingas krympa sin produktion efter hand, eftersom den är långtifrån lönsam med dagens aluminiumpris.

## SNABB FÖRBÄTTRING

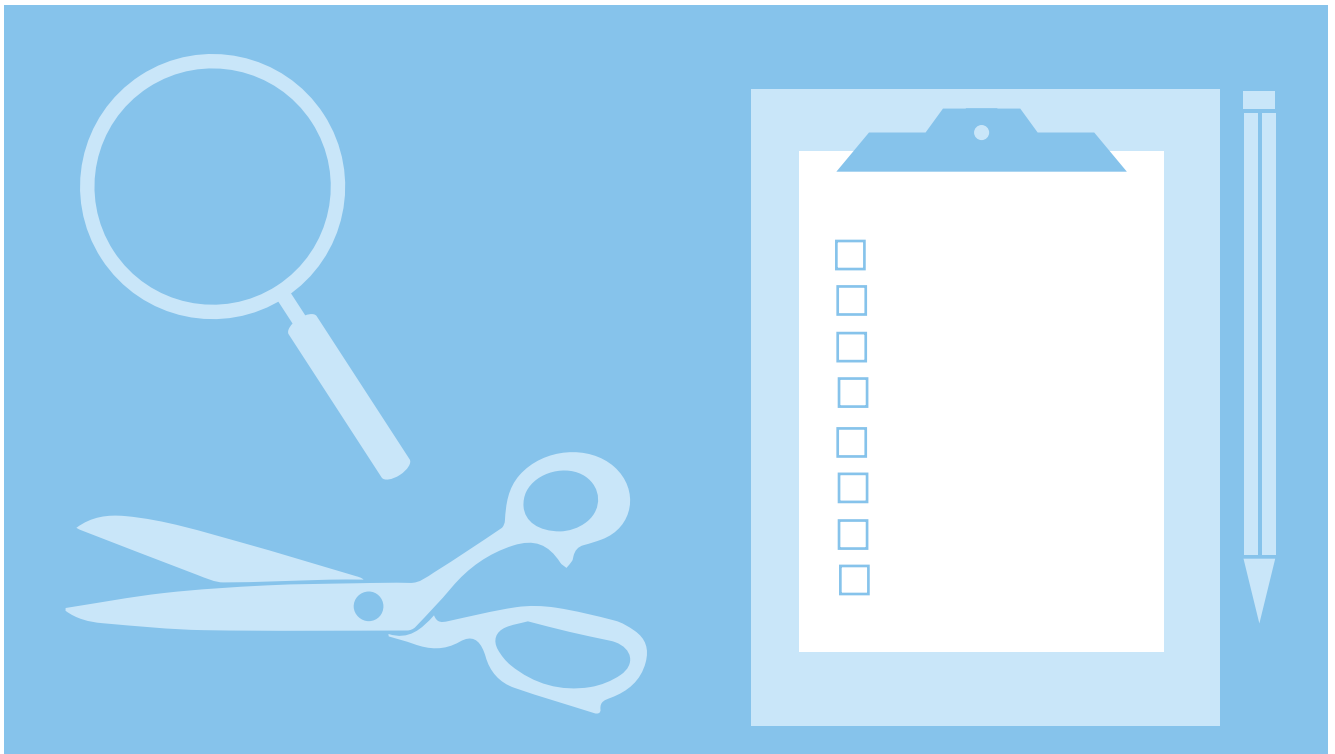
Danska Lundbeck tog plats i portföljen i våras och vi har redan kunnat notera en kursuppgång på nästan 60 procent. Även här har viktiga förändringar gjorts i ledningen. Kåre Schultz, tidigare COO för Novo Nordisk, gjorde snabbt stora och nödvändiga förändringar när han tagit över rodret. Lundbeck är ett företag som tillverkar neurologiska läkemedel och har spännande produkter som snart kan lanseras på marknaden. Dessutom har vi stora förhoppningar på den nya ledningens förmåga att kapa kostnaderna.

## POSITIVA FÖRÄNDRINGAR

Carlsberg kunde notera en fin kursutveckling efter det att företagets nya vd presenterat omstruktureringsplaner och en ny strategi för åren framöver. Företaget har länge präglats av ett svagt ledarskap och en alltför hög kostnadsnivå. Därför ser vi fram emot de positiva förändringar som den nya ledningen nu håller på att genomföra.

## MOTVIND OCH KORRUPTIONSANKLAGELSER

Det stormade på nytt kring TeliaSonera med anledning av anklagelserna om mutor i forna Sovjetstater. Företaget har nu börjat dra sig ur Eurasien. Verksamheten i Nepal såldes mot slutet av året och fler delar kommer troligen att avyttras under 2016. Vi tror att bolaget kommer att upprätthålla en attraktiv utdelning i en låg räntemiljö de närmaste åren, även utan omsättningsökning.



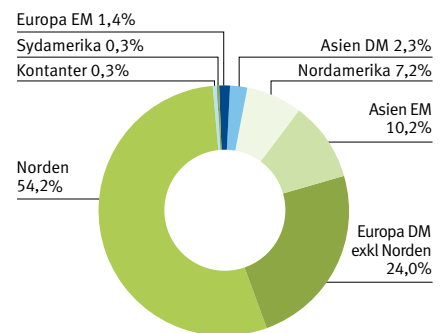
### Koncentrerar portföljen

Framöver behöver vårt aktieurval bli ännu vassare, något vi såg en tydlig början till under andra halvåret 2015. Vi har även förbättrat våra beslutsprocesser, i synnerhet när det gäller företag som inte lever upp till förväntningarna i det ursprungliga investeringscasset. Under det gångna året fortsatte vi också arbetet med att koncentrera portföljen.

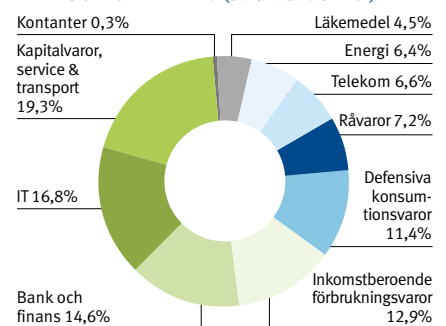
Vid ingången till det nya aktieåret finns det som vanligt en hel del att bekymra sig över, till exempel utvecklingen i Kina, valuta- och råvarupriser, stigande inflation och geopolitiska händelser. Som alltid kommer dessa orosmoln att ändra karaktär under årets lopp, och nya osäkerhetsfaktorer kommer att dyka upp. Vi spekulerar inte i den typen av händelser, men är alltid redo att öka exponeringen mot bra företag som går att få till reapis på grund av allmän oro på marknaden. Vår främsta målsättning är att investera i företag som genererar ett starkt kassaflöde utan att detta återspeglas i den aktuella aktiekursen.

Som förvaltare tror vi att en mer koncentrerad portfölj, med tätare uppföljning av företagen och större handlingsutrymme, ger bättre möjligheter till god riskjusterad avkastning. Vid årets slut består portföljen av 57 företag där de 35 största utgör mer än 90 procent och de 10 största drygt 52 procent. Vid ingången till det nya året handlas portföljen (topp 35) till en kurs på 1,34 gånger det bokförda värdet och runt 10 gånger den förväntade vinsten 2016. För samma företag räknar vi med en samlad prisuppgång på 47 procent under de närmaste två till tre åren. Alltså ser vi det nya aktieåret an med optimism.

### GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



### BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN VEKST (PER 31 DEC 2015)

Företag	Innehavets storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/E 2017E	P/B senaste	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
Teliasonera	4,0	42	10,5	10,5	10,8	1,8	50
Philips	4,0	24	19	16,8	13,7	1,9	30
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>52,5</b>		<b>12,8</b>	<b>10,8</b>	<b>9,5</b>	<b>1,55</b>	<b>37%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>92,5</b>		<b>12,6</b>	<b>10,3</b>	<b>9,0</b>	<b>1,34</b>	<b>47%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic)</b>			<b>17,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,3</b>	<b>2,10</b>	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENS estimat.

## SKAGEN Global

En värld full av möjligheter

- › Slog sitt jämförelseindex 2015 och har nu slagit index under 15 av sina 19 levnadsår.
- › Under året har portföljen koncentrerats, kvalitén på portföljbolagen förbättrats och riskanalysen fördjupats.
- › Väl rustad att leverera attraktiv avkastning i såväl absoluta som relativa termer 2016.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	7 augusti 1997					
Avkastning 2015	5,2%					
MSCI ACWI 2015	5,1%					
Avkastning sedan start	1 236,6%					
Genomsnittlig avkastning per år	15,1%					
Förvaltningskapital	33 856 miljoner SEK					
Antal fondsparare	90 776					



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

Fra heden nord for Skagen, 1885. Av P.S. Krøyer, en av Skagenmåla. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

# Ökad koncentration och starka amerikanska aktier

SKAGEN Global genererade 5,2 procent avkastning under 2015. Fondens jämförelseindex MSCI World AC genererade 5,1 procent avkastning under samma period. SKAGEN Global slog därmed sitt jämförelseindex med 0,1 procentenheter under 2015 och har nu levererat högre årsavkastning än index 15 av 19 kalenderår sedan starten 1997.

Sammanfattningsvis har 2015 varit ett övergångsår då förvaltarteamet slutfört de förändringar som lanserades i slutet av 2014. Våra övergripande mål var att höja koncentrationsgraden i portföljen, förbättra kvalitén på portföljbolagen och fördjupa riskanalysen utan att ge avkall på investeringsfilosofin. Vi kan nu konstatera att ovan nämnda förändringar disciplinerat har implementerats samtidigt som fonden fortsatt präglas av sin karaktäristiska, värdebaserade investeringsfilosofi.

### SKAGEN GLOBAL 2015 (MILJ. SEK)

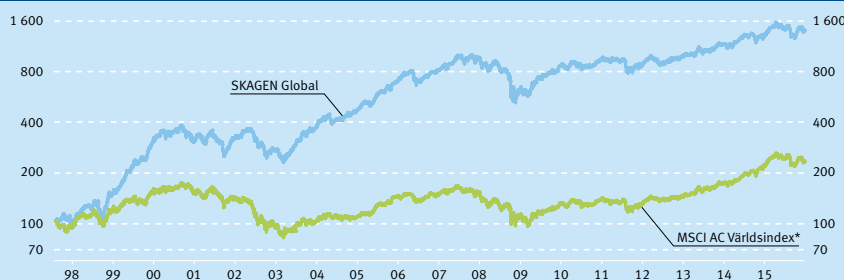
De 5 största positiva bidragsgivarna	5 största köp
General Electric 549	Merck & Co Inc 1 136
American International Group 546	Dollar General Corp 931
Alphabet Inc 452	G4S Plc 909
Microsoft Corp 339	General Electric Co 879
Citigroup 328	China Mobile Ltd 596

De 5 största negativa bidragsgivarna	5 största försäljningar
Banrisul -186	Renault SA -1 323
State Bank of India -171	Samsung Electronics Co Ltd -1 067
KazMunaiGas -168	LG Corp -981
Lundin Mining Corp -162	Citigroup Inc -973
Norsk Hydro ASA -153	China Unicom Hong Kong Ltd -819

Siffrorna är indikativa, baserade på omräkning från NOK till SEK. Växelkurs NOK 1,0497/1 SEK.

### HISTORISK KURSUTVECKLING



### AVKASTNING PER ÅR (SEK)



\*Före 1 jan 2010 var jämförelseindex MSCI World Index.



Foto: Bloomberg

### Tydligare fokus och ökad riskanalys

Resultatet är en koncentrerad aktieportfölj där antalet innehav i praktiken halverats: från över 100 positioner hösten 2014 till runt 50 positioner i slutet av december 2015. Samtidigt har koncentrationsgraden på fondens tio största positioner under året ökat från 33 procent till 41 procent. Vi har genomfört dessa förändringar därför att vi tror att ett tydligt fokus är en förutsättning för att konsekvent generera meravkastning.

Vi har också expanderat riskanalysen i investeringsprocessen. Särskilt nedsidesrisken har i våra ögon blivit alltmer relevant att beakta med tanke på den ökade fallhöjden som byggts upp efter snart sju år av stadiga börsuppgångar. Tillsammans med SKAGENs riskavdelning har vi därför utvecklat en mångfacetterad riskrapport som bistår förvaltarna i portföljkonstruktionen.

**En sjuksköterska syns genom en General Electric-scanner** i Hongkong Integrated Oncology Centre i Kina. General Electric har under året förverkligat strategin att bli ett renodlat aktieägarvänligt industrikonglomerat, och aktiekursen har lyft med nästan 28 procent mätt i dollar.



### Undviker värdefällor

Inom ramen för riskhantering har vi också mer betonat miljö-, samhälls- och bolagsstyrningsfrågor (ESG). Två oljerelaterade portföljinnehav, BP och Lundin Petroleum, har tidigare uppmärksammats för brister inom ESG-området: BP efter Macondo-incidenten 2010 och Lundin Petroleum för påstådda kontroverser i samband med oljeutvinning i Sudan i början av 2000-talet. Vi anser att båda bolagen på senare tid markant har förbättrat sin ESG-profil och investeringarna i dessa aktier följer därmed SKAGENs etiska riktlinjer.

Vår tolerans för bolag med svag bolagsstyrning, hög skuldsättning och exponering för politisk risk är lägre idag än tidigare. Detta för att undvika att fastna i så

kallade värdefällor, aktier som handlas till låga multiplar och ser billiga ut men i själva verket är kapitalförstörare utan förmåga att generera aktieägarvärde över tid.

SKAGEN Global har under året kompromisslöst följt SKAGENs karaktäristiska värdeinvesteringsfilosofi, precis som tidigare. Det är utmärkande att fondens 35 största innehav handlas till 12,7x 2016 P/E och 1,3x P/B jämfört med prissättningen av fondens jämförelseindex MSCI World AC 14,9x 2016 P/E och 1,9x P/B. SKAGEN Global är med andra ord värderad till en avsevärd rabatt jämfört med index. Självklart kommer förvaltarteamet även fortsättningsvis att driva fonden med SKAGENs investeringsfilosofi som klart lysande ledstjärna.

## RESULTATTAVLAN 2015

Fondens i absoluta termer bästa bidragsgivare under 2015 var tre amerikanska aktier: General Electric (GE), AIG och Alphabet (Google). De största negativa bidragsgivarna i absoluta termer var Banrisul, Kazmunaigas och State Bank of India.

### GE

Vi investerade i industrikonglomeratet GE under första kvartalet. Vår investeringshypotes var att bolaget kunde frigöra stora dolda värden genom att sälja av majoriteten av den bankverksamhet som industrijätten, något oförklarligt, byggt upp under de senaste 15 åren. Vår analys visade också att marknaden underskattade bolagets vilja och förmåga att skapa värde genom att förbättra såväl industridivisionen som kapitalallokeringen. GE har under året på ett imponerande sätt förverkligat strategin att bli ett renodlat aktieägarvänligt industrikonglomerat, och aktiekursen har lyft med nästan 28 procent mätt i dollar.

### AIG

Det amerikanska försäkringskonglomeratet AIG har under 2015 fortsatt sin restruktureringsresa och levererade över 12 procents totalavkastning i dollartermer. Vi har under flera år varit långsiktiga aktieägare i AIG och sett aktiekursen stiga från 30 dollar 2012 till över 60 dollar 2015. Med ett kursmål på 90 dollar ser vi även framgent AIG-aktien som en mycket attraktiv investering. AIG är med sina drygt sju procent av portföljen fondens största position.

### GOOGLE

Sökjätten Google bytte under 2015 namn till Alphabet och berikade sina ägare, inklusive SKAGEN, med cirka 45 procents totalavkastning i dollartermer. Vi har länge argumenterat att marknaden kraftigt undervärderar Alphabets intjäningspotential och kapitalallokeringsdisciplin. Under det gångna året infriades delar av vår investeringshypotes då marknaden äntligen började tillskriva Alphabet ett börsvärde som ligger närmare den värdering vi anser att bolaget förtjänar.

### BANRISUL

Den brasilianska regionsbanken Banrisul kunde inte stå emot den smärtsamma ekonomiska kris som sköljde över Brasilien till följd av svaga råvarupriser, brist på marknadsreformer och politiska mutskandaler. Visserligen handlas banken på låga 0,4x 2016 P/B, men vi ser bättre risk-reward i andra papper i portföljen och valde därför att sälja vårt innehav under hösten.

### KAZMUNAIGAS

Kazmunaigas, ett oljebolag baserat i Kazakstan, har under flera års tid funnits med i fondportföljen men konsekvent utvecklats under förväntan. Oljeprisrasen var naturligtvis en bidragande orsak till att aktien under 2015 backade med 50 procent mätt i dollar. Samtidigt upplever vi att det statskontrollerade bolaget trots många uppmaningar från investerarsidan fortfarande brister i bolagsstyrningen vilket i slutändan ligger minoritetsägarna till last. Vi har därför under året avyttrat våra aktier och istället valt att satsa på Lundin Petroleum och BP inom oljebranschen.

### STATE BANK OF INDIA

State Bank of India (SBIN) föll med 27 procent i lokal valuta under 2015. Fallet kan till stor del förklaras av att premiärminister Modi inte levde upp till de högt ställda förväntningarna avseende reformtakten i Indien. Besvikna investerare valde därför att sälja av indiska innehav, däribland SBIN. Som långsiktiga investerare har vi på SKAGEN Global fortsatt tro på SBIN som vid årets utgång utgör runt 2,5 procent av fonden och därmed är vårt största indiska innehav.





Foto: Lundin/Statoil

Lundin Petroleum är en av de största delägarna i det gigantiska oljefältet Johan Sverdrup på Utsirahöjden i Nordsjön. Fältet kommer att stå för en fjärdedel av den norska oljeproduktionen när det når sin plattåproduktion på 550 000–650 000 fat olja per dag. Det förväntas kunna producera olja under 50 år.

## VÅL RUSTAD INFÖR 2016

SKAGEN Global står väl rustad inför 2016. Vår portfölj med cirka 50 innehav är diversifierad både geografiskt och sektormässigt. Vi har behållit en betydande undervikt i amerikanska aktier då vi anser att börserna i USA framstår som relativt fullvärderade efter flera år med god avkastning. Exempelvis noterar vi att vinstmarginalerna hos amerikanska företag är på rekordhöga nivåer och därmed har bolagen enligt oss begränsad möjlighet att ytterligare öka lönsamheten.

Vi hyser desto större tilltro till den europeiska marknaden. Här ligger vinstmarginalerna runt det historiska genomsnittet och därför bedömer vi att det finns en klar förbättringspotential, i synnerhet om Europa lyckas få fart på den ekonomiska återhämtningen. De utlovade kvantitativa lättnaderna från den europeiska centralbanken ger sannolikt också viss medvind under året. Vi är därför överviktade i Europa.

### Selektiva aktieval

Många bolag i tillväxtmarknaderna börjar efter kräftgången 2015 att se alltmer attraktiva ut ur värderingssynpunkt. Emellertid har det råvarurally som lyfte många av dessa ekonomier under förra decenniet bromsat in påtagligt i takt med att den glo-

bala efterfrågan dämpats, samtidigt som utbudet av råvaror successivt ökat. Följaktligen väntar stora utmaningar för länder som Brasilien, Sydafrika och Ryssland. Man ska inte underskatta dessa brydsamma ekonomiska omständigheter och därför är det i nuläget av yttersta vikt att vara extra selektiv i aktievallet på tillväxtmarknaderna.

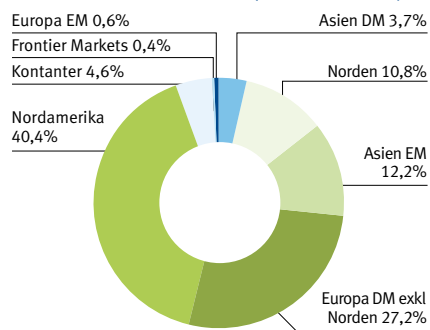
På sektornivå är fonden överviktad främst inom bank och finans. Flera företag inom finanssektorn har sedan finanskrisen gått igenom ett stålbad som resulterat i att bolagen rensat upp i balansräkningarna och byggt upp solvensgraden. Många investerare som brände sig under finanskrisen har tvekat att komma tillbaka till bank- och finansbolagen. I detta avseende går SKAGEN Global mot strömmen. Våra analyser visar nämligen att den disciplinerade uppställningen medfört att ett antal välkapitaliserade finansbolag nu är i stånd att antingen återbörda det fria kassaflödet direkt till aktieägarna eller återinvestera vinsten i verksamheten för att främja framtida intjäningstillväxt. Två exempel är den amerikanska banken Citigroup och det holländska försäkringsbolaget NN Group som tillsammans utgör knappt tio procent av fonden.

Vi är mer skeptiskt inställda till bolag inom konsumentvaror, en sektor som

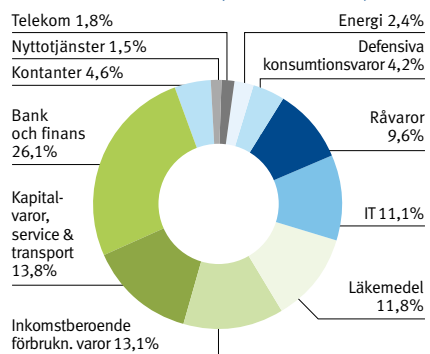
under många år gått bra och därför bevittnat en ansevärd multipelexpansion. Som värdeinvestorare är vår devis att köpa billigt och sälja dyrt, varför vi i nuläget ser relativt få bolag inom denna sektor som handlas till attraktiva multiplar. Följaktligen är vi sex procent underviktade i sektorn, men vi har ett par högintressanta namn i portföljen såsom den amerikanska kycklingproducenten Tyson Foods och den danska bryggerijätten Carlsberg. I båda fallen bedömer vi att det finns betydligt större uppsida i aktierna.

Sammantaget tror vi att de förändringar som genomförts i fondportföljen under de senaste 15 månaderna kommer att utmynna i attraktiv avkastning i såväl absoluta som relativa termer under 2016. Fondens 35 största positioner har 37 procents genomsnittlig uppsida till våra kursmål och åtnjuter begränsad nedsida – detta bådär gott inför kommande år.

### GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



### BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN GLOBAL (PER 31 DEC 2015)

Företag	Innehavets storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B senaste	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
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>41,4</b>		<b>13,0</b>	<b>12,0</b>	<b>1,3</b>	<b>39%</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>84,4</b>		<b>13,8</b>	<b>12,7</b>	<b>1,3</b>	<b>37%</b>
<b>Jämförelseindex (MSCI ACWI)</b>			<b>16,5</b>	<b>14,9</b>	<b>1,9</b>	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENS estimat.



## SKAGEN Kon-Tiki

Visar kursen mot nya vatten

- › För SKAGEN Kon-Tiki var 2015 ett besvikelsens år, mätt i absolut avkastning.
- › 2015 präglades av två halvår – efter sommaren förbättrades avkastningen rejält.
- › Kina och råvarupriser dominerade nyheterna i början av 2016. Vi är inte särskilt bekymrade.

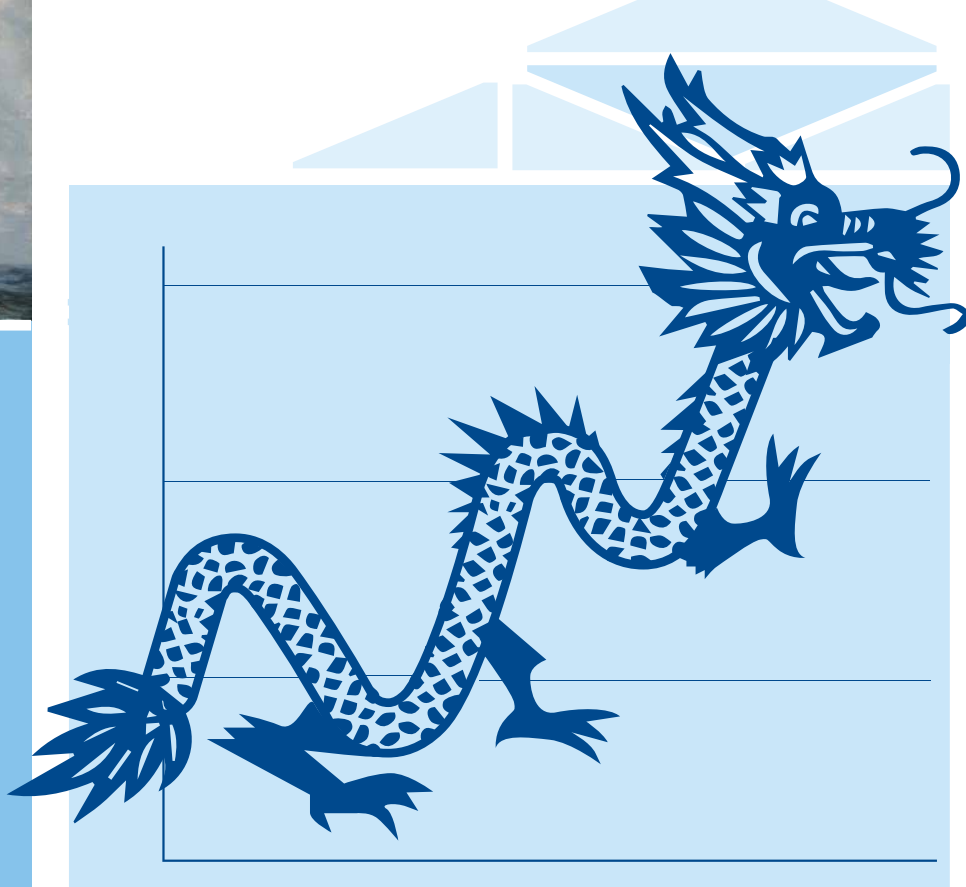
1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	5 april 2002					
Avkastning 2015	-10,0					
MSCI EM 2015	-8,4					
Avkastning sedan start	452,4%					
Genomsnittlig avkastning per år	13,2%					
Förvaltningskapital	34 472 miljoner SEK					
Antal fondsparare	71 354					



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

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

Skagen Rev Fyrskib, 1892. Av Carl Locher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



## En ny tillväxt

Utvecklingen i Kina påverkade de globala tillväxtmarknaderna även 2015. Landet går från att vara en industrination till att bli en mer konsumtions- och tjänsteorienterad ekonomi.

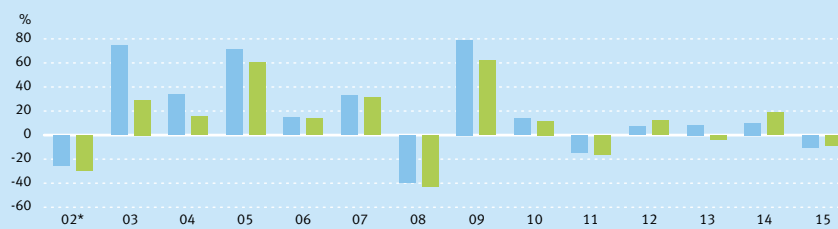
För SKAGEN Kon-Tiki var 2015 ett år av besvikelser mätt i absolut avkastning, -10,0 procent, men under året blev den relativa avkastningen markant bättre, från -5,7 procent vid halvårsskiftet till -1,6 procent i slutet av året.

Typiskt för de senaste åren har varit att starten på det efterkommande året har fortsatt med mer av detsamma. Fjolåret inleddes med att uppgången på den kinesiska marknaden, som hade präglat en stor del av året innan, fortsatte under 2015 och nådde en topp i april. SKAGEN Kon-Tiki presterade under denna period svagare än jämförelseindex, eftersom fonden var underviktad i kinesiska aktier. Dessutom var perioden svag för våra investeringar i sydkoreanska Hyundai Motor och Samsung Electronics.

Den allmänna optimismen under första halvåret gav under andra halvåret vika för osäkerhet särskilt för den ekonomiska utvecklingen i Kina, och det har fortsatt under 2016.

Valutor påverkades också under 2015. De tidiga, negativa effekterna av den fortsatta nedgången i råvarupriserna påverkade enskilda aktier kraftigt, och påverkade många råvaruberoende länders valutakursutveckling kraftigt. Såsom under 2014 stod relativa valutärörelser på de globala tillväxtmarknaderna för en betydande andel av underavkastningen i förhållande till utvecklade marknader. Det viktiga undantaget var kinesiska bolag noterade i Hongkong, vars valuta är kopplad till den amerikanska dollarn.

### AVKASTNING PER ÅR (SEK)



\*Fonden startade under året SKAGEN Kon-Tiki MSCI Emerging Markets\*

\* Före 1 jan 2004 var jämförelseindex MSCI World Index.



Foto: Bloomberg

Vid ingången till det nya aktieäret finns som vanligt en hel del att bekyrma sig över, till exempel utvecklingen i Kina. Positivt kan dock vara att sysselsättningen i Kina hittills varit immun mot såväl fallande aktiekurser som sjunkande valutakurser och lägre industriproduktion.

## KINA

Utvecklingen i Mittens rike har präglat det gångna halvåret och kommer att fortsätta påverka ännu ett tag. I skrivande stund ser det ut som att tillväxtmarknadernas utveckling 2016 kommer att vara nära kopplade till utvecklingen i Kina. Kinas vikt i MSCI:s tillväxtmarknadsindex är hög och stigande, och landet är dominerande som kund, leverantör och konkurrent till andra tillväxtekonominer.

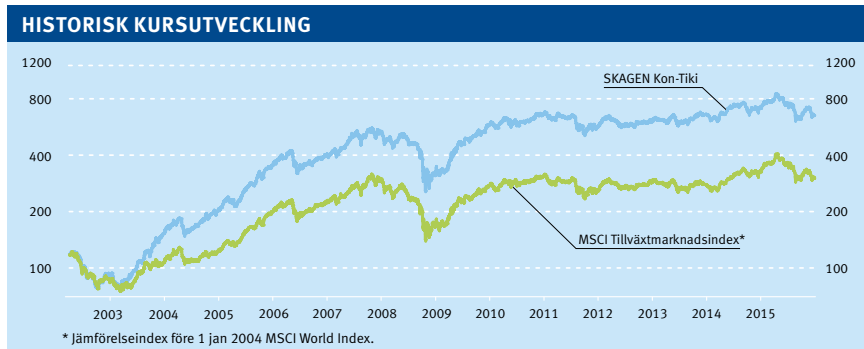
För SKAGEN Kon-Tiki's del tog vi tillfället i akt under 2015 att realisera goda vinster i flera av våra kinesiska bolag, och har behållit en låg andel kinesiska aktier. Detta beror på att utbudet av säkra, undervärderade bolag är begränsat, och att de kinesiska börserna har betydande strukturella justeringar framför sig. Dessutom är majoriteten av för oss tillgängliga Hongkong-noterade aktier, i branscher som kan påverkas negativt av de strukturförändringar vi ser för den kinesiska ekonomin.

I avsaknad av ett större stimulanspaket från myndigheterna, ser vi fortsatt låg tillväxt för industriproduktionen i Kina. Dock

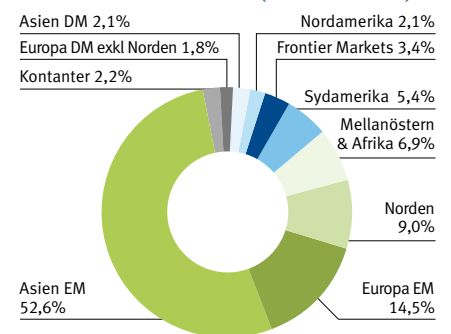
verkar det som om den höga konsumtions- och tjänstesektor-tillväxten kommer att fortsätta, och kanske accelerera, vilket är i linje med de politiska och sociala mål landet har. Grunden för detta verkar vara på plats. Sparandet är högt, hushållens skuldsättning är låg och lönerna stiger. Många oroar sig för att den svaga farten i industriproduktionen kommer att leda till en devalvering. Denna uppfattning är, enligt vår mening, inte helt logisk. Landet har världens största handelsöverskott, och handeln är redan i kraftig förbättring som en följd av att de globala råvarupriserna minskar. Dessutom strider det mot mål om fokus på ökad produktivitet och förbättrad köpkraft.

Vad vi har sett däremot är att den kinesiska valutan nu följer en korg bestående av fler valutor än dollarn, för att förhindra en oönskad kursutveckling i förhållande till ett flertal av konkurrenterna.

Utvecklingen i Kina gör att vi fortsätter vara försiktiga med stora andelar i energi- eller råvarubolag, och portföljen är således för närvarande mer inriktad mot konsumentföretag. Däremot kan förhållandena förändras snabbt och då måste vi agera.



### GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)

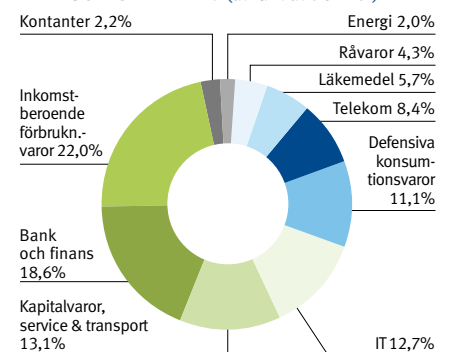


### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN KON-TIKI (PER 31 DEC 2015)

Företag	Innehavets storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B senaste	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
<b>Topp 12 vägt genomsnitt</b>	<b>51,0</b>		<b>7,9</b>	<b>7,4</b>	<b>1,0</b>	
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>83,0</b>		<b>8,8</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	
<b>Jämförelseindex (MSCI EM)</b>			<b>12,2</b>	<b>10,8</b>	<b>1,3</b>	

P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom de är baserade på SKAGENs estimat.

### BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



## FONDENS INRE LIV

Efter den svaga avkastningen 2014 tog vi en runda med omvärdering av riskprocesser, genomgång av köp- och säljdisciplinen och stramare formulerade investeringshypoteser. Detta betyder inte att vår etablerade investeringsfilosofi har ändrats, men att vi har utvärderat och justerat processerna kopplade till förvaltningen.

Som ett resultat av översynen, har vi sagt adjö till över 30 företag under 2015. Vi har nu en koncentrationsgrad i portföljen i linje med hur det var i fondens barndom.

SKAGEN har under 2015 också skärpt sin syn på hur portföljbolagen sköter sig inom miljömässiga, sociala och förvaltningsrelaterade frågor, ESG. Ökad betoning på dessa frågor i våra investeringsanalyser har enligt vår mening också minskat företagsrisken. Vi anser att vi redan ser positiva effekter av detta.

Under 2015 flöt mer globalt kapital ut ur tillväxtmarknaderna än vad som investerades där – för första gången sedan 1988. SKAGEN Kon-Tiki har också märkt av att investerare tagit ut kapital ur fonden, även om processen har gått smidigt. Effekterna av inlösningarna är bättre manövrerbarhet framöver.

## FLYGSAND

Tesen om samvariationen mellan råvaror och globala tillväxtmarknader har visat sig mycket seglivad. På gammalt kolonialistiskt vis betraktas dessa som råvaruleverantörer, medan ”etablerade” marknader kategoriseras som råvarukonsumenter.

Men under det senaste decenniet har många tillväxtmarknader gått från att vara råvaruexportörer till att bli importörer. Trots det har den förstnämnda synen gjort att fallande råvarupriser bidragit till att göra tillväxtmarknaderna än mer impopulära.

### Hoppa bock

Ser vi till enskilda tillväxtmarknader, är det slående hur många människor som tycks hoppa över industrialiseringen och kliva rakt in i tjänstesektordominans.

Kanske står vi vid ett globalt vägskäl. Västvärldens garderober är fulla och hållbarhet är helt klart framtidens melodi. Till-

växtmarknaderna däremot, kommer att få mer och bättre mat. De kommer också att få tillgång till personlig frihet genom privata transportmedel, men inte nödvändigtvis på samma sätt som vi. Vilket för oss tillbaka till råvarupriserna.

Vi står nu inför en värld där konsumtionen av råvaror faller i förhållande till den globala tillväxten. Frågan är när vi når ”peak saker”?” När är garderoben full, när är vardagsrummet så fullt av möbler att du snubblar vart du än vänder dig?

### Lock på priserna

Efter 25 år i öknen gav den stora boomen 2003–2011 producenter pengarna och ambitionerna att bygga ut den globala kapaciteten för råvaruproduktion kopiöst. Fysisk expansion dämpar nu framtida prishöjningar. Och omvänt, det är inte som analytikerna berättade för ett år sedan, de historiska kostnaderna som avgör vad råvarupriserna borde ligga på, utan framtida kostnader.

Oljepriset har fallit i nästan samma takt som kostnaderna. Produktionskostnaderna, som speglar priset för kostnaden att utvinna ett fat eller ett kilo till av en råvara, har fallit ännu snabbare.

Till skillnad från tidigare, då vi hade mer eller mindre fasta växelkurser och därmed kunde devalvera eller revalvera vid behov, befinner vi oss i en ny era. Råvaruproducenter som Ryssland, Kanada, Australien, Brasilien – och Norge, låter valutorna falla för att ge skuldsatta producenter respit för den hårda lagen om att lägre priser ger bättre produktivitet.

### Undantagen

Alla dessa utmaningar med utbud och efterfrågan gör det svårt att vara optimistisk om råvarupriserna framöver. Det enda undantaget är jordbruksprodukter. Fyra år av fallande priser har inneburit att kapaciteten inte har ökat nämnvärt. Efterfrågan på gödsel och bekämpningsmedel har heller inte ökat mycket. Vi har redan sett bättre palmolje- och sockerpriser, trots att de är oljesubstitut. Det ger en fingervisning om vad som väntar för snabbcykliska råvaror.

Vi har inte ett punkttestimat av oljepriserna 2016. Men vi accepterar det faktum att Saudiarabien är nöjt med 30 eller 25 dollar per fat. Den dag det ändrar sig, ändrar vi oss. I linje med SKAGEN:s investeringsfilosofi bör vi vara pragmatiska och inte dogmatiska. Vi kan därför inte bortse från det faktum att vi under 2016 kan komma åt exceptionella tillgångar till ett bra pris.

## SKAGEN KON-TIKI 2015 (MILJ. SEK)

### De 5 största positiva bidragsgivarna

Samsung Electronics	595
Richter Gedeon Nyrt	557
Frontline 2012 Ltd	400
X5 Retail Group	363
Mahindra & Mahindra	261

### De 5 största negativa bidragsgivarna

Banrisul	-548
Vale	-462
AirAsia	-412
Hyundai Motor Co	-410
State Bank of India	-347

### 5 största köp

Cia Brasileira de Distribuicao	611
China Shipping Development	439
Samsung SDI Co Ltd	413
Haci Omer Sabanci Holding AS	296
Petroleo Brasileiro SA	191

### 5 största försäljningar

Great Wall Motor Co Ltd	-1 549
Samsung Electronics Co Ltd	-1 350
AP Moeller - Maersk A/S	-1 264
Heineken NV	-1 180
Casino Guichard Perrachon SA	-785

Siffrorna är indikativa, baserade på omräkning från NOK till SEK. Växelkurs NOK 1,0497/1 SEK.



Foto: Bloomberg

## BIDRAGSGIVARE

De bästa bidragsgivarna 2015 var Samsung Electronics, Frontline och Gedeon Richter.

Det förstnämnda bolaget hade en negativ vinstutveckling 2014, även om vinsten fortfarande var på en hög nivå. Denna trend mattades av 2015. Årets stora förändring i företaget var en förbättrad aktieägarpolitik, med fast fördubbling av utdelningsgraden och stora aktieåterköp, vilket särskilt gynnade våra preferensaktier. Utsikterna för 2016 pekar mot en stabil vinst, men vi kan nog redan nu se tidiga spår av bolagets nya initiativ inom elfordonsteknik och läkemedel.

Frontline och Frontline 2012 fusionerades med Frontline som kvarvarande bolag. Förutom en bra tankemarknad fastställdes framtida ambitioner och utdelningsnivåer, vilket ledde till en omvärdering av bolaget. Det kommande året ser lovande ut när det gäller värdering av NAV, bra kassaflöde och stressade tillgångsmarknader.

Gedeon Richter omvärderades 2015 efter nya produktanseringar, vilket över-skuggade marknadens traditionella oro över bolagets stora försäljningsandel i Östeuropa. När det gäller den framtida utvecklingen har bolagets värdering en bit kvar innan den når nivåer liknande företag i utvecklade marknader.

Det är värt att notera att våra två ryska företag, X5 och Moskvabörsen var bland de sex bästa placeringarna i föl. Detta inspirerar till att hitta bra företag i krisdrabbade marknader. En viktig faktor i detta sammanhang eftersom en betydande del av den svaga utvecklingen i ett antal tillväxtmarknader beror mer på valutakurser än fallande aktiekurser. Värderingen av ett antal tillväxtmarknader har därför inte varit betydligt lägre. De senaste två åren har vi också sett många vinstbesvikelser i bolagen. Mycket beror självklart på en svagare ekonomisk tillväxt än väntat, men också på att företagen själva har överinvesterat och saknar finansiell disciplin. I flera av våra bolag, ser vi lyckligtvis en förändring till det bättre, samtidigt som svag avkastning till investerare har ökat trycket på företagsledningen och huvudägare att förbättra bolagsstyrningen.

Inte helt överraskande är två av de tre största negativa bidragsgivarna från Brasilien. Sparbanken Banrisul sjönk med 60 procent i lokal valuta, men siffrorna är ännu inte märkbart påverkade av stigande reservationer för kreditförluster. Den största aktieägaren, staten Rio Grande do Sul, har betalningsproblem. Marknaden oroar sig för hur mycket detta så småningom kommer att påverka de många offentliganställda som är kunder i ban-

ken. Detta kommer utöver att ratingbyråerna nedgraderat Brasiliens statsskuld till skräpstatus. Men med främst privatkunder och starka marginaler ser värderingen rekordlåg ut: tre gånger vinsten och 34 öre per krona i eget kapital. Det är lägre än under finanskrisen 2008-09. Avkastningen från utdelningen är 17,5 procent och konkurrerar väl med tidigare nämnda skräpobligationer. Vi ökade därför posten vid slutet av året.

Järnmalmproducenten Vale utnyttjade sin konkurrensfördel av fallande valutakurser till att bjuda under globala järnmalmpriser, vilket ledde till ett fritt fall för priser, vinst, utdelningar och därpå aktiekursen. Vi fann oss i förlusten med denna investering och sålde våra aktier, delvis också efter en svår gruvolycka under senhösten och vårt ökade ESG-fokus.

Vi sålde även AirAsia när det stod klart att finansieringsmöjligheterna för bolagets omfattande investeringsprogram skulle äventyras till följd av bolagets höga krav på associerade företag med tvivelaktig förmåga till återbetalning på kort sikt. Även om aktiekursen kommit tillbaka något efter vår försäljning är vår princip fortfarande i sådana fall "better safe than sorry" och att alla kyrkogårdar är fulla av hjältar.

## UTSIKTER

Förutsättningarna för att 2016 blir bättre än 2015 är helt klart på plats. Globala tillväxtmarknader handlas för närvarande med stor och ökad rabatt mot industrialiserade marknader. Rabatten är 40 procent av vinsten och halva priset av bokfört eget kapital, något som den historieintresserade investeraren måste gå tillbaka till slutet av 1990-talet för att hitta. Jämförelsevis handlas Kon-Tikis portfölj med ännu större rabatt. Det är fortfarande en betryggande rabatt i förhållande till globala tillväxtmarknader.

Fonden handlas till 8x den förväntade vinsten 2016, och 0,8x bokfört eget kapi-

tal. Det ger enligt vår mening en potentiell uppsida i portföljen på 56 procent, vilket inte är långt från finanskrisvärderingar. Flera marknader med onormalt låg värdering saknar dock katalysatorer för omvärdering. Men historien visar att sådana katalysatorer för omvärdering kan komma snabbare än väntat.

Medan vi väntar på omvärderingar av marknaderna i allmänhet, fortsätter arbetet med ökat fokus på bolagskvalitet. Dessutom är det viktigt för oss med företagsspecifika omvärderingskriterier, något som fått ökad betydelse i analysarbetet under 2015.





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

En del av den globala fastighetsmarknaden

- › Utvecklingen under 2015 präglades av tillväxtmarknader och valutasvängningar.
- › Amerikanska investeringar påverkade av högre räntor.
- › Tyskland och Spanien var positiva bidragsgivare.
- › Fastigheter är fortsatt attraktiva för utdelningsfokuserade investerare.

1	2	3	4	RISK	6	7
Startdatum	31 oktober 2012					
Avkastning 2015	-2,4%					
MSCI ACWI Real Estate IMI 2015	6,2%					
Avkastning sedan start	26,7%					
Genomsnittlig avkastning per år	7,7%					
Förvaltningskapital	975 miljoner SEK					
Antal fondsparare	8 654					



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Michael Gobitschek och Harald Haukås

Arkitekten Ulrik Plesners første tilbygning til Brøndums Hotel, 1892. Av Johan Peter von Wildenradt, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).



Foto: Bloomberg

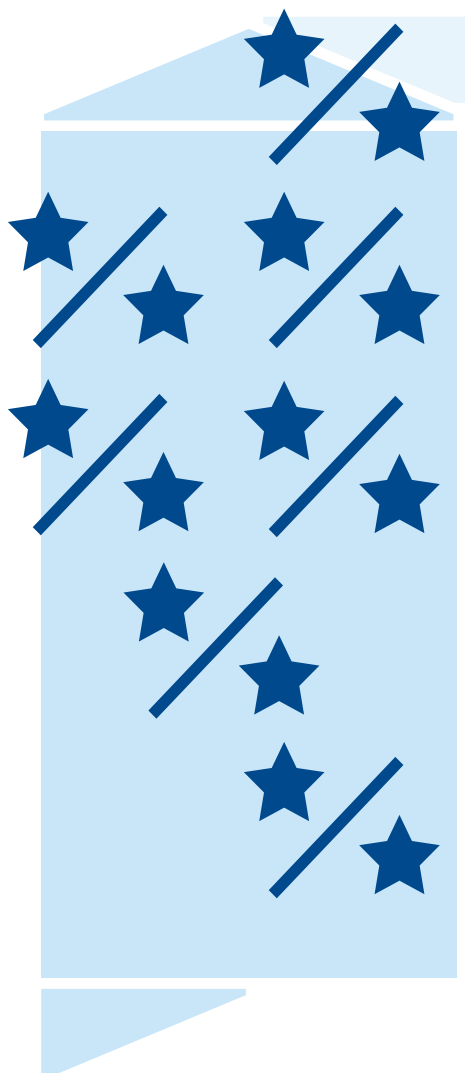
# Svaga tillväxtmarknader och volatila valutor

Tillväxtmarknaderna tyngde fonden under 2015 – delvis beroende på svaga valutor. Under 2016 ser vi en risk för korrektioner men också möjligheter med positiv volatilitet.

### AVKASTNING

Orsaken till att avkastningen var lägre än jämförelseindex är den svaga utvecklingen på tillväxtmarknaderna, där både aktie- och valutakurser i förhållande till dollarn fallit avsevärt. Detta beror delvis på råvaruprisfallet, men också på en nedslående utveckling med korruption och demokratiska reformer som verkar gå i en negativ riktning i både Ryssland och Kina. Brasilien, Kina och Indonesien var negativa bidragsgivare till både den absoluta och relativa avkastningen. USA bidrog positivt i absoluta termer men negativt i relativa. Europa har bidragit positivt på både aktie- och landnivå.

Ett nytt lägenhetskomples intäckt i grönt, intill en tegelfastighet i Madrid. Europa bidrog positivt både absolut och relativt under 2015, och särskilt våra investeringar i Tyskland och Spanien bidrog väl till fondens avkastning.



## USA

Trots att USA var den bästa bidragsgivaren till den absoluta avkastningen, gjorde vi fel val när det gäller sektorer. Vi hade för mycket exponering mot hotell, som föll 30 procent i dollar, och hälsosektorn, som ofta betraktas som ett alternativ till obligationer och därmed är räntekänslig.

I början av året fanns det tydliga förväntningar om stigande räntor i USA. Den amerikanska centralbanken Federal Reserve höjde räntorna mot slutet av året. Tioåriga amerikanska statsobligationer nådde ett bottenläge i slutet av januari 2015 med 1,64 procent och slutade året på 2,27 procent.

Även om både Federal Reserve och amerikanska tioåriga statsobligationer till viss del infriade förväntningarna om stigande räntor, ökade kreditspreaden betydligt mot slutet av året. Detta gällde särskilt de företag som har högst skuldkvot, men också mindre skuldsatta företag som de som vi normalt har investerat i.

När man tittar på resultaten från våra amerikanska investeringar var dessa som förväntat efter en räntehöjning. När en ränteuppgång är förväntad, ska företag med relativt höga skuldkvoter normalt klara sig sämre än andra. Och just detta hände.

Vår bästa amerikanska bidragsgivare var PS Business Parks som nästan inte har någon räntekänslig skuld, medan den svagaste var Ashford Hospitality Trust med en skuldkvot på 55–60 procent. Hotellbolaget var bland de stora vinnarna under perioden 2007 till 2010, och är enligt vår mening missförstådd. I föl påverkades hotellbranschens utveckling av att förväntningar om en ytterligare ökning av rumspriserna var alltför optimistiska. Det var nog också en viss Airbnb-faktor som tyngde sektorn.

När räntenivån i USA höjs blir det också svårare för tillväxtländer att låna. Om amerikanska investerare kan få en riskpremie på två till fyra procentenheter extra genom att investera i relativt säkra inhemska företagsobligationer, blir riskpremien stor för företag i tillväxtmarknader. De stora förlorarna i detta avseende är företag som lånar i dollar och investerar i inhemska valuta.



Det tyska fastighetsbolaget Deutsche Wohnen blev årets bästa bidragsgivare till SKAGEN m<sup>2</sup>. På bilden en av bolagets fastigheter, ett sjukhuskomplex i Berlin.

## EUROPA

Europa bidrog positivt i både absoluta och relativa termer under året. Såväl investeringar i Tyskland som i Spanien var stora bidragsgivare till den absoluta och relativa avkastningen.

I Spanien fanns tydliga positiva tendenser under hösten 2013. Men marknaden var något överhettad och vi var tveksamma till att investera baserat på att många fastighetsbolag sattes upp som blind pools (fastighetsbolag som före finanskrisen i stort sett var i konkurs) där man inte riktigt kunde veta vad man köpt. Under 2014 kom dock nya möjligheter på den spanska marknaden, och vi valde att investera i Melia Hotels och Axia som är inriktade på hotell och kontor i huvudsakligen Madrid. Båda företagen har intern ledning. Axia har levererat starka resultat under de knappa två år som företaget varit i drift.

Våra tyska lägenhetsinvesteringar i Deutsche Wohnen – årets bästa bidragsgivare – och West Grund var mycket lyckade. Den senare sålde vi ut.

Dessutom har vår investering i det dysfunktionella tyska kontorsbolaget DiC Asset varit framgångsrik. Detta är en typisk SKAGEN-investering där allt verkar fel vid första anblicken och där det finns stor förbättringspotential. Ledningen har bytts ut och har minskat skuldkvoten till en acceptabel nivå under året. Man kan förvänta sig att verksamheten kommer fortsätta att förbättras. Företaget ökade sina intäkter från förvaltningen av fastighetsfonder. Detta kräver mindre eget kapital och ger ett stabilt kassaflöde.



Foto: Meliá

**Spaniens ledande hotellgrupp Meliá Hotels International**, grundades 1956 på Mallorca. Idag har bolaget över 350 hotell i 35 länder. På bilden utsikt från ett av Meliás hotell i Athen.

## TILLVÄXTMARKNADER

De största negativa överraskningarna under 2015 kom från Brasilien. Förutom en kraftig nedgång i oljepriserna, har den pågående korruptionsskandalen i Petrobras påverkat landets utveckling negativt.

Man hade hoppats att Brasilien snabbare skulle ha utvecklats i en mer demokratisk västerländsk riktning. Investerare blir med rätta skeptiska, och ”uppstädningen” bland företagsledare och politiker i efterhand kan ta lång tid.

Brasilien var också det land som gav oss det värsta exemplet på valutakursförändringar under 2015. General Shopping, som vi nu har sålt, tog lån i dollar till en växelkurs på 1,6 mot brasilianska real. Denna växelkurs steg sedan till 4, vilket gjorde det ursprungliga lånet mer än dubbelt så stort i lokal valuta. Till råga på allt var fastighetsvärdena på väg ner vilket innebar att företaget måste sälja av fastigheter för att hålla skuldsättningsgraden på en rimlig nivå och med möjlighet att använda den. Detta kan inte sägas vara annat än en mycket destruktiv process för aktieägarna. Vi har dock behållit en liten post i företaget i en evig obligation. Denna obligation har en kurs på 50 och en direktavkastning på 20 procent. Riskpremien på denna obligation ser attraktiv ut.

Det har skrivits mycket om Kinas avtagande ekonomiska tillväxt och svängningarna på börserna de senaste åren. En av de stora

besvikelserna 2015 var inte kopplad till den ekonomiska tillväxten, utan mer till hur landet hanterat utvecklingen på aktiemarknaden. Den kinesiska regeringen har istället för att låta en uppspekulerad marknad anpassa sig till verkligheten, infört åtgärder som ökat osäkerheten och väsentligt hindrat marknaden att göra en riktig värdering. Oavsett säljförbud eller andra intressanta hopkok för att straffa de som anses ”skyldiga” för landets börsnedgång. SKAGEN m<sup>2</sup> har suttit på åskådarläktaren och betraktat utvecklingen.

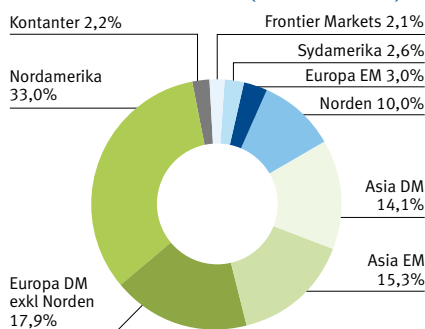
Fonden har endast en ren investering i Kina, Soho China. Fonden har också exponering via GLP, Shangri-La, CapitaLand och SM Prime. Soho China, GLP och Shangri-La är aktier med dålig utveckling 2015, men som ändå är naturliga beståndsdelar i en långsiktig portfölj.

## UTSIKTER

I ett brev från 1816 skriver den amerikanske presidenten Thomas Jefferson att han föredrar drömmar om framtiden framför berättelser om det förgångna. Det är naturligtvis mycket få människor som kan säga något specifikt om framtiden, men en sak är säker: fastigheter kommer att fortsätta vara en attraktiv investering för alla investerare som har fokus på utdelningar.

Under 2015 riktades mycket uppmärksamhet på kommande räntehöjningar i USA. Även om detta har börjat synas i indu-

### GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN m<sup>2</sup> (PER 31 DEC 2015)

Företag	Innehavets storlek, %	Kurs	P/NAV senaste	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
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>41,1</b>		<b>88</b>	<b>3,6</b>	<b>5,5</b>
<b>Topp 35 vägt genomsnitt</b>	<b>88</b>			<b>3,6</b>	<b>6,4</b>
<b>Jämförelseindex (ACWI Real Estate IMI)</b>				<b>3,4 actual</b>	

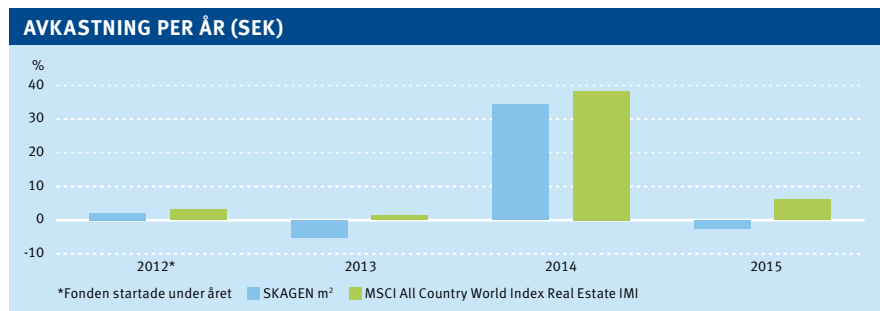
P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENS estimat.



striobligationer (inklusive fastigheter), är det svårt att föreställa sig betydande räntehöjningar på flera procentenheter för statsobligationer inom överskådlig framtid. Inflationen kommer också att innebära hyreshöjningar, och nettokassaflödena, efter att skulderna betalats, kommer fortsätta att växa då de flesta fastighetsbolag har en betydligt bättre balans nu än före finanskrisen.

I skrivande stund ger ett antal av våra bolag över fyra procent i direktavkastning. Även om det finns en risk för sänkta utdelningar i vissa bolag, ger kassaflöde en sund bas för att hantera osäkerheten. Det är med andra ord viktigt att observera hur ledningen för de olika företagen hanterar kapitalstrukturen, eftersom detta har stor betydelse för det långsiktiga värdeskapandet. Detta innebär fokus på att välja mellan tillväxt i fastighetsbeståndet, utdelningar och återbetalning av skulder eller aktieåterköp. Ofta är de bästa investeringarna i dåliga tider att "köpa sina egna fastigheter" via aktieåterköp snarare än nya fastighetsförvärv.

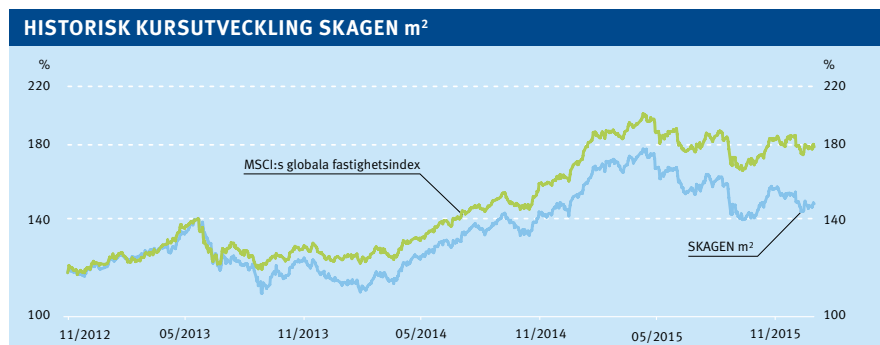
I början av 2016 har marknaden inlett svagt. Då är det viktigt att vara medveten om att investerarna inte har övervärderat företagen för mycket under uppgången. Det har hela tiden funnits en sund portion skepsis och balanserat risktagande. Detta innebär mindre risk för kraftiga nedgångar. Men samtidigt måste man vara beredd på att det kan komma måttliga korrigeringar under 2016 – ett bra år med mycket "spännande" volatilitet.

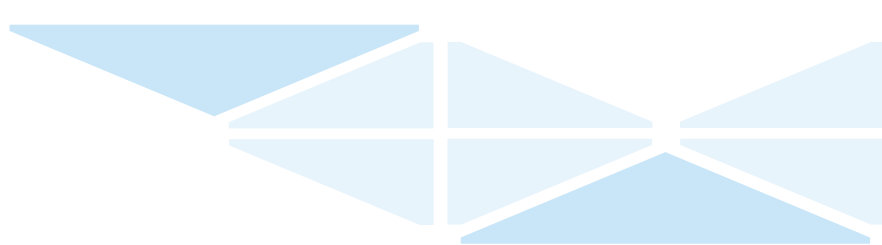


### SKAGEN m² 2015 (MILJ. SEK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Deutsche Wohnen AG	11	Mitsui Fudosan Co Ltd	28
Melia Hotels International	10	CBL & Associates Properties Inc	25
PS Business Parks	8	Ashford Hospitality Trust Inc	24
Apartment Investment & Management	8	Olav Thon Eindom A/S	23
SM Prime Holdings	8	Shangri-La Asia Ltd	23
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
Bekasi Fajar Industrial Estate	-12	British Land Co PLC	-24
Ashford Hospitality Trust	-10	Westgrund AG	-16
CBL	-9	Citycon Oyj	-15
BR Malls Participacoes	-7	Mapletree Logistics Trust	-13
Ashford Inc	-5	Affine SA	-13

Siffrorna är indikativa, baserade på omräkning från NOK till SEK. Växelkurs NOK 1,0497/1 SEK.





## SKAGEN Focus

På jakt efter exceptionella investeringar

- › Under fondens första sju månader har vi skapat en portfölj med en attraktiv risk-/avkastningsprofil.
- › 2015 var ett volatilt år med några positiva bidrag, däribland Omega Protein som steg med över 100 procent under perioden.
- › Vi fortsätter att leta efter undervärderade aktier med betydande potentiella katalysatorer att frigöra värde på två till tre års sikt.

1	2	3	4	5	RISK	7
Startdatum	26 maj 2015					
Avkastning 2015	n/a					
MSCI World AC TR Index 2015	-7,8%					
Avkastning sedan start	-16,0%					
Genomsnittlig avkastning per år	n/a					
Förvaltningskapital	993 miljoner SEK					
Antal fondsparare	3 983					



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Filip Weintraub och Jonas Edholm

*Krøyers hund, Rap, 1898. Av P S Krøyer, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).*

# Turbulent första år med några ljusglimtar

Fonden lanserades den 26 maj 2015, vilket skulle visa sig bli ett mycket volatilt år. För oss långsiktiga värdeinvestorer blev det ett tillfälle att bygga upp en portfölj med goda avkastningsmöjligheter i förhållande till risk.

På många sätt blev 2015 en repris av 2014. De omfattande globala kvantitativa lättnaderna fortsatte, särskilt i Europa, och förutsättningarna för oljepriserna var usla eftersom Opec och andra producenter inte visade något intresse av att minska utbudet. Dessutom var det ett förödande år för råvaror, som föll brett och urskillningslöst trots rätt varierande fundamenta. Råvaruruset berodde främst på (den förmodade) försvagningen i Kina i kombination med ren finansiell spekulation. Kinesiska aktier backade ordentligt under det andra halvåret samtidigt som valutan också försvagades kraftigt. Så för dessa sektorer och geografiska områden var 2015 sammantaget ett riktigt "annus horribilis", för att låna ett uttryck från den brittiska drottningen Elizabeths välkända tal från 1992.

För att lägga sten på börda, i en historiskt unik miljö med ultralåga räntor och kollaps för bland annat energi- och råvarusektorerna styrdes det momentumdrivna kapitalflödet nästan per automatik in mot "säkrare" tillväxtaktier, främst i storbolag. Den här typen av aktier fungerar som ett slags obligationssubstitut vid nollränta. Vi tror dock att den risk som är inräknad i prognosen om framtida vinster är alldeles för liten för att försvara nuvarande värderingar. Men kanske är det inte rätt läge för oss att påpeka det nu då fonden haft mycket liten exponering mot den här typen av i vårt tycke kraftigt övervärderade tillväxtaktier och vi påverkats negativt av det relativt sett.

Vi har haft en marginell exponering mot oljepriserna, huvudsakligen genom det amerikanska oljeborrningsföretaget Whiting Petroleum. Vi har visserligen varit investerade i några av de aktier som dragit störst nytta av det lägre oljepriset, som det malaysiska lågprisbolaget AirAsia och flygleasingbolaget AerCap, men vi har ännu inte blivit belönade i dessa fall.

Fonden har än så länge bara investerat i två råvaruföretag: den kanadensiska silverproducenten Pan America Silver och South32, en avknoppning från den australiska gruvjiganten BHP Billiton. Båda har väldigt starka balansräkningar som gör att de kan klara en längre period av låga råvarupriser. Även om alla de fem nämnda företagen finns med på listan över fondens största förlorare 2015, menar vi fortsatt att de har sunda affärsmodeller och goda utsikter att leverera när råvarupriserna normaliseras. Under året initierade vi även en position i den kanadensiska kopparproducenten First Quantum vars aktiekurs fördubblades på kort tid, vilket gav oss en rejäl vinst.

### SKAGEN FOCUS 2015 (MILJ. SEK)

De 5 största positiva bidragsgivarna		5 största köp	
Omega Protein Corp	28	American International Group I	76
Jenoptik AG	11	SK Hynix Inc	69
American International Group	11	SBI Holdings Inc	55
Sandisk Corp	6	Carlsberg A/S	50
Infineon Technologies	6	China Telecom Corp Ltd	47
De 5 största negativa bidragsgivarna		5 största försäljningar	
South32 Ltd	-19	Omega Protein Corp	-2
Whiting Petroleum Corp	-14		
Rentech Inc	-13		
SK Hynix Inc	-13		
AirAsia	-10		

Siffrorna är indikativa, baserade på omräkning från NOK till SEK. Växelkurs NOK 1,0497/1 SEK.



**USA-baserade Omega Protein** är specialiserade på omega 3 som utvinns från fiskolja. Bolagets aktiekurs steg med över 100 procent i fondens basvaluta under 2015.

## LJUSGLIMTAR

I sitt berömda tal om det förskräckliga året sa den brittiska regenten att hon inte kunde se tillbaka på 1992 med någon glädje. För SKAGEN Focus innebar 2015 i alla fall ett par ljusglimtar.

Fonden lanserades den 26 maj 2015 och passerade 1 miljard norska kronor, ungefär 100 miljoner euro, i förvaltade tillgångar alldeles före årets slut. I absoluta tal fanns det flera positiva inslag i fonden, bland annat den USA-baserade proteintillverkaren Omega Protein. Under året lyfte aktiekursen med över 70 procent i dollar (100 procent i fondens basvaluta). Förklaringen var ett övertygande resultat för affärsområdet human-nutrition och planerna på strategiska åtgärder för att skapa aktieägarvärde.



Foto: Stocksnap

Foto: Bloomberg

**Flashminnestillverkaren SanDisk** gav ett bra tillskott till fondens avkastning under året efter ett uppköpsbud från konkurrenten Western Digital, en premie på 40 procent.

Vi skalade ned innehavet under året för att spegla förändringen i risk-/avkastningsprofilen. Det är ett bra exempel på hur uppsidan i våra riktkurser påverkar storleken på innehaven i portföljen.

Vår största position i den amerikanska försäkringsjätten AIG (med en vikt på 8,5 procent) gav god avkastning på 5,5 procent i dollar under 2015. AIG har pressats av aktivistinvestorer, under ledning av välkända Carl Icahn, som anser att bolaget ska styckas i tre delar. Ett annat av fondens innehav, den USA-baserade flashminnestillverkaren SanDisk, gav också ett tillskott till fondens avkastning under året. Bakgrunden var att bolaget fick ett uppköpsbud från konkurrenten Western Digital på 86,50 amerikanska dollar per aktie, vilket innebar en betydande premie.



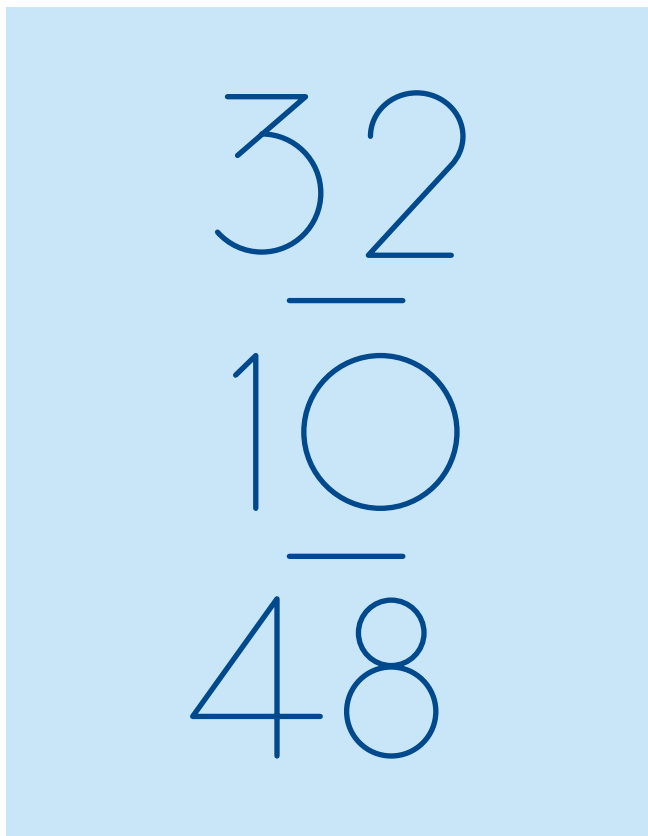
Foto: Bloomberg

En **Infineon-medarbetare** kontrollerar kvaliteten på en halvledarplatta.

## DIESELGATE

Dieselskandalen i Volkswagen gjorde det möjligt för oss att gå in i två nya investeringar. Flertalet bilrelaterade aktier föll tungt på nyheterna, oberoende av deras exponering mot Volkswagen. Vi passade på att addera den tyska halvledartillverkaren Infineon till portföljen sedan aktien drabbats av ett oförtjänt kraftigt fall. Med utomordentligt dålig tajming börso noterades den tyska bildelstillverkaren Schaeffler samma vecka som Volkswagen-skandalen blev känd och bolaget fick krympa sin börsintroduktion med 50 procent (både när det gäller pris och storlek för att spegla 30–40 procents rabatt i förhållande till konkurrenterna). Vi tog vara på det utmärkta tillfället och aktiekursen steg snabbt med 30 procent i euro från vår ingångskurs.

Andra nykomlingar i portföljen var den schweiziska brödtillverkaren Aryzta i dagligvarusektorn, där vi tror på en vändning, och amerikanska kreditkortstillverkaren Synchrony Financial som avknoppades från GE i slutet av året och är attraktivt värderat. Slutligen tog vi också vår första position i Brasilien, närmare bestämt i köttproducenten JBS efter en kraftig nedgång för landets valuta.



## INTE NÖJDA

I den här miljön gav fonden en minusavkastning på 16,0 procent under sina sju första månader. Fondens jämförelseindex, MSCI All Country World, tappade 7,8 procent under samma period. Det här är en ganska kort tid för en mer grundlig utvärdering av fondens utveckling, men givetvis är vi inte nöjda med resultatet så här långt.

Vi startar det nya året med en koncentrerad portfölj bestående av 32 noga utvalda aktier varav de tio största innehaven utgör 48 procent av fonden. Vi fortsätter att tillämpa vår kärnfilosofi som går ut på att hitta "billiga", undervärderade aktier som vi tror har goda utsikter att stiga i värde på två till tre års sikt. För att platsa i fonden ska aktien ha en uppsida på över 50 procent med kontrollerad risk.

De största riskfaktorerna i fonden är dels avkastningskurvan med en ganska stor vikt inom finansiella tjänster, dels priskonkurrensen som drabbar företag på marknader som oförtjänt uppfattas som råvarudrivna. Vår portföljvikt inom finans är betydande, men den är diversifierad genom spridning på många olika typer av företag. Investeringar som den amerikanska regionala banken Citizens Financial, CIT och AIG är alla undervärderade i nuvarande ränteläge. Däremot är de mycket välpositionerade om räntorna skulle fortsätta upp efter Federal Reserves höjning i december.

Tack för ert förtroende och stöd! Vi ser fram mot ett lyckat fondår 2016!



Foto: First Quantum



Foto: Bloomberg



Foto: Shutterstock



Foto: Bloomberg

### First Quantum

First Quantum är ett kanadensiskt gruv- och metallföretag med sju gruvor i olika delar av världen. Företaget producerar koppar (70 %), nickel (20 %) samt guld, zink och platina. Gruvorna ligger bland annat i Zambia, Spanien, Finland, Australien och Turkiet. Under 2014 producerade First Quantum 420 000 ton koppar, 46 000 ton nickel, 230 000 uns guld, 56 000 ton zink och 60 000 uns platina.

### Schaeffler

Schaeffler AG är underleverantör till fordonstillverkare och andra delar av industrin och har en omsättning på drygt 12 miljarder euro och 84 000 anställda världen över. Företaget är grundat och ägs i huvudsak av familjen Schaeffler (som också är majoritetsägare i Continental och CON GY). Det noterades den 9 oktober 2015, men tvingades halvera volymen på börsintroduktionen i spåren av skandalen i Volkswagen, Schaefflers största kund.

### Synchrony Financial

Företaget är störst i USA på så kallade private label-kreditkort, det vill säga företags-specifika kreditkort, med en marknadsandel på 42 procent. 75 procent av den totala låneportföljen (61 miljarder USD) är kopplade till kort anpassade för detaljhandeln och resterande 25 procent till avbetalningslån/betalningslösningar. Synchrony Financial noterades i augusti 2014 och knoppades sedan delvis av från moderbolaget GE Capital efter 80 år under dess vingar. GE slutförde avknoppningen i november 2015. Det var också då fonden gick in i aktien.

### JBS

Brasilianska JBS gick från medelstor, lokal köttproducent till världens största på bara några år efter börsintroduktionen 2007. Sett till försäljning är JBS idag världens största producent av nötkött, den näst största inom fågelkött och tredje största när det gäller fläskkött. 85 procent av intäkterna kommer från utlandet.

Få,  
noggrant  
utvalda

Exceptionell  
riskpremie

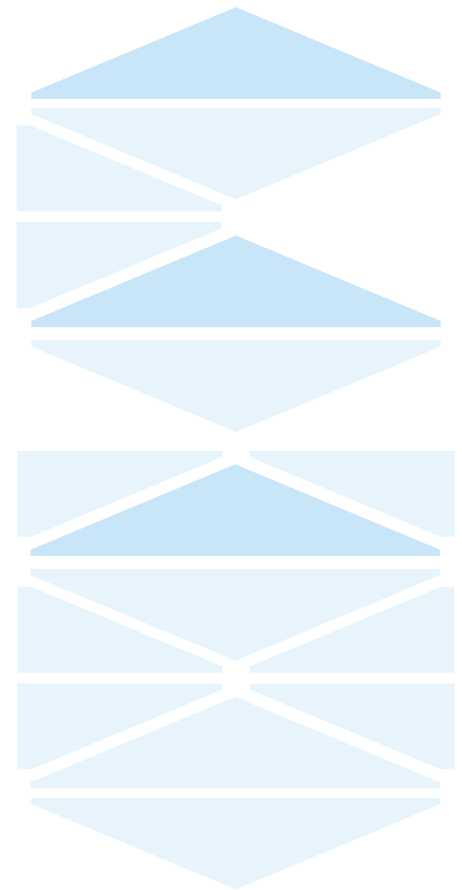
Stora  
avvikelser

- SKAGEN Focus är en högkoncentrerad aktiefond med ett brett placeringsmandat som gör att den kan investera globalt i olika företag och marknader.
- Målsättningen är att hitta och investera i få, noggrant utvalda bolag som har en exceptionellt bra risk-/avkastningsprofil med fokus på absolutavkastning.
- Fonden är exponerad mot en kombination av unika företags specifika faktorer som sannolikt över tid kommer att leda till stora avvikelser från den underliggande marknaden.

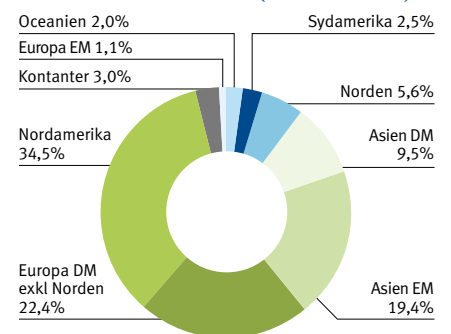
#### NYCKELTAL FÖR DE STÖRSTA INNEHAVEN I SKAGEN FOCUS (PER 31 DEC 2015)

Företag	Innehavets storlek, %	Kurs	P/E 2015E	P/E 2016E	P/B senaste	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
<b>Topp 10 vägt genomsnitt</b>	<b>47,7</b>		<b>12,5</b>	<b>12,0</b>	<b>1,0</b>	
<b>Jämförelseindex (MSCI World AC)</b>						

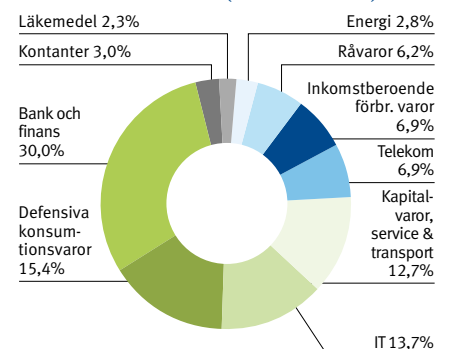
P/E-talen kan skilja sig från andra källor, eftersom dessa är baserade på SKAGENS estimat.



#### GEOGRAFISK FÖRDELNING (avrundade siffror)



#### BRANSCHFÖRDELNING (avrundade siffror)



# Varför varierar inflationseffekten så mycket?

– Torgeir Høien, portföljförvaltare SKAGEN Tellus

Många råvaruproducerande länder har sett sin bytesbalans försvagas kraftigt de senaste åren. Exporten räcker inte alls till att betala för lika mycket import som tidigare. I några länder har inflationen också stigit en hel del, till exempel i Ryssland och Brasilien. Andra, som Norge och Chile, har däremot bara fått en måttlig inflationsökning. Vad beror de här skillnaderna på? Och vad kan vi förvänta oss framöver?

Prisrasen på råvaror, i synnerhet olja, beror troligen främst på ny teknik och bör därför sammantaget påverka världsekonomin i gynnsam riktning. Men förutom den allmänna effekten på aktivitetsnivån får man också en fördelningseffekt.

Prisnedgången slår nämligen olika beroende på vilken roll man har på råvarumarknaden. Vissa länder, som Indien och Japan, har fått en starkare bytesbalans. Andra länder, som Norge och Ryssland, har däremot fått sin försvagad. Större försämringar av bytesbalansen får normalt inflationen att stiga eftersom valutan tappar i värde. Men här finns betydande variationer i utfallet.

I Ryssland har konsumentpriserna stigit med 19 procent sedan oljepriset började dala i juni 2014. Utvecklingen i Brasilien har varit i stort sett densamma. Men under samma period, alltså fram till november 2015, steg konsumentpriserna i Norge endast 4 procent – en årlig prisökning som bara är en procentenhet högre än före prisrasen på olja. I Kanada har inflationen påverkats ännu mindre.

## Exemplet Norge

Hur kommer det sig då att inflationseffekten varierar så mycket? Det beror troligen på penningpolitiska och finanspolitiska faktorer som kan förklaras med hjälp av en jämförelse mellan Norge i dag och i mitten på 80-talet. Sannolikt skulle utvecklingen i både Norge och exempelvis Chile ha haft större likheter med den vi såg i Norge på 80-talet om de politiska ramvillkoren hade varit likvärdiga.

Procentuellt sett backade oljepriset lika mycket från 1985 till våren 1986 som det nu har gjort sedan sommaren 2014. Men

mellan maj 1986 och maj 1987 steg de norska konsumentpriserna 10 procent.

Hur kommer det sig då att utfallet blev så annorlunda den gången? En förklaring hänger samman med att Norge inte hade något inflationsmål på 80-talet. Centralbankens uppdrag var att hålla kronkursen stabil – på den nivå som regeringen vid varje given tidpunkt bedömde vara den riktiga. Och eftersom regeringen hade för vana att justera kursen, var inflationsförväntningarna mycket mer lätttröliga. När den norska regeringen devalverade med 12 procent i maj 1986 dröjde det inte många veckor innan den årliga inflationstakten sköt i höjden från runt 5 procent till cirka 10 procent.

Sedan juni 2014 har den norska kronans värde sjunkit med omkring 24 procent. Ett av skälen till att inflationen inte har stuckit iväg den här gången är att man nu har ett trovärdigt inflationsmål sedan 1999. Med en någorlunda tydlig bild av hur prisökningstakten kommer att se ut, blir prissättningarna mindre känsliga för förändringar i bytesbalans och kronkurs.

Men inflationsmålet är inte hela förklaringen till skillnaderna mellan olika råvaruexportörer. Colombia är en annan stor råvaruexportör som har haft ett inflationsmål ungefär lika länge som Norge. Men det hindrade inte inflationen i landet från att stiga till 6,4 procent i november 2015.

Den andra förklaringen till att en kraftig försämring av bytesbalansen ger begränsad inflationseffekt har att göra med statsfinansernas utveckling.

1986 var det inte givet att den norska staten skulle lyckas anpassa finanserna till ett varaktigt lågt oljepris. Och utsikter till sämre statsfinanser ger normalt högre inflation – och en ännu svagare valuta. Nu har norska staten samlat på sig en stor förmögenhet och oro över statsfinanserna har därför inte funnits med som någon inflationsdrivande faktor.

Chiles bytesbalans har försvagats lika mycket som Norges på grund av prisrasen på koppar, och även där har man sett väldigt liten effekt på inflationen. Men den chilenska staten har nettofordringar,

och även om utgifterna ökat en hel del på sistone ligger de fortsatt på en låg nivå. Förtroendet för statsfinanserna bidrar i kombination med inflationsmålet till att hålla inflationen i schack.

## Vad beror skillnaderna på?

Ryssland och Brasilien har varken trovärdiga inflationsmål eller några utsikter till sunda statsfinanser. När ländernas bytesbalanser fick sig en knäck undergrävdes därför deras valutor. I Colombia är staten samtidigt alldeles för beroende av de löpande intäkterna från råvaruproduktionen.

Men kan det också vara så att man i Norge och andra råvaruproducerande länder ännu inte har sett hela effekten av den svagare bytesbalansen? Både den norska statistiska centralbyrån (SSB) och Norges centralbank räknar med att inflationen i landet ska öka måttligt för en tid och ligga på runt två procent om två år. Kan det vara så att de har fel?

Två faktorer kan leda till att den norska inflationen tar ett oväntat skutt uppåt. Den ena är att priset på importvaror, som sjönk stadigt från 1996 till 2014, har ökat med 4,3 procent under det senaste året. Och ökningen lär fortsätta. Om det driver upp inflationen så pass mycket att folk tappar förtroendet för inflationsmålet kan priserna stiga långt mer än SSB och Norges Bank räknar med.

Den andra faktorn är om oljepriset skulle fortsätta nedåt. Under de senaste 100 åren har det flera gånger hänt att oljepriset långa perioder legat på cirka 25 dollar fatet mätt i dagens köpkraft. Om vi hamnar där igen måste norska staten snart börja nalla från oljefonden för att få budgeten i balans. Och även om det finns mycket att ta av skulle de oljeberoende norska politikerna förmodligen snabbt behöva läggas in för avgiftning om vi ska kunna undvika en extra dos inflation.

Fortsätter råvarupriserna över lag att sjunka kan också andra länder, till exempel Chile, tvingas staka ut en stramare finanspolitik för att slippa en besvärande hög inflation.



# Tillväxtmarknaderna blev sänke

## SKAGEN Tellus

Dörröppnaren till globala räntemarknader

- › Våra positioner på tillväxtmarknaderna och i euroområdet periferi lönade sig inte.
- › Råvaruprisfallet drog ned obligations- och valutakurserna.
- › Fonden är positionerad för fortsatt låga råvarupriser.

1	2	3	RISK	5	6	7
Startdatum	29 sept 2006					
Avkastning 2015	-4,25%					
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged 2015	4,48%					
Avkastning sedan start	59,78%					
Genomsnittlig avkastning per år	5,20%					
Förvaltningskapital	1 232 milj SEK					
Antal fondsparare	3 135					



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Torgeir Høien och Jane Tvedt

Interior, Brøndum's annex, cirka 1920. Av Anna Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

SKAGEN Tellus satsningar på tillväxtmarknader och perifera euroländer gav inte den utdelning vi hade räknat med. Därtill utvecklades fonden svagare än jämförelseindexet på grund av att en mindre andel av medlen var placerade i japanska statsobligationer.

Nedgångarna i råvarupriserna under 2015 hade negativ inverkan på obligations- och valutakurserna i flertalet råvaruproducerande länder. Vi väntade för länge med att kapa positionerna i bland annat Brasilien och Colombia, vilket drog ned fondkursen. Råvaruprisfallet fick inte heller den positiva effekt vi hade väntat oss på obligationer och valutor i råvaruimporterande tillväxtländer.

Nu inför 2016 är fonden positionerad för fortsatt låga råvarupriser. I vissa råvaruländer som har starka statsfinanser och sunda inflationsmål har valutakurserna troligen fallit mer än vad som egentligen är motiverat sett till grundförutsättningarna. I exempelvis Chile, där valutan har fallit i linje med kopparpriset, menar vi att utsikterna är goda för en appreciering av valutan. Ett annat exempel är Kanada där en kombination av trovärdiga inflationsmål och solida statsfinanser talar för att valutan kommer att stiga. Fonden är därför investerad i båda dessa råvaruproducerande länder.

Vi sålde innehaven i Turkiet och har inga planer på att gå in igen den närmaste tiden, även om landet kommer att tjäna på fortsatt låga råvarupriser. Den politiska osäkerheten är för stor. Indien, däremot, har ett starkt politiskt ledarskap och bör kunna dra nytta av fortsatt låga råvarupriser under året. Vi tror på lägre inflation och en starkare rupie, och fonden är därför investerad i en obligation utställd av den Europeiska banken för återuppbyggnad och utveckling (EBRD).

I fjol hade vi svårt att träffa rätt i euroområdets periferi. Förhandlingarna om ett nytt stödpaket till Grekland drog ut på tiden och fick ännu större inverkan på räntespreadarna i euroområdet än vi hade förväntat oss. I somras bedömde vi att risken för ett grekiskt utträde ur valutasamarbetet var 50 procent. Eftersom vi är investerare och inte gamblers gjorde vi oss av med innehaven i övriga perifera euroländer.

Under hösten tog vi dock nya positioner där som vi tror kommer att ge god avkastning i år. Innehaven är relativt små och fördelade mellan Slovenien, Portugal, Spanien och Grekland. Vi tror inte att Europeiska centralbanken (ECB) kommer att höja räntan. Tvärtom tror vi snarare på ytterligare sänkningar och nya inslag av okonventionell penningpolitik. Och med fortsatt ekonomisk tillväxt och bättre statsfinanser är det mycket som talar för lägre räntor i euroområdets periferi.

Omkring 30 procent av fonden är investerad i dollardenominerade statsobligationer. Det mesta, men inte allt, är med kort löptid. Trots att Federal Reserve höjde räntan med 25 punkter i december tror vi inte på högre långa statsräntor. Vi bedömer det som mer sannolikt att vi får se något lägre långräntor. Låg inflation får Fed att dra öronen åt sig. Men jämfört med ECB:s politik kommer Feds att framstå som stramare, vilket troligen kommer att stärka dollarn. Vi räknar därför med att vår dollarexponering ska ge både obligations- och valutakursvinster.



## SKAGEN Credit SEK

De bästa obligationerna från den globala fruktträdgården

- › Dålig avkastning på grund av råvaruprisfall och strukturella problem i Kina och Brasilien.
- › Obligationer attraktivt prissatta i slutet av 2015.
- › Vi räknar med större skillnader i utveckling mellan enskilda företag under 2016.

1	2	RISK	4	5	6	7
Startdatum	30 maj 2014					
Avkastning 2015	-3,28%					
OMRX-TBILL 2015	-0,27%					
Avkastning sedan start	-5,72%					
Genomsnittlig avkastning per år	-3,64%					
Förvaltningskapital	20 milj SEK					
Antal fondsparare	62					



### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand och Tomas Nordbø Middelthon

*Æbletræer, 1907. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).*

# Tufft år för företagsobligationer

2015 var det första året sedan finanskrisåret 2008 som den globala marknaden för företagsobligationer gav negativ avkastning. Hur kom det sig?

### Problem i Kina och Brasilien

Både kreditmarknaden och SKAGEN Credit hade medvind under första halvåret 2015. Året inleddes med att oron kring Rysslands annektering av Krim dämpades något. De europeiska marknaderna, inbegripet den ryska, reagerade positivt på nedtrappningen av konflikten. Stämningen stärktes även av att den grekiska statsskuldskrisen löstes under sommaren. Till årets bästa bidragsgivare i SKAGEN Credit hörde ryska Vimpelcom och Gazprom samt grekiska Frigoglass.

Den andra hälften av året var klart sämre. Viktiga råvaror som koppar, stål, järnmalm och aluminium föll tungt i spåren av osäkra kinesiska tillväxtutsikter. Kinas ekonomiska tillväxt har tidigare medfört stora infrastrukturinvesteringar, som i sin tur har gjort landet till en storkonsument av råvaror.

De förändrade tillväxtutstikerna har därför gjort att råvarurelaterade företag straffats hårt av marknaden. Och SKAGEN Credits investeringar i företag med koppling till råvaror, såsom gruvaktören Glencore, råvaruhandelsföretaget Noble Group och oljeserviceföretaget Seadrill, hade negativ inverkan under 2015.

Under hösten sänktes Brasiliens kreditbetyg från investment grade till high yield i kölvattnet av råvaruprisrasen och flera år av ekonomisk försämring i landet. Som en följd har även brasilianska företag utan någon direkt koppling till staten automatiskt nedgraderats. Många företag som går med vinst och som betalar sina skulder har alltså fått se priserna på sina obligationer falla på grund av landets dåligt skötta ekonomi. Brasilianska portföljinslag som Cosan, JBS, Banrisul och Braskem drog därmed ned fondresultatet även om företagen själva utvecklades bra överlag.

### Utsikter för 2016

Kreditpåslaget för SKAGEN Credit har aldrig varit så stor som nu. När fonden startade sommaren 2014 var den 250 punkter (2,5 procents ränta), i början av 2015 var den 375 och i slutet av året hela 580 (5,8 procents ränta). Vad betyder då detta? Många obligationer i portföljen är desamma nu som då, men priset på dem har fallit. Det har gett negativ avkastning samtidigt som den potentiella framtida avkastningen ökat.

Bakom det ökade kreditpåslaget finns två huvudorsaker:

- Företag som har problem på intäktssidan eller stora skulder kan drabbas av betalnings-svårigheter. Därmed ökar risken för låneförhandlingar eller konkurs. Den här typen av risker prisas in på en gång, och i SKAGEN Credit finns några sådana företag, bland annat Nobel Group och Seadrill.
- Ett brett säljtryck mot impopulära obligationer leder till att kurserna faller. Dessa nedgångar är dock tillfälliga och speglar inte företagets egentliga förmåga att betala sina skulder. Vi satsar därför på impopulära och undervärderade företag och har många sådana investeringar i fonden.

Under 2016 lär vi få se tydligare skillnader mellan bra och dåliga företag. Det kommer att visa sig vilka som håller måttet eller inte. På så vis försvinner överkapaciteten på marknaden och vissa kommer ut som vinnare, andra som förlorare. Återigen gäller det alltså att investera i rätt företag. Och vi menar att våra portföljföretag har det som krävs för att stå starka under 2016.





# Förutsägbarhet A och O

2015 blev som väntat ett år med väldigt låga räntor i Sverige. Riksbanken sänkte i februari reporäntan från noll till en negativ nivå för första gången. Därefter följde ytterligare sänkningar från centralbanken och reporäntan slutade året på -0,35 procent. 2015 hade SKAGEN Krona en genomsnittlig ränta på cirka 0,15 procent. Avkastningen på 0,19 procent var således något högre än fondens effektiva ränta.

Som en följd av Riksbankens räntesättning blev också interbankräntorna negativa 2015. Det i sin tur medförde en del oklarheter på räntemarknaden. Företag och banker som lånar på räntemarknaden gör det ofta med en interbankränta som utgångspunkt och därutöver får varje aktör betala ett påslag beroende på dess kreditvärdighet. Med en negativ interbankränta och företag som endast är villiga eller vana att betala ett litet påslag så förblir den absoluta räntan i negativt territorium. Därmed uppstår det i realiteten en kostnad att låna ut pengar till flera företag. Ser man på det utifrån företagets perspektiv så är det helt naturligt – deras kreditkvalitet har inte försämrats så varför betala ett högre påslag bara för att referensräntan ändrat sig. Det som gör negativa räntor oattraktiva för många är att banker inte ger negativ absolut ränta på privatpersoners konton. Lite förenklat kan man säga att i och med bankernas noll-golv så stannar pengarna på bankkonton och lånas inte ut till företag och får hjulen att rulla. Därmed fungerar inte Riksbankens negativa ränta fullt ut.

För ett år sedan skrev vi att förvaltningen av en penningmarknadsfond kan vara problematisk med så här låg räntenivå. Den största faran var (och är fortfarande) frestelsen att öka risken för att kunna ge kunderna en positiv absolutavkastning. Hur har vi då i Krona agerat det gångna året? Vi har under stora delar av året hållit oss till korta certifikat/obligationer och endast haft en liten del i obligationer längre än tolv månader. Anledningen var helt enkelt att risken i dessa längre investeringar inte motsvarade räntan vi fick. Under hösten började dock kreditpåslaget och därmed räntan på de längre obligationerna att stiga och vi har i fonden därefter så sakteliga ökat andelen i dessa längre obligationer. Vid årets slut har Krona investerat cirka 15 procent i obligationer med förfall mellan två och tre år, vilket också är de investeringarna med längst löptid i fonden.

2016 ser i skrivande stund ut att bli ännu ett år med låga räntor. Riksbankens negativa repo-ränta kommer säkerligen förbli under noll även 2016. USA:s centralbank höjde visserligen sin styrränta för första gången sedan finanskrisen, men det är lite som tyder på att ECB och därmed Riksbanken kommer börja höja sina styrräntor med det första. Det som återstår av (positiv) ränta är således kreditpåslaget i räntemarknaden. Varje ändring i kreditpåslaget kommer därför påverka avkastningen och något större ändringar i avkastningen är därför naturligt att vänta. Det gör att det blivit än viktigare att hålla sig till investeringar som är av god kreditkvalitet med en hög grad av förutsägbarhet och undvika att utsätta fonden för än större risk.

## SKAGEN Krona

Tillsammans för bättre räntor

- › Obligationer med löptider längre än ett år har antligen börjat ge en ränta som kompenserar för risken.
- › Riksbankens negativa reporänta ger ringverkningar, men motarbetas av bankerna.
- › Effektiva räntan i fonden är låg, men vi undviker att öka risken för att få upp avkastningen.

RISK	2	3	4	5	6	7
Startdatum	29 juni 2007					
Avkastning 2015	0,19%					
OMRX-TBILL 2015	-0,27%					
Avkastning sedan start	20,84%					
Genomsnittlig avkastning per år	2,25%					
Förvaltningskapital	613 milj SEK					
Antal fondsparare	327					

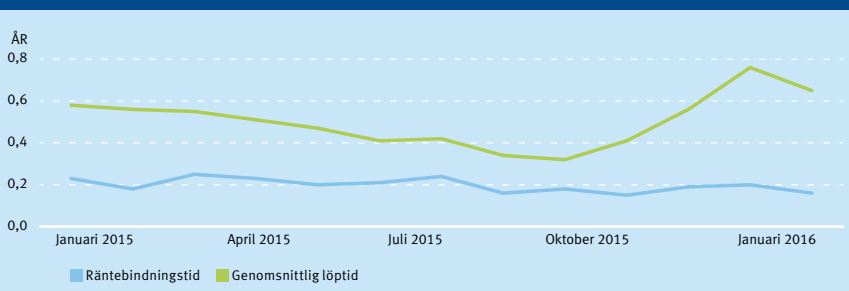


### PORTFÖLJFÖRVALTARE

Ola Sjöstrand, Elisabeth Gausel och Sondre Solvoll Bakketun

Fiskere trækker vod på Skagen Nordstrand. Sildig eftermiddag, 1883. Av Peder Severin Krøyer, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens Museum (beskuren).

### GENOMSITTIG LÖP- OCH RÄNTEBINDNINGSTID



# Avkastnings- och riskredovisning

**Avkastning** (Alla avkastningstal över 12 månader är genomsnittlig avkastning per år)

Per 31-12-2015	2015	Senaste 2 år	Senaste 3 år	Senaste 5 år	Senaste 10 år	Sedan start
SKAGEN Vekst A*	-2,0%	5,4%	8,0%	2,3%	4,4%	13,6%
MSCI Nordic/MSCI AC ex. Nordic	8,4%	14,6%	15,2%	9,6%	7,2%	9,8%
SKAGEN Global A**	5,2%	9,6%	12,6%	8,3%	7,0%	15,1%
MSCI World AC	5,1%	15,5%	17,4%	11,0%	4,9%	4,5%
SKAGEN Kon-Tiki A	-10,0%	-0,5%	2,4%	-0,2%	6,3%	13,2%
MSCI Emerging Markets****	-8,4%	4,4%	1,6%	-0,4%	4,2%	7,1%
SKAGEN m <sup>2</sup> A	-2,4%	14,5%	7,5%			7,7%
MSCI All Country World Index Real Estate IMI	6,2%	21,2%	14,3%			14,6%
SKAGEN Focus A	-16,0%					-16,0%
MSCI World AC	-7,8%					-7,8%
SKAGEN Tellus A***	-4,25%	8,21%	5,03%	4,31%		5,19%
J.P. Morgan GBI Broad Index Unhedged in EUR	4,48%	13,16%	6,66%	4,37%		4,89%
SKAGEN Credit SEK	-3,28%					-3,64%
OMRX Treasury Bill Index	-0,27%					-0,06%
SKAGEN Krona	0,19%	0,72%	1,24%	2,05%		2,25%
OMRX Treasury Bill Index	-0,27%	0,10%	0,36%	0,78%		1,27%

## Riskmått

Per 31-12-2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Tellus A	SKAGEN m <sup>2</sup> A	SKAGEN Focus A
<b>TRADITIONELLA RISKMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Standardavvikelse NAV	15,0%	12,8%	13,1%	6,6%		
Standardavvikelse jämförelseindex	14,5%	10,6%	11,9%	8,6%		
Tracking Error	5,1%	4,9%	5,9%	5,7%		
Beta	1,0	1,1	1,0	0,6		
Active Share	96%	92%	92%		93%	99%

## Riskjusterad avkastning

Per 31-12-2015	SKAGEN Kon-Tiki A	SKAGEN Global A	SKAGEN Vekst A	SKAGEN Tellus A	SKAGEN m <sup>2</sup> A	SKAGEN Focus A
<b>TRADITIONELLA PRESTATIONSMÅTT SENASTE 5 ÅR</b>						
Jensen's Alfa	0,1%	-3,6%	-6,8%	1,4%		
Sharpe aritmetisk	-0,07	0,56	0,11	0,52		
Sharpekvot jämförelseindex	-0,08	0,91	0,71	0,41		
Informationskvot aritmetisk	0,0%	-0,5%	-1,2%	0,0%		

\* Jämförelseindex före 1/1/2010 var OSEBX. Har även bytt mandat, se sid 4.

\*\* Jämförelseindex före 1/1/2010 var MSCI World Index.

\*\*\* Jämförelseindex före 1/1/2013 var Barclay's Capital Global Treasury Index 3–5 years.

\*\*\*\* Jämförelseindex före 1/1 2004 var MSCI World Index.

## ORDFÖRKLARINGAR

**Standardavvikelse** är ett mått på variationen i den årliga avkastningen. Historiskt har det varit 2/3 sannolikhet att den årliga avkastningen hamnar mellan plus minus en standardavvikelse. Sannolikheten för att avkastningen avviker mer än två standardavvikelser från förväntad avkastning har historiskt varit cirka fem procent. En hög historisk standardavvikelse betyder stora svängningar i både positiv och negativ riktning och kan antyda hög risk framöver.

**Tracking Error** (även kallat relativ volatilitet) mäter standardavvikelsen från differensavkastningen mellan fonden och referensportföljen. Lågt tracking error betyder att fonden har haft avkastning ungefär som jämförelseindex. Aktiva fonder förväntas ha högre tracking error, medan index-/passiva fonder har lågt tracking error.

**Beta** mäter samvariationen mellan fonden och jämförelseportföljen. Beta på -0,5 betyder att fonden svänger hälften så mycket som jämförelseindex och i motsatt riktning. Beta på mer än 1 betyder att fonden är mer volatil än jämförelseindex.

**Active Share** visar hur stor andel av fondportföljens värdepapper som inte ingår i jämförelseindexportföljen. Noll procent active share innebär att fonden har exakt samma innehav och samma fördelning av innehaven som jämförelseindexet. 100 procent active share innebär att inga av fondens innehav finns representerade i indexet.

**Jensens Alfa** mäter portföljens överavkastning utöver jämförelseportföljens avkastning med tanke på dess risknivå mätt som Beta. Ju högre Jensens Alfa, desto bättre. Jensens Alfa är ett mått på riskjusterad överavkastning och visar hur mycket högre avkastning fonden har uppnått än vad man borde förvänta sig i förhållande till marknadsrisken (mätt som Beta, se förklaring ovan).

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

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



## KALLELSE TILL VALMÖTE FÖR SKAGEN AS

Vi önskar SKAGEN Fonders andelsägare välkomna till valmöte på Clarion Hotel Energy Madla i Stavanger onsdagen den 9 mars 2016 kl 18.

### Agenda för mötet:

1. Val av mötesordförande och två andelsägare som justeringsmän.
2. Styrelsens årsrapport.
3. Revisionsberättelse.
4. Val av en styrelseledamot och en suppleant till SKAGEN AS styrelse.
  - Valberedningen föreslår att nuvarande styrelseledamot Per Gustav Blom omväls som andelsägarvald styrelseledamot med varaktighet till 2018.
  - Valberedningen föreslår att nuvarande styrelseledamot Aina Haug omväls som andelsägarvald suppleant med varaktighet till 2018.
5. Val till valberedningen
  - Styrelsen föreslår att Trude Marit Risnes väljs med varaktighet till 2019.
6. Inkomna frågor från andelsägarna.

### Förhandsrösta via [skagenfonder.se](http://skagenfonder.se)

Andelsägare kan enkelt rösta på Min sida genom att logga in på [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se). Det går också bra att skicka sin röstsedel till [legal@skagenfondene.no](mailto:legal@skagenfondene.no) eller SKAGEN, Postboks 160, N-4001 Stavanger. Förhandsröster ska vara SKAGEN tillhanda senast 4 mars 2016. Innehav per 4 mars kommer att vara avgörande för antalet röster. Du som har förhandsröstat behöver inte registrera dig vid ankomsten.

Vid valet justeras rösträtten så att andelsägare som äger samma värde får samma antal röster. Andelsägare kan rösta via fullmakt. Godkänd fullmaktsblankett finns på [www.skagenfondene.no](http://www.skagenfondene.no) eller kan fås av Kundservice, tel 0200-11 22 60, från utlandet +46 8 555 979 00. Kom ihåg att ta med legitimation och eventuellt registreringsbevis.

Andelsägare har rätt att få frågor som skickats in skriftligt till SKAGENs styrelse senast en vecka före stämman behandlade.

Med undantag för valen kan stämman inte fatta beslut som binder fonderna eller förvaltningsbolaget.

### Fondsamtal

Efter den formella delen av bolagsstämman kommer säljchef Pål Bergskaug att berätta om utsikterna framöver. Därefter blir det fundsamtal med flera av våra portföljförvaltare.

Mer information och anmälningsformulär finns på [www.skagenfonder.se](http://www.skagenfonder.se). Du kan också kontakta kundservice på 0200-11 22 60. Enklare förtäring serveras. Mötet är öppet för alla. Ta gärna med vänner och familjemedlemmar som vill höra mer om SKAGEN.

Med vänlig hälsning,  
SKAGEN AS styrelse

Henrik Lisæth  
Styrelseordförande

# År 2015 ur styrelsens perspektiv

2015 var ett tufft år för aktiva värdeförvaltare som SKAGEN. Ett svagt första halvår följdes av ett något bättre andra halvår, vilket sporrar oss i vårt fortsatta arbete.

## Året som gick

På senare år har allt fler investerare gått från aktiv till passiv förvaltning av fonder, så kallad indexförvaltning. Som aktiva förvaltare har vi märkt detta i form av minskat förvaltningskapital. Samtidigt har vi upprätthållit en bra kundbas. Under 2015 gav dock de flesta av våra fonder sämre avkastning åt investerarna än respektive jämförelseindex. Det finns flera förklaringar till detta, som finns att läsa i portföljförvaltarnas berättelser, men låt oss ändå nämna ett par av de viktigaste här:

- Aktiemarknaden har favoriserat starka, väletablerade och relativt sett dyra företag, främst i USA. SKAGEN har haft och har fortsatt undervikt i amerikanska företag i enlighet med vår investeringsfilosofi. SKAGEN är en värdeförvaltare medan 2015 var tillväxtaktiernas år. I slutet av året såg vi dock vissa tecken till förändring av denna trend.
- Investerarna plockade ut stora summor från de globala tillväxtmarknaderna under 2015 och det påverkade flera av SKAGENS investeringar negativt. Än är det för tidigt att säga om denna utveckling är på väg att avta och vända eller inte.

Historiskt sett har vi skapat god absolut och relativ avkastning åt våra andelsägare. Under 2015 levde vi inte upp till de förväntningarna och vi är inte nöjda med resultatet. Vi vill att våra kunder ska veta att vi nu använder oss av fjolårets motgångar för att stärka vår organisation framöver. Dessutom håller vi fast vid vårt värdefokus med inriktning på prisvärda bolag.

## Bättre arbetsrutiner

Under året har portföljteamet fokuserat på hur vi tillämpar vår investeringsfilosofi. Aktiefondernas portföljer har blivit mer koncentrerade och mer inriktade på de företag som förvaltarna menar har bäst förutsättningar att skapa överavkastning. Redan under det andra halvåret gav detta resultat. Nu ställer vi ännu högre krav på företagen vi investerar i, och vi har vässat rutinerna för hur vi värderar sannolikheten för meravkastning. Därtill har vi finjusterat processen och disciplinen för hur vi ska hantera företag som inte utvecklas i linje med den ursprungliga investeringstesen.

## Stabilt ägarskap

SKAGEN ägs av bolagets grundare och nyckelpersoner. Huvudägare är Kristoffer Stensrud, som är aktiv i företaget som portföljförvaltare, samt Tor Dagfinn Veen och Åge Westbø, som förvaltar ägarskapet genom sitt gemensamma bolag Nansen

Capital Partners. Ägarmodellen säkrar långsiktigt oberoende och intressegemenskap med kunderna som SKAGEN är byggt på.

Under 2015 ändrades också styrelsens ledning i och med att Martin Gjelsvik avgick som styrelseordförande efter drygt 17 år vid rodret, och styrelsen utökades från fem till sex ledamöter. De nya styrelsemedlemmarna Henrik Lisæth och Leiv Askvig har valts av SKAGENS aktieägare. Henrik Lisæth tar plats som ny ordförande och Anne Sophie Stensrud valdes till styrelseledamot efter tolv år som suppleant.

## Internationell närvaro

I mer än tio år har SKAGEN verkat utanför Norges gränser, och idag är över hälften av det kapital vi förvaltar placerat på utländska marknader. Arbetet med internationella kunder har gett oss viktiga insikter och nya perspektiv på hur vi kan erbjuda alla andelsägare bättre service. Vi var bland de första i Norge som tog bort tecknings- och inlösenavgifterna på grund av en stark priskonkurrens i Sverige, och vi var tidiga med att införa andelsklasser till följd av strängare regler i Storbritannien och Nederländerna. Anpassningen till internationella regler kommer också i fortsättningen att vara ett viktigt inslag i vårt arbete.

## Nytt år

Som andelsägare känner du till att SKAGEN har ett begränsat antal fonder och att det är klokt att ha flera olika fonder i en sparportfölj. Om man kombinerar aktie-, obligations- och penningmarknadsfonder är man bättre rustad för marknadens svängningar, samtidigt som portföljen kan skraddarsys utifrån enskilda önskemål och riskprofil. SKAGEN siktar på att kunna erbjuda mer kompletta sparlösningar, utöver existerande fonder. Bland medarbetarna finns många mycket kompetenta rådgivare som kan hjälpa varje enskild kund att hitta den optimala sparportföljen.

Fondbranschen utvecklas hela tiden, inte minst tekniskt och regleringsmässigt. Under 2015 lanserade vi nya webbsidor och vi håller nu på att införa nya handelslösningar på alla marknader där vi är verksamma. Syftet är att ge kunderna en tydligare överblick och erbjuda konkurrenskraftiga lösningar.

En spännande utveckling det senaste året är det växande intresset för blandfonder. Tillsammans med så kallade faktorfonder och flertillgångsfonder tillhör blandfonderna de sparfonder som ökade mest i Europa förra året.

Att verka på internationella marknader innebär också att vi måste följa de regleringskrav som gäller i olika länder. Under 2016 lanseras en gemensam rapporteringsstandard (Common

Reporting Standard) som baseras på OECD:s globala riktlinjer för utbyte av skatteinformation mellan olika länder. För dig som andelsägare betyder det att du måste fylla i relevanta upplysningar när du köper andelar.

### Ansvarsfulla investeringar

Ända från början har vi kommunicerat öppet och ärligt om våra investeringar. I en globaliserad värld känns det allt mer angeläget att tillhandahålla information som visar att våra investeringar är hållbara och följer principer för ansvarsfulla investeringar. Ansvarsfrågor är en viktig del i vår interna investeringsprocess och vi beaktar alltid noga hållbarhetsaspekterna i varje företag. Det gör vi på samma sätt som när vi värderar ett företags nyckeltal eftersom hållbarhetsfrågor kan påverka både risk och avkastning. I syfte att underlätta denna utvärdering har vi upprättat riktlinjer för miljö- och samhällsansvar samt bolagsstyrning (Environme-

ntal, Social and Corporate Governance, ESG) som finns på vår webbplats.

### Kunden i centrum

En av SKAGENS kärnvärden är att vara annorlunda, något vi har värnat om sedan starten 1993. Det är också helt självklart för oss att lyssna på våra kunder i vår strävan att leverera en så bra riskjusterad avkastning som möjligt. Våra kunder är kravställare för SKAGENS utveckling och vi sätter stort värde på dialogen med dem, både i form av verkliga möten och digitalt. Under 2016 ägnar vi ännu mer tid åt att analysera kundernas beteende för att bli ännu bättre på att tillgodose deras behov.

SKAGEN är inte bättre än människorna som jobbar här. Och vi går nu in för att förbättra vårt talangutvecklingsprogram för anställda så att vi även framöver kan uppnå bästa möjliga riskjusterade avkastning, service och kommunikation till våra kunder.

## ÄGARSTRUKTUR

### SKAGEN AS ägs av:

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%
Övriga	10,42%

## STYRELSENS ANDELAR I SKAGENS FONDER

Namn	Antal andelar	Funktion
Henrik Lisæth	0	Styrelseordförande, aktieägarvald
Leiv Askvig	0	Aktieägarvald styrelseledamot
Åge K. Westbø	1 185 806	Aktieägarvald styrelseledamot
Anne Sophie K. Stensrud	191 708	Aktieägarvald styrelseledamot
Simen Vier Simensen	0	Aktieägarvald suppleant
Jesper Rangvid	224	Aktieägarvald suppleant
Per Gustav Blom	32 522	Andelsägarvald styrelseledamot
Martin Petersson	6 009	Andelsägarvald styrelseledamot
Aina Haug	226	Andelsägarvald suppleant

## VALBEREDNING

Valberedningen består av Barbro Johansson (ordförande), Per Olof Höglund och Terje Vareberg.

Valberedningens uppgift är att föreslå kandidater till andelsägarvalda styrelseledamöter.



Foto: SOS Barnbyar

# Målinriktad insats för socialt ansvar

I SKAGEN har vi under många år arbetat med socialt ansvarstagande (CSR) och sponsring av olika välgörenhetsorganisationer, med särskild inriktning på Kolibri, Läkare utan gränser och SOS Barnbyar. Från 2016 har vi valt att koncentrera oss på en enda organisation. Detta innebär att vi breddar och ökar samarbetet med SOS Barnbyar och vid slutet av året slutar sponsra Läkare utan Gränser och Kolibri.

Genom att fokusera insatserna vill vi i samarbete med SOS Barnbyar använda sponsorskapets fulla potential. Vi vill uppnå större aktivering i form av fler gemensamma aktiviteter och exponering av SOS Barnbyars goda och omsorgsfulla arbete för miljontals barn runt om i världen.

## Skandinaviskt avtal

SKAGEN har valt att sluta ett skandinaviskt avtal med SOS Barnbyar med global påverkan, till skillnad från de tidigare lokala avtalen med olika organisationer. På så sätt kan vi få en enhetlig profil tvärs över våra marknader.

Mer specifikt är vi huvudpartner i Norge, fadderföretag i Sverige och samhällspartner i Danmark. De övriga marknaderna hänvisar till det skandinaviska avtalet.

## Varför SOS Barnbyar?

Vi har valt SOS Barnbyar eftersom organisationen är välkänd, har gott renommé och står för starka värderingar som matchar SKAGENs. De har dessutom funnits i mer än 60 år och är representerade i 134 länder.

Förutom att ta hand om barn i barnbyarna, gör de en stor insats genom förebyggande arbete med familjeprogram, där de erbjuder stöd och hjälp till utsatta familjer. Utöver detta inrättar de vårdcentraler och skolor som är öppna för alla och på så sätt kommer hela lokalsamhället till godo.

Sammantaget har de en beprövad affärsmodell som lyckats – i form av fungerande och välutbildade unga, som ibland återvänder till sina lokalsamhällen efter utbildningen för att bidra med sina kunskaper. En positiv spiral med långtgående konsekvenser.

## Projektet som SKAGEN stöder

Det konkreta projekt som SKAGEN har valt att stödja är en skola i en SOS-barnby i centrala Viet Tri, huvudstaden i Phu Tho-provinsen i Vietnam. Staden ligger 80 km nordväst om Hanoi och har cirka 260 000 invånare. Trots många regeringsinitiativ lever stora delar av befolkningen i fattigdom. Många familjer har svårt att tillgodose grundläggande behov som mat, och utbildning är för många ett avlägset begrepp.

SOS Barnbyar fungerar som ett kärleksfullt hem för cirka 150 barn, och som en del av utbudet i SOS-barnbyprogrammet finns SOS Hermann Gmeiner-skolan (Hermann Gmeiner är SOS Barnbyars grundare), som SKAGEN stöder. Medlen går till material, böcker, utbildning av behöriga lärare, lärarlöner, drifts- och underhållskostnader. Skolan har upp till 1 250 barn i åldrarna ett till tolv år. Skolbarnen får minst en näringsrik måltid om dagen. De flesta barn klarar sig bra i skolan, och ökar på så sätt sina chanser att ta sig vidare med ytterligare utbildning, arbete och vidare möjligheten att försörja sig själva och sina anhöriga.

För SKAGEN är det här en investering i utbildning och därmed i framtiden. Genoms sponsringen får barnen kunskaper och färdigheter genom utbildning. Denna ändrar inte bara barnets framtidsutsikter utan bidrar också till att bygga gemenskap och skapa en hållbar utveckling i den värld vi alla är en del av. Det är socialt ansvar som lämnar varaktiga spår.



## Ökat fokus på hållbarhet

Under 2015 och som en del av vårt långsiktiga åtagande att stödja FN:s Principer för ansvarsfulla investeringar (UNPRI), har vi stakat ut kursen för en ny och förbättrad långsiktig inriktning för vårt hållbarhetsarbete. Detta för att öka vårt fokus på miljö, socialt ansvar och bolagsstyrning (ESG).

Vi har under året uppdaterat våra etiska riktlinjer och policy för röstning och sammanställt dem i en övergripande styrelsegodkänd policy för ansvarsfulla investeringar. Policyn finns på vår webbplats, och täcker alla fonder och tillgångsslag i SKAGEN.

På SKAGEN tror vi att investeringar i hållbara företag lönar sig i längden. Sedan 2002 har vi inriktat oss på att integrera ESG i investeringsprocessen för att fatta mer välinformerade investeringsbeslut. Alla investeringar screenas och utvärderas mot vår uppdaterade policy och deras hållbarhet granskas.

### Röstning

Under 2015 har SKAGEN tagit en ännu mer aktiv roll än tidigare i ESG-frågor. Under året var det 232 bolagsstämmor med omröstningar, med 2359 röstbara punkter, och SKAGEN röstade vid 86 procent av dessa möten. Där vi röstade var 7,6 procent av fallen mot bolagets ledning på en eller flera punkter på dagordningen. Att vi röstade vid 86 procent av bolagsstämmorna innebär en ökning med 15 procentenheter jämfört med året innan, och är i linje med vårt ökade ESG-fokus.

Kategori	Nummer	Procent
Antal stämmor med omröstningar	232	
Antal stämmor vi röstat på	200	86%
Antal stämmor med minst en röst emot, avstått eller hållit tillbaka	69	30%
Antal röstbara punkter	2 359	
Antal röster emot ledningens rekommendation	156	7,6%

Typiskt sett har SKAGEN röstat emot förslag om nyemission utan företrädesrätt för befintliga aktieägare, om överdriven ersättning till ledningen utan koppling till resultat, val av styrelseledamöter som inte anses tillräckligt oberoende och transaktioner med närstående företag.

Information om våra röstningar finns på vår webbplats.

### Engagemang

Under året har vi också engagerat oss i våra portföljföretag. Våra portföljförvaltare talar regelbundet med ledningen i de företag vi investerat i. När det gäller ESG, räknar vi de gånger vi har haft direktkontakt om en specifik fråga – stor som liten.

Under 2015 engagerade sig SKAGEN i totalt 18 företagsfrågor av olika slag och storlek. Den största frågan under året var med det Storbritannien-baserade säkerhetsföretaget G4S för att driva på förbättringar och öka transparensen i deras agerande mot bakgrund av kontroverser under det senaste decenniet. Baserat på vårt engagemang med G4S är det vår uppfattning att bolaget tar frågorna på allvar och försöker förbättra sig. Arbetet med G4S pågår fortfarande i början av 2016.

Förbättringar av genomförandet av vår ESG-policy och FN:s Principer för ansvarsfulla investeringar (UNPRI), är ett pågående arbete på SKAGEN och nya frågor kan uppstå och förbättringar i processer upptäckas. Vi har tagit ett stort steg under 2015 och fokuserar på ytterligare förbättringar i år.

# Styrelsens rapport för SKAGENs fonder 2015

SKAGEN AS (SKAGEN) förvaltade vid utgången av 2015 ett samlat kapital på cirka 100 miljarder norska kronor fördelat på fem aktiefonder, sex räntefonder, en kombinationsfond samt speglingsfonder och matarfonder. Inga förändringar av fondernas mandat gjordes under 2015. Avkastningen för respektive fond/andelsklass under 2015 framgår av tabellen nedan.

## SKAGENs aktiefonder 2015

Vid utgången av 2015 förvaldade SKAGEN aktiefonderna SKAGEN Vekst, SKAGEN Global, SKAGEN Kon-Tiki, SKAGEN m2 och SKAGEN Focus. Vår största aktiefond, SKAGEN Global, hade vid årets slut ett förvalt kapital på cirka 45 miljarder norska kronor (inklusive speglingsfonder). Styrelsen anser att SKAGEN Global levererade en tillfredsställande avkastning under året. Övriga aktiefonder nådde däremot inte upp till målet. Det berodde delvis på en relativt låg exponering mot den amerikanska dollarn, som stärktes under 2015, delvis på SKAGENs exponering mot tillväxtmarknader, vilka över lag gick svagt under perioden (läs mer under marknadsrisk). Här vägde Brasilien och Turkiet särskilt tungt.

SKAGENs investeringsprocess sågs över under 2015 för att identifiera möjliga förbättringar och resultatet av det arbetet väntas visa sig framöver. Därför var det glädjande att SKAGEN Kon-Tiki och SKAGEN Global gav bättre relativ avkastning under årets andra hälft.

Under året lanserade SKAGEN en ny aktiefond: SKAGEN Focus. Vid årsskiftet hade den nya fonden ett förvalt kapital på runt en miljard norska kronor. En annan nyhet under året var att institutionella andelsklasser infördes i våra aktiefonder och en av våra obligationsfonder.

## SKAGENs räntefonder 2015

Vid utgången av året förvaldade SKAGEN penningmarknadsfonderna SKAGEN Høyrente, SKAGEN Høyrente Institusjon och SKAGEN Krona samt obligationsfonderna SKAGEN Avkastning, SKAGEN Tellus och SKAGEN Credit. Den sistnämnda är en så kallad mottagar-/matarfond och består

av ett antal självständiga fonder som är kopplade till varandra. Styrelsen är nöjd med att SKAGENs penningmarknadsfonder fortsätter att ge god relativ avkastning. Obligationsfonderna hade däremot en svagare utveckling, även det på grund av en relativt hög tillväxtmarknadsexponering.

## Utsikter inför 2016

Den globala BNP-tillväxten väntas ligga kvar på 3–4 procent under 2016 och räntorna tros bli fortsatt låga. De största utmaningarna därutöver behandlas i avsnittet om marknadsrisk. Styrelsens bedömning är att 2016 kan bli ett förhållandevis bra investeringsår, men det bör noteras att alla prognoser för framtida utveckling präglas av ett betydande mått av osäkerhet.

## Riskkontroll i SKAGENs fonder

SKAGEN övervakar och mäter risken i fonderna i enlighet med norska lagar och bestämmelser. Alla fonderna har en riskprofil som godkänts av styrelsen och som revideras minst en gång om året. Styrelsen och den verkställande direktören tar regelbundet emot riskrapporter som utarbetats av företagets oberoende enhet för riskkontroll. Dessa belyser relevanta riskfaktorer, däribland marknadsrisk, kreditrisk, likviditetsrisk, operativ risk, ryktesrisk och juridisk risk. Riskerna kontrolleras således utifrån en helhetssyn.

Alla SKAGENs fonder hade i fjol en värdeutveckling som låg inom ramarna för normala årliga svängningar och respektive riskprofil. Den förväntade avkastningen över tid är högst för aktiefonderna, något lägre för obligationsfonderna och lägst för penningmarknadsfonderna. Aktiefonden SKAGEN m<sup>2</sup> förväntas över tid ge en

## AVKASTNING 2015

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

\* Avkastning sedan start 26.05.2015

\*\* Avkastning i SEK

\*\*\* Avkastning i EUR





*Henrik Lisæth*  
Styrelseordförande



*Åge Westbø*  
Aktieägarvald styrelseledamot



*Anne Sophie K. Stensrud*  
Aktieägarvald styrelseledamot



*Leiv Askvig*  
Aktieägarvald styrelseledamot



*Simen Vier Simensen*  
Aktieägarvald suppleant



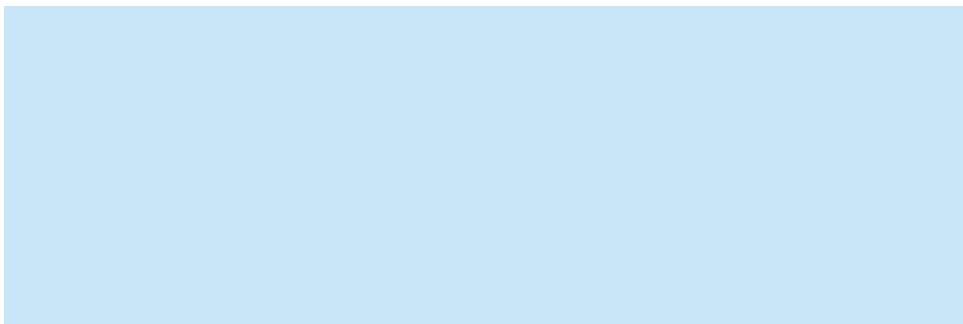
*Jesper Rangvid*  
Aktieägarvald suppleant



*Per Gustav Blom*  
Andelsägarvald styrelseledamot



*Martin Petersson*  
Andelsägarvald styrelseledamot



*Aina Haug*  
Andelsägarvald suppleant

avkastning som ligger mellan övriga aktiefonder och obligationsfonder.

### Marknadsrisk

Värdet på våra värdepappersfonder förändras dagligen till följd av bransch- och företagsspecifika omständigheter, valutakursförändringar, räntenivåer och allmänna konjunkturer. Dessa faktorer kallas marknadsrisk. Ökade politiska risker och diskussioner om förändringar i handelsavtal, klimatavtal och säkerhetsåtgärder i den globala kampen mot terrorismen skapar ett större behov av att laborera med olika scenarier och snabbt kunna anpassa sig. SKAGEN måste ha beredskap för flera olika tänkbara utfall. Den samlade risken i våra portföljer beror främst på gemensamma faktorer som den generella utvecklingen för marknader och valutor, där i synnerhet valutarisken har fått större betydelse under det gångna året. För vissa företag i våra fonder finns även företagsspecifika risker, men dessa

begränsas i hög grad genom att SKAGEN sprider investeringarna mellan företag med olika verksamhetsområden och i olika regioner. Vi kan konstatera att enskilda aktiers eller obligationers bidrag till risken oftast är i nivå med deras vikt i portföljen.

Under 2016 räknar styrelsen med att volatiliteten kommer att förbli hög till följd av politisk oro och strukturella problem på stora marknader som Brasilien och Kina. Företag på tillväxtmarknaderna förväntas fortsätta leverera sämre resultat än för några år sedan, trots att risken är minst lika hög som tidigare. Riskbilden upprätthålls av en rad faktorer, till exempel trögheten i reformer och marknadsförbättringar på just tillväxtmarknaderna, den avmattning i Kina som redan noterats och väntas hålla i sig, det låga och ostadiga oljepriset samt växande farhågor om ny oro på finansmarknaderna, och/eller till följd av centralbanksåtgärder eller av sänkta kreditbetyg för tillväxtmarknader.

Samtidigt har tillväxtmarknaderna å andra sidan större utsikter till kursuppgångar eftersom vinsterna väntas bli högre där. Tillväxtmarknaderna brukar också ha ganska god motståndskraft mot problem som drabbar Europa och USA. Greklands skuldproblematik och andra svårigheter som Europa tampats med sedan finanskrisen väntas, precis som flyktingströmmen från Syrien, slå hårdare mot de europeiska marknaderna än mot tillväxtländerna.

Risken för fondvärdet mätt i norska kronor steg under 2015, främst till följd av högre valutarisk. Till viss del berodde ökningen på andra marknadsfaktorer som beskrivits ovan och förutser att risken stiger ytterligare under 2016.

När det gäller våra räntefonder räknar vi med högre volatilitet för kreditspreadarna eftersom svängningarna kan förväntas öka när låga räntor ger varierande likviditet. Vi förväntar oss även att en del investerare kommer att flytta

kapital mellom stats- og foretaksobligasjoner samt mellom l nder og regioner i takt med at renter og foretak utvekkles ulike. Dessa omallokeringar kan f rs mra likviditeten f r foretaksobligasjoner i visse sektorer. De store kredittv rderingsinstituten r kner ogs  med fler betalningsinst lleser i alle regioner, men i synnerhet i Latinamerika.

### Kreditrisk

R ntefondernas investeringar baseras p  bed mninger av kredittv rdigheten hos respektive utgiver liksom av økonomiske, makropolitiska og institusjonelle f rh llanden i det land der obligasjonen ges ut. Kreditrisken reduseras genom krav b de p  h g kredittv rdighet og p  typ av utgiver. Motpartsrisiker begrenses gjennom at man efterstr ver leverans mot betaling samt gjennom kontroll av m klarmotparternas kredittv rdighet, kredittiskpremie og r kenskaper.

### Likviditetsrisk

Aktiefondernas likviditetsrisk begrenses gjennom  vervakning av redovisade omsatta volymer, ett omfattende n t-

verk av motparter samt m glichheten at handla direkt med motparter utanf r marknaden. Dessutom har fonderna en viss andel kontanter. Risken f r kraftige likviditetsf rs mringer testas og bed ms sedan i luset av historiske data f r st rste observerade og f rv ntede inl sen av andelar under ulike tidsperioder.

### Operativ risk

SKAGEN str ver efter at det ska finnas en god riskkultur i verksamheten, der ansvaret f r riskkontroll og riskmedvetenhet ligger i linjen, hos de som  r ansvarige f r en viss arbeidsoppgift. Operativ risk kontrolleras blant annet gjennom at handelsregister oppdateras og l rdomar dras av dessa. Tv  g nger om  ret gjennomf r foretagets kontrollfunksjon en internkontrollprosess tillsammans med ansvarige chefer f r alle ulike arbeidsomr den der  nskade hendelser utv rderas. Riskerna bed ms ogs  fortl pende p   vergripande niv  av verkst llende direkt ren og behovet av nye  tg rder eller  ndrede interne rutiner  verv gs. Kontrollfunksjonen diskuterer  ven med internrevisoren og redovisar gjennomg ngen av den interne kontrollen

f r styrelsen.  rligen gjennomf rs flere internkontrollprosjekt efter godk nnende f r  styrelsen. Dessa syftar till at effektivisere driften og vidta m linriktede  tg rder f r at minske den operativa risiken. Extern revisor g r en  rlig finansiell kontroll og l mnar sin bestyrkerberapport enligt standarden ISAE 3402.

### F rs lning av fondandelar

N gra av aktiefonderna har notert betydende f rs lninger under 2015. Dette har dock inte skapat n gra likviditetsproblemer, utan f rs lningarna har hanterats enligt rutinerne.  ver lag var fondernas likviditet b ttre vid  rets slut  n vid dess b rjan.

### Administrative f rh llanden

Fonderna har inga anst llte. Verksamheten orsaker inga milj f roreninger. Alle fonderna f rvaltas av SKAGEN, som har sitt s te i Stavanger. Alle fonderna har Handelsbanken som f rvaringsinstitusjon.

### Fortsatt drift

Styrelsen bekr fter at f ruts tning finns f r fortsatt drift av fonderna og f rvaltningsbolaget.

## F rslag till f rdelning av fondernas  verskott

RESULTATRÄKNING 2015 (I TUSENTAL NOK)	SKAGEN VEKST 2015	SKAGEN GLOBAL 2015	SKAGEN KON-TIKI 2015	SKAGEN m <sup>2*</sup> 2015	SKAGEN FOCUS 26.05-31.12 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
<b>Som disponeras</b>								
�verf�rt till/från reserver	595 588	5 212 754	42 175	48 297	-27 818	17 691	-61 061	-52 638
Avsatt till utdelning till andelsägarna	-	-	-	-	-	-	114 411	68 328
Nettoutdelning till andelsägarna under året	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUMMA</b>	<b>595 588</b>	<b>5 212 754</b>	<b>42 175</b>	<b>48 297</b>	<b>-27 818</b>	<b>17 691</b>	<b>53 350</b>	<b>15 689</b>

RESULTATRÄKNING 2015 (I TUSENTAL NOK)	SKAGEN HØYRENTE 2015	SKAGEN HØYRENTE INSTITUSJON 2015	SKAGEN KRONA (1 000 SEK) 2015	SKAGEN CREDIT 2015	SKAGEN CREDIT NOK 2015	SKAGEN CREDIT SEK (1 000 SEK) 2015	SKAGEN CREDIT EUR (1 000 EUR) 2015
ÅRSRESULTAT	32 240	10 527	1 083	18 665	-3 667	-708	-180,1
<b>Som disponeras</b>							
�verf�rt till/från reserver	-21 674	1 069	1 083	2 283	-3 667	-1 065	-349,2
Avsatt till utdelning till andelsägarna	53 914	9 458	-	16 381	-	-	169,1
Nettoutdelning till andelsägarna under året	-	-	-	-	-	357	-
<b>SUMMA</b>	<b>32 240</b>	<b>10 527</b>	<b>1 083</b>	<b>18 665</b>	<b>-3 667</b>	<b>-708</b>	<b>-180,1</b>

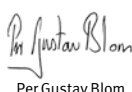
Styrelsen f r SKAGEN AS, Stavanger, den 10 februar 2016



Henrik Lis eth



Leiv Askv g



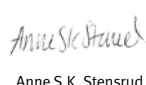
Per Gustav Blom



Martin Petersson



 ge K. Westb 



Anne S.K. Stensrud

# Årsregnskap 2015

RESULTATREGNSKAP		SKAGEN Vekst		SKAGEN Global		SKAGEN Kon-Tiki		SKAGEN m²		SKAGEN Focus
(angitt i hele tusen kroner)		2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	26.05.2015 - 31.12.2015
	Noter									
<b>Porteføljinntekter og -kostnader</b>										
Renteinntekter/-kostnader		-1 642	3 412	-20 253	4 688	-44 055	-11 631	847	939	234
Aksejuttbytte		177 934	178 274	759 302	1 046 550	1 249 620	1 009 933	49 062	19 261	6 943
Gevinst/tap ved realisasjon		757 060	1 591 972	6 535 553	4 466 021	3 937 582	3 530 101	95 424	-18 383	12 406
Endring urealiserte kursgevinster/tap	7	-283 834	-514 656	-1 924 864	658 868	-4 506 367	1 090 280	-83 975	194 870	-44 522
Garanti provisjon		-	-	-	1 101	-	-	-	-	-
Kurtasje		-7 162	-7 576	-74 573	-52 862	-44 335	-47 563	-1 778	-1 020	-1 628
Valutagevinst/tap		43 326	88 509	398 870	682 795	218 342	426 444	5 608	2 826	2 837
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>		<b>685 682</b>	<b>1 339 935</b>	<b>5 674 035</b>	<b>6 807 161</b>	<b>810 787</b>	<b>5 997 562</b>	<b>65 187</b>	<b>198 493</b>	<b>-23 730</b>
<b>Forvaltningsinntekter og -kostnader</b>										
Forvaltningshonorar fast	8	-81 807	-84 323	-360 499	-450 245	-783 647	-1 008 148	-17 861	-8 442	-7 201
Forvaltningshonorar variabelt	8	-11 750	-76 246	-370	-	130 520	463 770	8 863	2 193	5 617
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>		<b>-93 557</b>	<b>-160 570</b>	<b>-360 869</b>	<b>-450 245</b>	<b>-653 127</b>	<b>-544 378</b>	<b>-8 997</b>	<b>-6 249</b>	<b>-1 584</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>		<b>592 125</b>	<b>1 179 366</b>	<b>5 313 165</b>	<b>6 356 916</b>	<b>157 660</b>	<b>5 453 184</b>	<b>56 190</b>	<b>192 244</b>	<b>-25 314</b>
Skattekostnad	10	3 464	-6 543	-100 411	-182 000	-115 485	-99 307	-7 893	-7 715	-2 504
<b>ÅRSRESULTAT</b>		<b>595 588</b>	<b>1 172 823</b>	<b>5 212 754</b>	<b>6 174 916</b>	<b>42 175</b>	<b>5 353 876</b>	<b>48 297</b>	<b>184 529</b>	<b>-27 818</b>
<b>Som disponeres</b>										
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	595 588	1 172 823	5 212 754	6 174 916	42 175	5 353 876	48 297	184 529	-27 818
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM</b>		<b>595 588</b>	<b>1 172 823</b>	<b>5 212 754</b>	<b>6 174 916</b>	<b>42 175</b>	<b>5 353 876</b>	<b>48 297</b>	<b>184 529</b>	<b>-27 818</b>
<b>BALANSE</b>										
		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
<b>Eiendeler</b>										
Norske verdipapirer til kostpris	3,7	1 404 369	1 777 193	-	652 468	1 389 093	1 397 187	51 073	25 535	-
Utenlandske verdipapirer til kostpris	3,7	5 522 299	5 025 309	24 408 235	26 716 927	24 308 029	35 107 835	881 796	609 305	1 055 313
Urealiserte kursgevinster/tap	7	1 230 110	1 514 202	9 489 191	11 416 598	9 684 462	14 191 065	66 993	150 971	-44 522
Opptjente renter verdipapir	7	-	-	-	216	-	-	128	108	-
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>		<b>8 156 778</b>	<b>8 316 704</b>	<b>33 897 425</b>	<b>38 786 209</b>	<b>35 381 584</b>	<b>50 696 087</b>	<b>999 990</b>	<b>785 918</b>	<b>1 010 791</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte		19 940	18 510	69 029	81 277	224 073	183 062	1 787	1 754	3 158
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>		<b>19 940</b>	<b>18 510</b>	<b>69 029</b>	<b>81 277</b>	<b>224 073</b>	<b>183 062</b>	<b>1 787</b>	<b>1 754</b>	<b>3 158</b>
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere	10	10	16 446	240 021	45 555	11 175	53 598	13 053	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		4	4	18	17	52	211 632	4 852	4	2 382
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		5 961	2 280	42 813	38 213	29 206	4 530	1 077	653	-
Andre fordringer		-	-	705	-	-	-	769	294	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>		<b>5 974</b>	<b>18 730</b>	<b>283 556</b>	<b>83 785</b>	<b>40 433</b>	<b>269 761</b>	<b>19 751</b>	<b>951</b>	<b>2 382</b>
Bankinnskudd	11	37 228	386 083	1 429 076	659 001	618 335	613 624	12 668	77 592	27 641
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>8 219 921</b>	<b>8 740 027</b>	<b>35 679 086</b>	<b>39 610 272</b>	<b>36 264 425</b>	<b>51 762 534</b>	<b>1 034 196</b>	<b>866 216</b>	<b>1 043 971</b>
<b>Egenkapital</b>										
Andelskapital til pålydende	9	411 969	467 604	2 427 276	3 103 280	5 269 900	7 458 488	661 261	580 240	1 080 198
Overkurs	9	4 082 398	4 190 110	19 475 362	22 724 548	25 743 393	31 493 522	235 702	103 871	-22 972
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>4 494 366</b>	<b>4 657 714</b>	<b>21 902 638</b>	<b>25 827 828</b>	<b>31 013 293</b>	<b>38 952 010</b>	<b>896 963</b>	<b>684 111</b>	<b>1 057 226</b>
Opptjent egenkapital	9	3 688 791	3 981 864	13 651 911	13 550 032	5 176 404	12 774 021	125 036	153 014	-15 401
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM EGENKAPITAL</b>		<b>8 183 157</b>	<b>8 639 578</b>	<b>35 554 550</b>	<b>39 377 859</b>	<b>36 189 697</b>	<b>51 726 031</b>	<b>1 021 999</b>	<b>837 125</b>	<b>1 041 825</b>
<b>Gjeld</b>										
Utsatt skatt	10	-	-	-	1 134	-	-	668	1 840	-
Skyldig til meglere		-	-	558	9 786	-	4 462	742	23 968	-
Skyldig til forvaltningsselskapet		31 798	97 242	87 337	107 551	39 017	-	-	400	-
Annen gjeld	10	4 965	3 208	36 642	113 941	35 711	32 041	10 787	2 882	2 146
<b>SUM ANNEN GJELD</b>		<b>36 763</b>	<b>100 450</b>	<b>124 537</b>	<b>232 412</b>	<b>74 728</b>	<b>36 503</b>	<b>12 197</b>	<b>29 091</b>	<b>2 146</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>8 219 921</b>	<b>8 740 027</b>	<b>35 679 086</b>	<b>39 610 272</b>	<b>36 264 425</b>	<b>51 762 534</b>	<b>1 034 196</b>	<b>866 216</b>	<b>1 043 971</b>

Styret for SKAGEN AS, Stavanger 10. februar 2016

Henrik Lisæth

Åge K. Westbø

Anne S.K. Stensrud

Leiv Askvig

Martin Pettersson

Per Gustav Blom

# RÅKENSKAPER

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
<b>Porteføljeginntekter og -kostnader</b>												
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	-	-	-	-	-	-
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>			<b>63 053</b>	<b>187 137</b>	<b>24 913</b>	<b>75 439</b>	<b>39 904</b>	<b>84 703</b>	<b>11 692</b>	<b>26 498</b>	<b>1 934</b>	<b>10 861</b>
<b>Forvaltningsinntekter og -kostnader</b>												
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		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>			<b>-9 702</b>	<b>-5 717</b>	<b>-9 224</b>	<b>-7 447</b>	<b>-7 664</b>	<b>-8 489</b>	<b>-1 165</b>	<b>-1 594</b>	<b>-852</b>	<b>-1 479</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>			<b>53 350</b>	<b>181 420</b>	<b>15 689</b>	<b>67 991</b>	<b>32 240</b>	<b>76 214</b>	<b>10 527</b>	<b>24 904</b>	<b>1 083</b>	<b>9 382</b>
Skattekostnad	10		-	-450	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>ÅRSRESULTAT</b>			<b>53 350</b>	<b>180 969</b>	<b>15 689</b>	<b>67 991</b>	<b>32 240</b>	<b>76 214</b>	<b>10 527</b>	<b>24 904</b>	<b>1 083</b>	<b>9 382</b>
<b>Som disponeres</b>												
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
<b>SUM</b>			<b>53 350</b>	<b>180 969</b>	<b>15 689</b>	<b>67 991</b>	<b>32 240</b>	<b>76 214</b>	<b>10 527</b>	<b>24 904</b>	<b>1 083</b>	<b>9 382</b>
<b>BALANSE</b>												
			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
<b>Eiendeler</b>												
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
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>			<b>1 285 388</b>	<b>1 112 954</b>	<b>1 549 869</b>	<b>1 312 915</b>	<b>2 262 163</b>	<b>2 373 282</b>	<b>402 526</b>	<b>355 845</b>	<b>500 379</b>	<b>621 895</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>			<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	10		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Til gode fra meglere			-	-	-	-	-	-	-	66 953	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet			5	4	3	2	-	-	-	-	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte			-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer			-	-	-	-	951	-	-	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>			<b>5</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>951</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>66 953</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Bankinnskudd	11		10 503	34 871	130 698	434 828	642 182	966 763	186 931	409 271	113 072	12 916
<b>SUM EIENDELER</b>			<b>1 295 895</b>	<b>1 147 830</b>	<b>1 680 570</b>	<b>1 747 745</b>	<b>2 905 297</b>	<b>3 340 045</b>	<b>589 457</b>	<b>832 069</b>	<b>613 452</b>	<b>634 811</b>
<b>Egenkapital</b>												
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
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>			<b>1 186 085</b>	<b>998 147</b>	<b>1 632 116</b>	<b>1 676 961</b>	<b>3 042 668</b>	<b>3 431 339</b>	<b>678 432</b>	<b>867 021</b>	<b>618 245</b>	<b>646 547</b>
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	-	-
<b>SUM EGENKAPITAL</b>			<b>1 292 032</b>	<b>1 144 512</b>	<b>1 677 557</b>	<b>1 742 772</b>	<b>2 903 367</b>	<b>3 337 296</b>	<b>589 207</b>	<b>831 742</b>	<b>612 648</b>	<b>633 478</b>
<b>Gjeld</b>												
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
<b>SUM ANNEN GJELD</b>			<b>3 864</b>	<b>3 317</b>	<b>3 013</b>	<b>4 973</b>	<b>1 930</b>	<b>2 749</b>	<b>250</b>	<b>327</b>	<b>803</b>	<b>1 333</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>			<b>1 295 895</b>	<b>1 147 830</b>	<b>1 680 570</b>	<b>1 747 745</b>	<b>2 905 297</b>	<b>3 340 045</b>	<b>589 457</b>	<b>832 069</b>	<b>613 452</b>	<b>634 811</b>

\* Angitt i hele tusen svenske kroner

Styret for SKAGENAS, 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										
<b>Porteføljeginntekter og -kostnader</b>											
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	-	-
<b>PORTEFØLJERESULTAT</b>		<b>18665</b>	<b>22306</b>	<b>-2683</b>	<b>-1515</b>	<b>-512</b>	<b>-652</b>	<b>-147,1</b>	<b>-62,0</b>	<b>18135</b>	<b>25888</b>
<b>Forvaltningsinntekter og -kostnader</b>											
Forvaltningshonorar fast	8	-	-	-984	-493	-195	-115	-33,0	-12,1	-	-
Forvaltningshonorar variabelt	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>FORVALTNINGSRESULTAT</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-984</b>	<b>-493</b>	<b>-195</b>	<b>-115</b>	<b>-33,0</b>	<b>-12,1</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>RESULTAT FØR SKATTEKOSTNAD</b>		<b>18665</b>	<b>22306</b>	<b>-3667</b>	<b>-2007</b>	<b>-708</b>	<b>-767</b>	<b>-180,1</b>	<b>-74,1</b>	<b>18135</b>	<b>25888</b>
Skattekostnad	10	-	-	-	-	-	-	-	-	-445	-780
<b>ÅRSRESULTAT</b>		<b>18665</b>	<b>22306</b>	<b>-3667</b>	<b>-2007</b>	<b>-708</b>	<b>-767</b>	<b>-180,1</b>	<b>-74,1</b>	<b>17691</b>	<b>25108</b>
<b>Som disponeres</b>											
Overført til/fra opptjent egenkapital	9	2283	14902	-3667	-2007	-1065	-767	-349,2	-74,1	17691	25108
Avsatt til utdeling til andelseierne	9	16381	7404	-	-	-	-	169,1	-	-	-
Netto utdelt til andelseierne i løpet av året	9	-	-	-	-	357	-	-	-	-	-
<b>SUM</b>		<b>18665</b>	<b>22306</b>	<b>-3667</b>	<b>-2007</b>	<b>-708</b>	<b>-767</b>	<b>-180,1</b>	<b>-74,1</b>	<b>17691</b>	<b>25108</b>
<b>BALANSE</b>											
		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
<b>Eiendeler</b>											
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	-	-	-	-	-
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE</b>		<b>208068</b>	<b>143022</b>	<b>144424</b>	<b>89094</b>	<b>18892</b>	<b>27050</b>	<b>5025,0</b>	<b>3013,7</b>	<b>328016</b>	<b>297596</b>
Tilgodehavende aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Opptjente renter bank		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM OPPTJENTE, IKKE MOTTATTE INNTEKTER</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
Utsatt skattefordel	10	-	-	-	-	-	-	-	-	220	-
Til gode fra meglere		-	-	-	191	100	-	-	-	-	-
Til gode fra forvaltningsselskapet		-	-	-	-	-	-	0,1	0,1	-	-
Tilgodehavende skatt på aksjeutbytte		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Andre fordringer		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>SUM ANDRE FORDRINGER</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>191</b>	<b>100</b>	<b>-</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>220</b>	<b>-</b>
Bankinnskudd	11	3220	4676	1637	314	121	196	47,1	15,9	2151	3555
<b>SUM EIENDELER</b>		<b>211287</b>	<b>147698</b>	<b>146061</b>	<b>89600</b>	<b>19114</b>	<b>27245</b>	<b>5072,1</b>	<b>3029,6</b>	<b>330386</b>	<b>301151</b>
<b>Egenkapital</b>											
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
<b>INNSKUTT EGENKAPITAL</b>		<b>200714</b>	<b>131633</b>	<b>147351</b>	<b>90937</b>	<b>20558</b>	<b>27464</b>	<b>5302,5</b>	<b>3096,7</b>	<b>293198</b>	<b>265347</b>
Opptjent egenkapital	9	-5798	8661	-4343	-1544	-1489	-676	-408,4	-72,8	36295	34987
Avsatt til andelseierne for reinvestering i nye andeler	9	16372	7404	-	-	-	-	169,1	-	-	-
<b>SUM EGENKAPITAL</b>		<b>211287</b>	<b>147698</b>	<b>143008</b>	<b>89393</b>	<b>19070</b>	<b>26788</b>	<b>5063,1</b>	<b>3023,9</b>	<b>329492</b>	<b>300334</b>
<b>Gjeld</b>											
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
<b>SUM ANNEN GJELD</b>		<b>-</b>	<b>-</b>	<b>3053</b>	<b>206</b>	<b>44</b>	<b>458</b>	<b>9,0</b>	<b>5,6</b>	<b>894</b>	<b>817</b>
<b>SUM GJELD OG EGENKAPITAL</b>		<b>211287</b>	<b>147698</b>	<b>146061</b>	<b>89600</b>	<b>19114</b>	<b>27245</b>	<b>5072,1</b>	<b>3029,6</b>	<b>330386</b>	<b>301151</b>

\* 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 Petersson

  
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 markedsкурser 31.12.2015.

Obligasjoner og sertifikater der det ikke eksisterer "market-maker-курser" prises til enhver tid mot gjeldende kredittspredder og yield-курve.

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 kortasje 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 selskaps-spesifikk 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 <sup>2</sup>	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 (høyvannsmærke). Andelsklasse C belastes variabelt forvaltningshonorar med 1/10 av bedre verdiutvikling i andelsverdien enn er 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
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>91 331</b>	<b>100</b>	<b>2 126</b>	<b>93 557</b>

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 andelseiere i 2015	-
Årsresultat 2015	595 588
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>8 183 157</b>

	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 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 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 andelsklassene 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:

	2014			Totalt
	Klasse A	Klasse B	Klasse C	
Forvaltningshonorar fast	6 500	17	684	7 201
Forvaltningshonorar variabelt	-5 373	-17	-227	-5 617
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>1 127</b>	<b>-0</b>	<b>457</b>	<b>1 584</b>

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>1 041 825</b>

	Klasse	31.12.15
Antall andeler	A	9 577 105
Antall andeler	B	24 875
Antall andeler	C	1 200 000
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	96,4892
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	96,6965
Basiskurs pr andel (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 utbytterne 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
<b>Sum skattepliktige inntekter</b>	<b>9 902</b>
Fast forvaltningshonorar	-7 201
Variabelt forvaltningshonorar	5 617
<b>Sum fradragsberettigede kostnader</b>	<b>-1 584</b>
<b>Netto skattepliktig inntekt</b>	<b>8 318</b>
<b>Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)</b>	<b>8 318</b>
<b>Betalbar skatt i resultatregnskapet</b>	
Betalbar skatt (A x 27 %)	2 246
Kreditfradrag for betalt kildeskatt innværende år	-449
<b>Betalbar skatt</b>	<b>1 796</b>
<b>Skattekostnad i resultatregnskapet</b>	
Betalbar skatt, ikke utlignet	1 796
Kildeskatt utbytte	708
Endring i utsatt skatt	-
<b>Sum skattekostnad</b>	<b>2 504</b>
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 variabel 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 (høyvannmerke).

Kostnadsført forvaltningshonorar fordelt på de respektive andelsklasser:

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

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>35 554 550</b>

	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		
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	A	1 464,5507	1 268,7961	1 095,2810
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	B	1 462,4149	1 266,2486	
Basiskurs pr andel (angitt i kroner)*	C	1 466,7888		
Basiskurs pr andel (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 utbytterne 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
<b>Sum skattepliktige inntekter</b>	<b>807 897</b>	<b>1 403 161</b>
Fast forvaltningshonorar	-360 499	-450 245
Variabelt forvaltningshonorar	-370	-
<b>Sum fradragsberettigede kostnader</b>	<b>-360 869</b>	<b>-450 245</b>
<b>Netto skattepliktig inntekt</b>	<b>447 028</b>	<b>952 915</b>
Underskudd til fremføring fra tidligere år	-	-
<b>Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)</b>	<b>447 028</b>	<b>952 915</b>
<b>Betalbar skatt i resultatregnskapet</b>		
Betalbar skatt (A x 27 %)	120 697	257 287
For mye/lite avsatt betalbar skatt tidligere år	30 523	-
Anvendelse av fremført kreditfradrag fra tidligere år	-44 581	-99 409
Kreditfradrag for betalt kildeskatt innværende år	-53 558	-80 945
<b>Betalbar skatt</b>	<b>53 082</b>	<b>76 933</b>
<b>Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen</b>		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	-	-4 200
Kreditfradrag til fremføring	242 096	-
<b>Sum grunnlag utsatt skatt/utsatt skattefordel (B)</b>	<b>242 096</b>	<b>-4 200</b>
<b>Netto utsatt skattefordel/utsatt skatt i balansen (B x 25%)</b>	<b>60 524</b>	<b>-1 134</b>
Netto utsatt skattefordel er ikke balanseført		
<b>Skattekostnad i resultatregnskapet</b>		
Betalbar skatt, ikke utlignet	53 082	76 933
Kildeskatt utbytte	48 463	103 934
Endring i utsatt skatt	-1 134	-1 134
<b>Sum skattekostnad</b>	<b>100 411</b>	<b>182 000</b>
Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.		

## RÅKENSKAPER

### 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 honorar prosent 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
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>455 143</b>	<b>62 236</b>	<b>10 269</b>	<b>21 574</b>	<b>103 904</b>	<b>653 127</b>

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>36 189 697</b>

	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 prandel (angitt i kroner)*	A	684,8898	693,2737	621,4137
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	689,6829	694,9191	
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	C	686,5286		
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	D	688,1148		
Basiskurs prandel (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 fradragrett 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 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 m<sup>2</sup> 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	1,5%
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
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>8 983</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8 997</b>

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>1 021 999</b>

	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 prandel (angitt i kroner)*	A	154,5390	144,2631	105,9746
Basiskurs prandel (angitt i kroner)*	B	154,7885	144,1397	
Basiskurs prandel (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 fradragrett 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.

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
<b>Sum skattepliktige inntekter</b>	<b>38 842</b>	<b>15 495</b>
Fast forvaltningshonorar	-17 861	-8 442
Variabelt forvaltningshonorar	8 863	2 193
<b>Sum fradagsberettigede kostnader</b>	<b>-8 997</b>	<b>-6 249</b>
<b>Netto skattepliktig inntekt</b>	<b>29 844</b>	<b>9 246</b>
<b>Beregningsgrunnlag betalbar skatt (A)</b>	<b>29 844</b>	<b>9 246</b>

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		
<b>Betalbar skatt</b>	<b>5 696</b>	<b>1 744</b>

Grunnlag utsatt skatt/-skattefordel i balansen		
Urealisert gevinst/tap utenfor fritaksmetoden	2 670	6 813
Underskudd til fremføring		
<b>Sum grunnlag utsatt skatt/-skattefordel (B)</b>	<b>2 670</b>	<b>6 813</b>
<b>Netto utsatt skatt/-skattefordel i balansen (B x 25 %)</b>	<b>668</b>	<b>1 840</b>

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

Skyldig betalbar skatt inngår i annen gjeld.

\* Kildeskatt på utbytter innenfor EU/EØS ble i 2012 og 2013 ført til fradrag i henhold til avsaft dom i Asker og Bærum Tingrett den 19.11.2012. Høyesterett har i ettertid slått fast at det ikke foreligger fradragrett 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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>329 492</b>

	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
<b>Sum skattepliktige inntekter</b>	<b>3 212</b>	<b>2 074</b>

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

Betalbar skatt i resultatregnskapet		
Betalbar skatt (A x 27%)	867	560
Forlite avsatt betalbar skatt tidligere år	-	-
<b>Skyldig betalbar skatt</b>	<b>867</b>	<b>560</b>

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

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

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>2 903 367</b>

	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 andelseiere 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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>589 207</b>

	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 andelseiere slik at fondet ikke kommer i skatteposisjon.

# RÅKENSKAPER

## 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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>1 677 557</b>

	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 realiserte 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 Avkastning benytter ikke valutasiokringsinstrumenter 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	-
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>612 648</b>

	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 realiserte 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.

## 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
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>8 517</b>	<b>329</b>	<b>856</b>	<b>9 702</b>

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>1 292 032</b>

	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 realiserte 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.

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
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>211 287</b>

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 fradragsberettigede 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 valutasikring.

### 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
<b>Sum forvaltningshonorar</b>	<b>28,2</b>	<b>4,8</b>	<b>33,0</b>

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 andelseierne	169
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-169
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>5 063</b>

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 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 EUR benytter ikke valutasikringsinstrumenter 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 andelseierne	-
Forventet reinvestering knyttet til avsatt utdeling	-
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>143 008</b>

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 andelseierne	-357
Gjennomført reinvestering knyttet til utdeling for siste inntektsår	357
<b>Egenkapital pr 31.12.2015</b>	<b>19 070</b>

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	Defensiv 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
KoninklijkePhilipsNV	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	Defensiv konsumvarer	352 100	240 762	EUR	143 619	-97 143	1,76 %	0,31 %	Paris
OriflameCosmeticsAG	Defensiv 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	Defensiv 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	Defensiv 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
YazicilarHoldingAS	Defensiv 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		0,00 %	0,16 %	Hong Kong
<b>Sum verdipapirportefølje<sup>1)</sup></b>			<b>6 926 668</b>		<b>8 156 778</b>	<b>1 230 110</b>	<b>99,68 %</b>		

<sup>1)</sup> 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
<b>Sum verdipapirportefølje <sup>1)</sup></b>			<b>24 408 235</b>		<b>33 897 425</b>	<b>9 489 191</b>	<b>95,38 %</b>		

<sup>1)</sup> 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.



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

Verdipapir	Sektor <sup>2)</sup>	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
<b>Sum verdipapirportefølje<sup>1)</sup></b>			<b>932 869</b>		<b>999 990</b>	<b>66 993</b>	<b>97,79 %</b>		

<sup>1)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

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

**Tilordning av anskaffelseskost:**

For SKAGEN m<sup>2</sup> 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
<b>Sum verdipapirportefølje<sup>1)</sup></b>			<b>1 055 313</b>		<b>1 010 791</b>	<b>-44 522</b>	<b>97,00 %</b>		

<sup>1)</sup> Forverdi 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
<b>Aksjefond</b>						
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 %
<b>Sum aksjefond</b>		<b>175 021</b>		<b>200 770</b>	<b>25 749</b>	<b>60,95 %</b>
<b>Rentefond</b>						
SKAGENHøyrente	485 765	49 024	NOK	48 642	-382	14,76 %
SKAGENHøyrenteInstitusjon	472 908	47 159	NOK	47 017	-142	14,27 %
SKAGENAvkastning	229 799	31 942	NOK	32 587	-356	9,59 %
<b>Sum rentefond</b>		<b>128 126</b>		<b>127 246</b>	<b>-880</b>	<b>38,62 %</b>
<b>Sum verdipapirportefølje<sup>1)</sup></b>		<b>303 147</b>		<b>328 016</b>	<b>24 869</b>	<b>99,56 %</b>

<sup>1)</sup> Forverdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

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

#### Tilordning av anskaffelseskost:

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

# SKAGEN Høyrente

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

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>3)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl påløpt rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>4)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>													
<b>Finansobligasjoner</b>													
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
<b>Industriobligasjoner</b>													
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
<b>Kraftobligasjoner</b>													
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
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>													
<b>Industri sertifikater</b>													
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
<b>Sum verdipapirportefølje</b>					<b>2 278 741</b>			<b>5 994</b>	<b>2 256 170</b>	<b>2 262 163</b>	<b>-22 571</b>	<b>78,06 %</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>													
Effektiv rente				2,39 %									
Effektiv rente til kunder <sup>1)</sup>				2,14 %									
Durasjon <sup>2)</sup>				0,09									

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

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK 102,0299

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

Tnrk 53.914 er besluttet utdelt til andelseiere.

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

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

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

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner  
 Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS  
 Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS  
 Risikoklasse 4: Fylker og kommuner  
 Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner  
 Risikoklasse 6: Industri

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 henvises til balansen.

**Tilordning av anskaffelseskost:**

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

# SKAGEN Høyrente Institusjon

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

Verdipapir	Forfallsdato	Kupong	Renteregulerings- tidspunkt	Pålydende	Kostpris NOK	Effektiv rente <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Pålept rente	Markeds- verdi	Markedsverdi inkl pålept rente	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>													
<b>Finansobligasjoner</b>													
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
<b>Sum Verdipapirportefølje<sup>4)</sup></b>					<b>404 444</b>			<b>1 032</b>	<b>401 494</b>	<b>402 526</b>	<b>-2 950</b>	<b>68,30%</b>	

#### Nøkkel tall portefølje

Effektiv rente	2,05 %
Effektiv rente til kunder <sup>1)</sup>	1,90 %
Durasjon <sup>2)</sup>	0,08

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

Alle rentepapirene er omsatt i det norske markedet.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK101,0422

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

Tnkr 9,458 er besluttet utdelt til andelseierne.

<sup>4)</sup> 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

<sup>5)</sup> 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 <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Påløpt rente NOK	Markeds-verdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel av fondet	Risiko-klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>														
<b>Finansobligasjoner</b>														
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 Sør 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
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>														
<b>Utenlandske statsobligasjoner</b>														
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
<b>Sum Verdipapirportefølje<sup>4)</sup></b>					<b>1 535 680</b>				<b>7 631</b>	<b>1 542 238</b>	<b>1 549 869</b>	<b>6 559</b>	<b>92,32%</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>														
Effektiv rente		2,73%												
Effektiv rente til kunder <sup>5)</sup>		2,23%												
Durasjon <sup>2)</sup>		1,67												

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

Alle rentepapirene er omsatt i et telefonbasert internasjonalt marked.

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

Andelskurs pr 31.12.2015 NOK 143,29

<sup>3)</sup> 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.

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

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

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 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 <sup>1)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Påløpt rente NOK	Markedsverdi NOK	Markedsverdi inkl påløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap NOK	Andel avfondet	Risiko-klasse <sup>3)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FAST RENTE</b>													
<b>Obligasjon utstedt av overnasjonal organisasjon</b>													
European Bank 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
<b>Utenlandske statsobligasjoner</b>													
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
<b>Sum Verdipapirportefølje 5)</b>					<b>1 186 033</b>			<b>18 162</b>	<b>1 267 226</b>	<b>1 285 388</b>	<b>81 193</b>	<b>99,39 %</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>													
	<b>Klasse A</b>	<b>Klasse B</b>	<b>Klasse C</b>										
Effektiv rente	2,53 %	2,53 %	2,53 %										
Effektiv rente til kunder <sup>6)</sup>	1,73 %	2,08 %	2,13 %										
Durasjon <sup>7)</sup>	4,87	4,87	4,8701										

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

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

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

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

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

Risikoklasse 1: Ovmasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 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 <sup>3)</sup>	Durasjon <sup>2)</sup>	Markeds-verdi SEK	Sum påløpt rente og urealisert gevinst/tap SEK	Andel avfondet	Risiko-klasse <sup>4)</sup>
<b>RENTEPAPIRER MED FLYTENDE RENTE</b>											
<b>Finansobligasjoner</b>											
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
<b>Industriobligasjoner</b>											
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
<b>Industriertifikater</b>											
Trelleborg Treasury AB	22.04.2016			24 000	23 989	0,32	0,31	23 987	1	3,92 %	6
Akeliuss	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
<b>Finanssertifikater</b>											
Ikano Bank SE	10.05.2016			5 000	4 994	0,74	0,36	4 988	-3	0,81 %	5
<b>Sum Verdipapirportefølje <sup>5)</sup></b>					<b>500 573</b>			<b>500 101</b>	<b>-194</b>	<b>81,67 %</b>	
<b>Nøkkeltall portefølje</b>											
Effektiv rente	0,40 %										
Effektiv rente til kunder <sup>1)</sup>	0,20 %										
Durasjon <sup>2)</sup>	0,16										

<sup>1)</sup> Effektiv rente justert for forvaltningshonorar.<sup>2)</sup> Durasjon er et forenklet uttrykk for hvor mye kursen på rentepapiret vil endre seg dersom renten endrer seg ett prosentpoeng.<sup>3)</sup> Effektiv rente er den gjennomsnittlige årlige avkastningen på et rentepapir fram til det forfaller.<sup>4)</sup> Verdipapirene er inndelt i seks risikoklasser etter deres kredittrisiko.

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

Risikoklasse 1: Overnasjonale organisasjoner

Risikoklasse 2: Stat og statsgaranterte papirer innenfor EØS

Risikoklasse 3: Stat og statsgaranterte papirer utenfor EØS

Risikoklasse 4: Fylker og kommuner

Risikoklasse 5: Banker og finansinstitusjoner

Risikoklasse 6: Industri

<sup>5)</sup> For verdi av likviditet i porteføljen pr 31.12.2015 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 prandel 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 <sup>3)</sup>	Durasjon <sup>3)</sup>	Påløpt rente	Markeds- verdi	Markedsverdi innpåløpt rente NOK	Urealisert gevinst/tap	Andel avfondet	Risiko- klasse <sup>4)</sup>
<b>Energi</b>														
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
<b>Sum Energi</b>						<b>19 101</b>			<b>402</b>	<b>21 370</b>	<b>21 773</b>	<b>2 270</b>		
<b>Råvarer</b>														
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
<b>Sum Råvarer</b>						<b>22 983</b>			<b>526</b>	<b>24 789</b>	<b>25 315</b>	<b>1 806</b>		
<b>Kapitalvarer, service og transport</b>														
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
Talink 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
<b>Sum Kapitalvarer, service og transport</b>						<b>46 216</b>			<b>962</b>	<b>45 179</b>	<b>46 141</b>	<b>-1 037</b>		
<b>Inntektsavhengige konsumvarer</b>														
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
<b>Sum Inntektsavhengige forbruksvarer</b>						<b>18 926</b>			<b>441</b>	<b>20 542</b>	<b>20 983</b>	<b>1 616</b>		
<b>Defensive konsumvarer</b>														
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
<b>Sum Defensive konsumvarer</b>						<b>13 625</b>			<b>460</b>	<b>14 954</b>	<b>15 414</b>	<b>1 329</b>		
<b>Bank og finans</b>														
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
<b>Sum Bank og finans</b>						<b>31 733</b>			<b>796</b>	<b>39 209</b>	<b>40 006</b>	<b>7 477</b>		
<b>Informasjonsteknologi</b>														
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
<b>Sum Informasjonsteknologi</b>						<b>2 918</b>			<b>137</b>	<b>1 904</b>	<b>2 041</b>	<b>-1 014</b>		
<b>Telekom</b>														
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
<b>Sum Telekom</b>						<b>11 842</b>			<b>245</b>	<b>13 811</b>	<b>14 057</b>	<b>1 969</b>		
<b>Nyttetjenester</b>														
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
<b>Sum Nyttetjenester</b>						<b>12 341</b>			<b>156</b>	<b>14 958</b>	<b>15 113</b>	<b>2 617</b>		
<b>Eiendom</b>														
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
<b>Sum Eiendom</b>						<b>6 996</b>			<b>37</b>	<b>8 499</b>	<b>8 535</b>	<b>1 502</b>		
<b>Sum Verdipapirportefølje<sup>5)</sup></b>						<b>186 681</b>			<b>4 162</b>	<b>205 217</b>	<b>209 379</b>	<b>18 535</b>	<b>98,45%</b>	

## 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
<b>Rentederivater</b>							
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	
<b>SUM</b>						<b>-1 311</b>	<b>-0,62%</b>

### Nøkkeltall portefølje

Effektiv rente	6,50 %
Effektiv rentetil kunder <sup>1)</sup>	6,50 %
Durasjon <sup>2)</sup>	1,37

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

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

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

<sup>4)</sup> 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

<sup>5)</sup> 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 av anskaffelseskost:

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
<b>Rentefond</b>						
SKAGEN Credit	1 301 946	143 674	NOK	144 324	650	100,23
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE<sup>1)</sup></b>		<b>143 674</b>		<b>144 324</b>	<b>650</b>	<b>100,23 %</b>

<sup>1)</sup> 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
<b>Rentefond</b>						
SKAGEN Credit	178 970	20 690	NOK	18 900	-1 790	99,11 %
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE<sup>1)</sup></b>		<b>20 690</b>		<b>18 900</b>	<b>-1 790</b>	<b>99,11 %</b>

<sup>1)</sup> 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
<b>Rentefond</b>						
SKAGEN Credit	435 933	5 409	NOK	5 025	-384	99,25 %
<b>SUM VERDIPAPIRPORTEFØLJE<sup>1)</sup></b>		<b>5 409</b>		<b>5 025</b>	<b>-384</b>	<b>99,25 %</b>

<sup>1)</sup> 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.

Till styrelsen i SKAGEN AS

## Revisionsberättelse

### Rapport om årsredovisningen

Vi har reviderat de bifogade finansiella rapporterna för värdepappersfonderna, vilka består av balansräkningar per den 31 december 2015 och resultaträkningar, en sammanfattning av betydelsefulla redovisningsprinciper samt andra upplysningar. Resultaträkningarna visar följande resultat för redovisningsåret som avslutades den 31 december 2015:

SKAGEN Vekst	NOK	595 588 428
SKAGEN Global	NOK	5 212 754 052
SKAGEN Kon-Tiki	NOK	42 175 064
SKAGEN m <sup>2</sup>	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

### Styrelsens ansvar för årsredovisningen

Det är styrelsen som har ansvaret för att upprätta en årsredovisning som ger en rättvisande bild enligt årsredovisningslagen och god redovisningssed i Norge för den interna kontroll som styrelsen bedömer är nödvändig för att upprätta en årsredovisning som inte innehåller väsentliga felaktigheter, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel.

### Revisorns ansvar

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

En revision innefattar att genom olika åtgärder inhämta revisionsbevis om belopp och annan information i årsredovisningen. Revisorn väljer vilka åtgärder som ska utföras, bland annat genom att bedöma riskerna för väsentliga felaktigheter i årsredovisningen, vare sig dessa beror på oegentligheter eller på fel. Vid denna riskbedömning beaktar revisorn de delar av den interna kontrollen som är relevanta för hur företaget upprättar årsredovisningen för att ge en rättvisande bild i syfte att utforma granskningsåtgärder som är ändamålsenliga med hänsyn till omständigheterna, men inte i syfte att göra

ett uttalande om effektiviteten i företagets interna kontroll. En revision innefattar också en utvärdering av ändamålsenligheten i de redovisningsprinciper som har använts och av rimligheten i styrelsens uppskattningar i redovisningen, liksom en utvärdering av den övergripande presentationen i årsredovisningen.

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

#### *Uttalanden*

Enligt vår uppfattning ger årsredovisningen en i alla väsentliga avseenden rättvisande bild av värdepapperfondernas finansiella ställning den 31 december 2015 och av dess finansiella resultat för året enligt årsredovisningslagen och god redovisningssed i Norge.

#### **Rapport om andra krav enligt lagar och andra författningar**

##### *Uttalanden om styrelsens rapport*

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

##### *Uttalanden om registrering og dokumentation*

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

Stavanger, 2016-02-10

**PricewaterhouseCoopers AS**

Gunstein Hadland  
Statsauktoriserad revisor (Norge)

Notera: Denna översättning från norska är endast för information

Returadress:  
SKAGEN Fonder  
Box 11  
101 20 Stockholm



SKAGENS medarbetare i Stockholm och Göteborg



■ Hemmamarknad ■ Internationell marknad ■ Marknadsföringstillstånd

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

#### Besöksadresser

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



#### Postadress

Box 11, 101 20 Stockholm

**Redaktion:** Anna S Marcus (redaktör),  
Parisa K. Lemaire, Michael Metzler,  
Trygve Meyer, Vevika Sjøberg,  
Ole-Christian Tronstad.

Form: Werksemd

Framsidesbild: *Gammel mand, der læser i Bibelen*, 1918. Av Michael Ancher, en av Skagenmålarna. Bilden tillhör Skagens museum (manipulerad).

**Till dig som vill investera** i våra fonder rekommenderar vi att kontakta våra kvalificerade kundrådgivare för individuell rådgivning.

### RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. Framtida avkastning kommer bland annat att bero på marknadens utveckling, förvaltarens skicklighet, fondens risk samt förvaltningsavgifter. Avkastningen kan bli negativ till följd av kursnedgångar. Faktablad och informationsbroschyrer (prospekt) för alla våra fonder finns på vår webbplats.

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