



STIFTELSEN  
SCHEIBLER

Til: Styret i Stiftelsen Scheibler  
Fra: Investeringsutvalget  
Dato: 17. mars 2010

## Årsrapport forvaltning 2010

### A. Strukturelle forhold

Stiftelsens Scheiblers finansportefølje forvaltes for å oppnå god langsiktig realavkastning uten å ta for stor risiko. Styret har det overordnede ansvar for forvaltningen, men har delegert forvaltningen til stiftelsens Investeringsutvalg (som består av to styremedlemmer og et eksternt medlem). Investeringsutvalget benytter Formuesforvaltning AS som rådgiver og kjøper forvaltningstjenester hos enkeltforvaltere etter en grundig evalueringsprosess. Porteføljen forvaltes i hht følgende strategisk allokering: 30% renter (pengemarked 10%, obligasjoner 10%, eiendoms lån 10%), 40% egenkapitalinstrumenter (hedgefond 5%, aksjer Norge 6%, aksjer utland 16%, private equity 13%), og 30% eiendom. Det er Investeringsutvalgets oppfatning at god langsiktig risikostuert avkastning oppnås best ved å etablere en fornuftig forvaltningsstrategi, rebalansere porteføljen ved behov og velge forvaltere som ikke bare har levert bra historisk avkastning, men som også har de rette forutsetningene for å fortsette å levere god avkastning. Investeringsutvalget legger også stor vekt på god risikokontroll og tilstrekkelig likviditet i porteføljen sett i forhold til utdelinger og driftskost. Etter innspill fra Investeringsutvalget godkjente styret i 2006 etiske retningslinjer for forvaltningen av stiftelsens portefølje.

### B. Porteføljens avkastning i 2010

Stiftelsens portefølje ga en avkastning på 12,4% i 2010.

	Hittil i år	
	Avkastn	Diff.avk.
Bank / Pengemarked	2,6 %	0,3 %
<i>Referanseindeks</i>	2,3 %	
Obligasjoner	5,5 %	1,0 %
<i>Referanseindeks</i>	4,4 %	
Eiendom - Ansvarlige lån	8,5 %	1,0 %
<i>Referanseindeks</i>	7,4 %	
Hedgefond	8,3 %	4,5 %
<i>Referanseindeks</i>	3,9 %	
Aksjer Norge	19,8 %	1,4 %
<i>Referanseindeks</i>	18,3 %	
Aksjer Utland	14,6 %	1,3 %
<i>Referanseindeks</i>	13,3 %	
Private Equity	13,7 %	
<i>Referanseindeks</i>	na	
Eiendom - Prosjekter	16,1 %	
<b>Totalportefølje</b>	<b>12,4 %</b>	

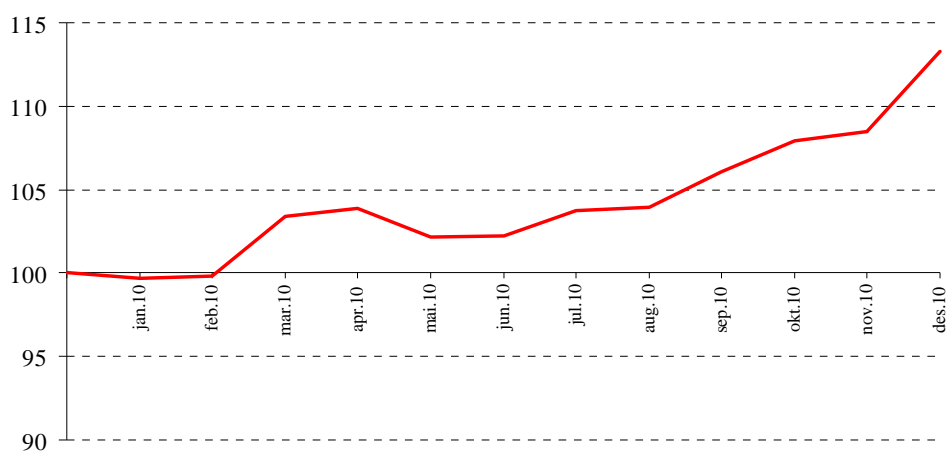
Differanseavkastning er forskjellen i avkastning i porteføljen og relevant markedsindeks (dvs om forvalterne gjør en god jobb og greier å skape høyere avkastning, etter kostnader, enn markedet).



STIFTELSEN  
SCHEIBLER

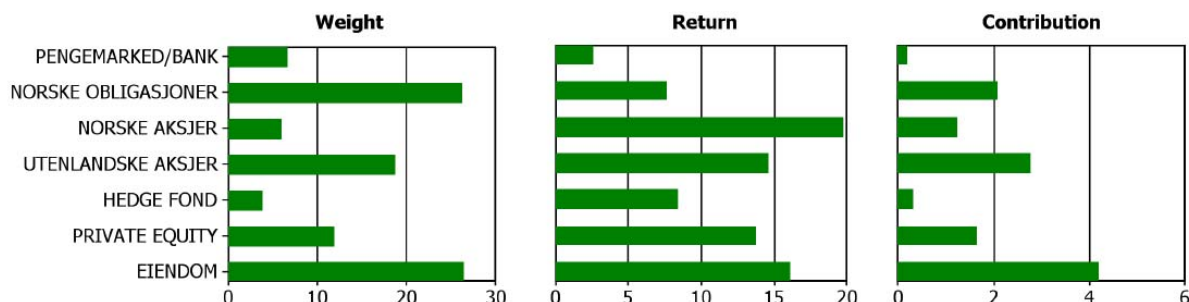
Etter en del usikkerhet og markedsuro første halvår ga egenkapitalmarkedene etter hvert god avkastning i 2010. Private equity plasseringene preges av betydelig treghet i rapportering av verdiutvikling, men noen av forvalterne har vist god underliggende verdistigning mot slutten av året. Eiendoms-porteføljen er verdivurdert pr desember 2010, og en mindre oppjustering av verdien på noen av prosjektene er gjennomført.

### Avkastning



De største positive bidragsyterne til porteføljens avkastning i 2010 var plasseringen i eiendom og aksjer, som til sammen sto for ca 8,5% av porteføljens totalavkastning på 12,4%

Nedenstående tabell viser vekting, avkastning og avkastningsbidrag (avkastning x vekt) pr aktivklasse (norske obligasjoner inkluderer her eiendoms lånene).





STIFTELSEN  
SCHEIBLER

### C. Porteføljens allokering

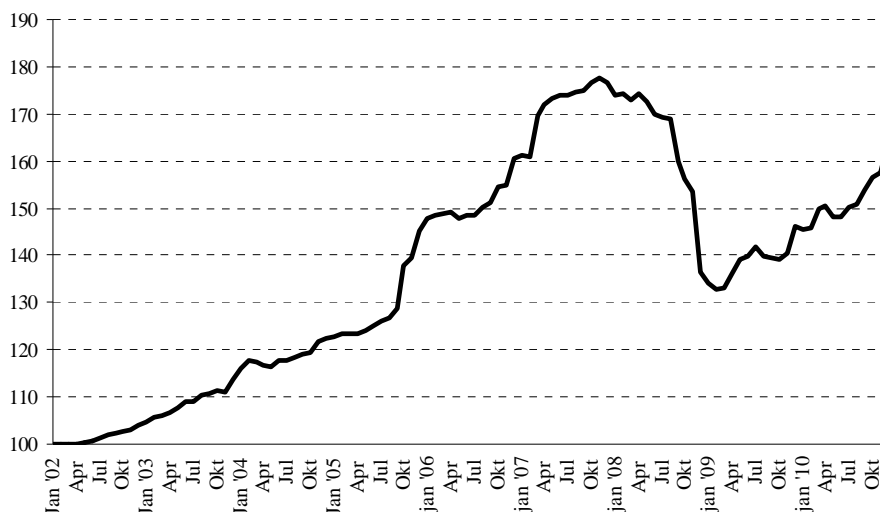
Ved utløpet av året var porteføljen allokert med 30% mot renter, 43% i egenkapital instrumenter, og 28% i eiendom.

	Porteføljeverdi pr 31.12.10 NOK mill	%	Strategi	Avvik fra strategi
	Renteportefølje	<b>98,9</b>	<b>30 %</b>	30 %
Bank / PM	19,2	6 %	10 %	-4 %
Obligasjoner	19,5	6 %	10 %	-4 %
Ansvarlige lån - eiendom	60,2	18 %	10 %	8 %
Hedgefond	<b>13,2</b>	<b>4 %</b>	5 %	-1 %
Aksjer Norge	<b>22,5</b>	<b>7 %</b>	6 %	1 %
Aksjer Utland	<b>64,2</b>	<b>19 %</b>	16 %	3 %
Private Equity	<b>41,9</b>	<b>13 %</b>	13 %	0 %
Sum Egenkapital instrumenter	<b>141,7</b>	<b>43 %</b>	40 %	<b>3 %</b>
Eiendom	<b>91,7</b>	<b>28 %</b>	30 %	<b>-2 %</b>
Totaltportefølje	<b>332,2</b>	<b>100 %</b>	100 %	

### D. Porteføljens avkastning siden 2002

Nedenstående figur illustrerer porteføljens avkastning (tidsvektet) siden oppstart av forvaltningen i mai 2002 (etter forvaltningskostnader). En akkumulert avkastning på 64% gir ca 5,9% i snitt p.a.

Porteføljens avkastning

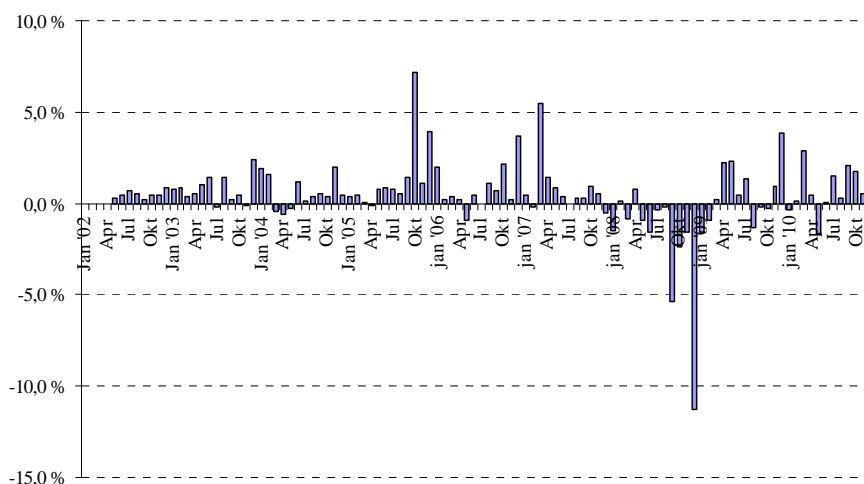




STIFTELSEN  
SCHEIBLER

Månedsavkastningene har variert tildels betydelig. Realisasjon av flere eiendomsinvesteringer ga store utslag på avkastningen i både 2005, 2006 og 2007. Den underliggende verdiutviklingen på disse prosjektene har vært jevnere fordelt over tid enn det avkastningstallene viser. Verdifallet i 2008 var, spesielt i årets siste fire måneder betydelig – herunder en nedjustering av verdien på eiendomsporteføljen. Markedet har deretter kommet kraftig tilbake, noe som også fremkommer av mange gode måneder etter sommeren 2009.

**Avkastning pr måned ('02 - '10)**



**E. Avkastning pr aktivaklasse 2004 - 2010**

Porteføljens struktur og avkastningsmåling har utviklet seg over tid. Nedenstående tabell viser avkastningen pr aktivaklasse for årene 2004 til 2010.

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Bank / Pengemarked				3,0 %	4,1 %	2,4 %	2,6 %
<i>STIX</i>				4,4 %	5,9 %	2,1 %	2,3 %
Obligasjoner	6,2 %	2,7 %	2,0 %	3,0 %	6,4 %	7,5 %	5,5 %
<i>ST4X</i>				3,9 %	9,6 %	3,2 %	4,4 %
Hedgefond	3,4 %	4,3 %	5,3 %	6,5 %	-14,3 %	7,5 %	8,3 %
<i>HFRI FOF Cons NOK</i>	7,9 %	3,8 %	8,0 %	8,9 %	-16,4 %	5,0 %	3,9 %
Taktisk Aktiva Allokering	7,04 %	18,3 %	-1,9 %				
<i>Referanseindeks</i>	1,96 %	12,5 %					
Aksjer Norge		45,2 %	35,2 %	9,8 %	-50,8 %	68,2 %	19,8 %
<i>OSEBX</i>		39,7 %	32,4 %	11,5 %	-54,1 %	64,8 %	18,3 %
Aksjer Utland	39,2 %	27,0 %	15,8 %	2,5 %	-33,5 %	30,6 %	14,6 %
<i>MSCI World Net Nok</i>		22,3 %	11,0 %	-5,7 %	-23,3 %	7,3 %	13,3 %
Private Equity		2,4 %	0,6 %	-0,1 %	-5,1 %	-10,0 %	13,7 %
<i>Referanseindeks</i>		na	na	na	na	na	na
Eiendom - Ansvarlige lån		7,9 %	13,2 %	6,1 %	7,8 %	5,5 %	8,5 %
<i>ST4X + 3%</i>	9,1 %	5,5 %	3,9 %	6,9 %	12,6 %	6,2 %	7,4 %
Eiendom - Prosjekter		86,8 %	16,1 %	33,8 %	-44,6 %	-3,4 %	16,1 %
<b>Totalportefølje</b>	<b>7,5 %</b>	<b>18,3 %</b>	<b>10,6 %</b>	<b>10,1 %</b>	<b>-22,8 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>12,4 %</b>



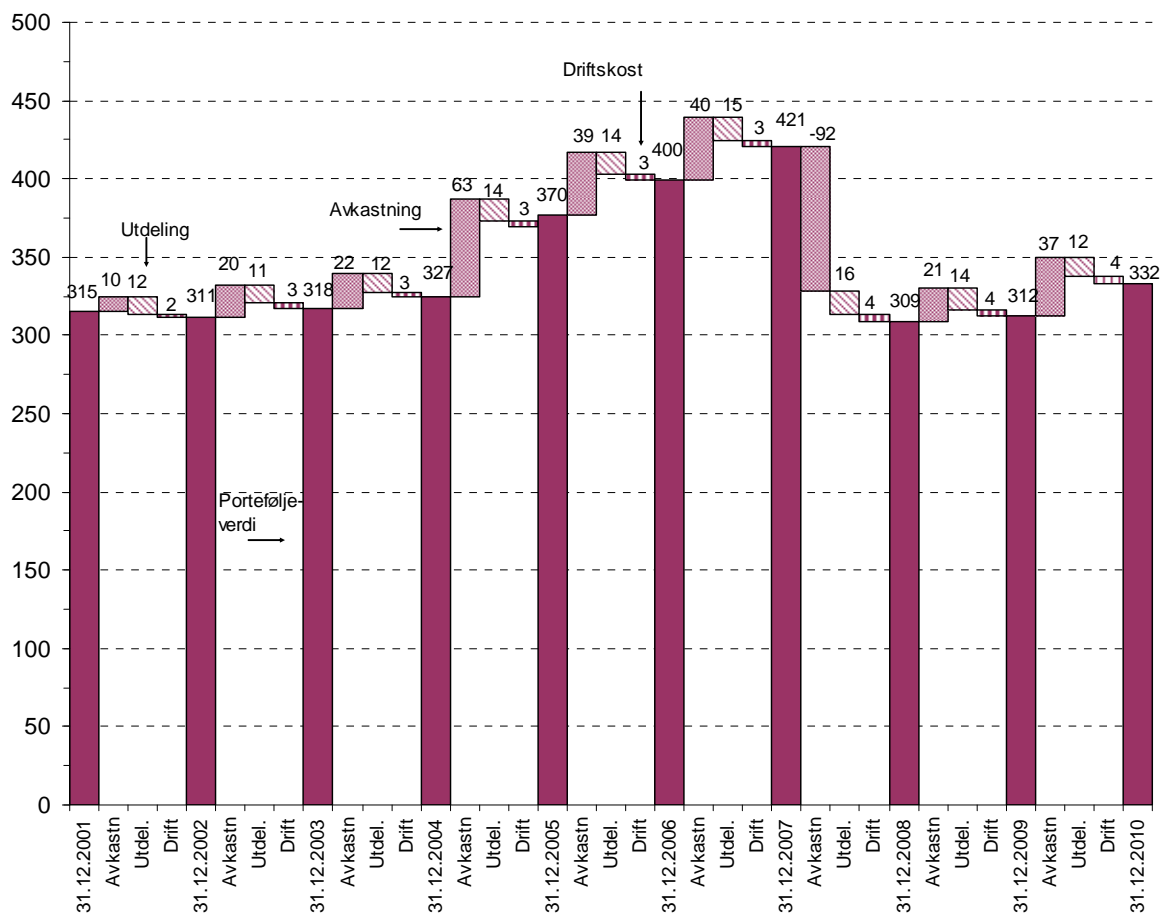
STIFTELSEN  
SCHEIBLER

Tabellen illustrerer at aksje- og eiendomsplassingene har gitt flere år med meget god avkastning, før det kraftige verdifallet i 2008. Aksjeplasseringene har i 2009 og 2010 hentet inn mye av tapet i 2008, og de valgte forvalterne har gjort det bedre enn markedene også i 2010. I eiendomsmarkedet har det i løpet av 2010 blitt noe større aktivitet og investorenes yield-krav har falt – noe som har gitt seg utslag i stigende eiendomsverdier. Verdiene på eiendomsprosjektene er imidlertid fortsatt betydelig lavere enn kostpris. Eiendomsloanene har gitt jevnt god avkastning i hele perioden. Plasseringene i bank/pengemarked og obligasjoner ga lav avkastning i årene med lave renter, men har hentet seg noe mer inn i 2008 til 2010.

Avkastningen på private equity vil først vise seg etter en del år. Rapporterte avkastningstall for denne aktivaklassen er preget av betydelig etterslep i rapporteringen fra forvalterne, samt preget av at det fortsatt er tidlig i utviklingsfasen for disse plasseringene. Noen av forvalterne rapporterer imidlertid etter hvert om god verdiutvikling i enkelte av prosjektene i porteføljen.

## F. Porteføljens verdiutvikling siden 2002

Figuren nedenfor illustrerer verdiutviklingen av porteføljen, inklusive årlig avkastning, utdelinger og driftskostnader. Justert for inflasjon (endring i KPI) har stiftelsen til sammen delt ut NOK 129 mill siden 2001.





## G. Kommentarer til markedsutviklingen i 2010

MSCI Global Aksjeindeks steg 10% i 2010 (i lokal valuta). På grunn av valutakurs-utviklingen mot NOK ble avkastningen på globale aksjer for en investor som måler verdiene i NOK 13,3% (valutaeffekten var +3,3%). Det norske aksjemarkedet endte opp 18,4%. Fremvoksende markeder (Emerging Markets) ga en avkastning på 14,1% i lokal valuta. Figuren nedenfor illustrerer markedenes utvikling i 2010 (i lokal valuta).



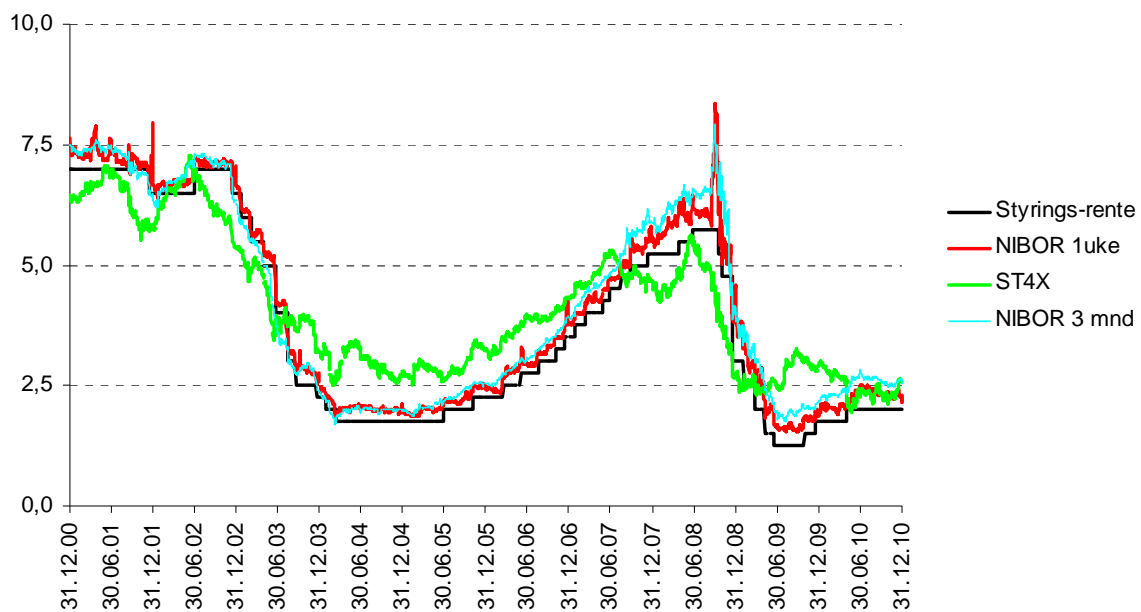
Figuren nedenfor illustrerer utviklingen siden starten av 2007 (dvs fire år). EM nærmer seg toppnivåene fra 2007, mens Norge og World fortsatt ligger et godt stykke under disse nivåene.



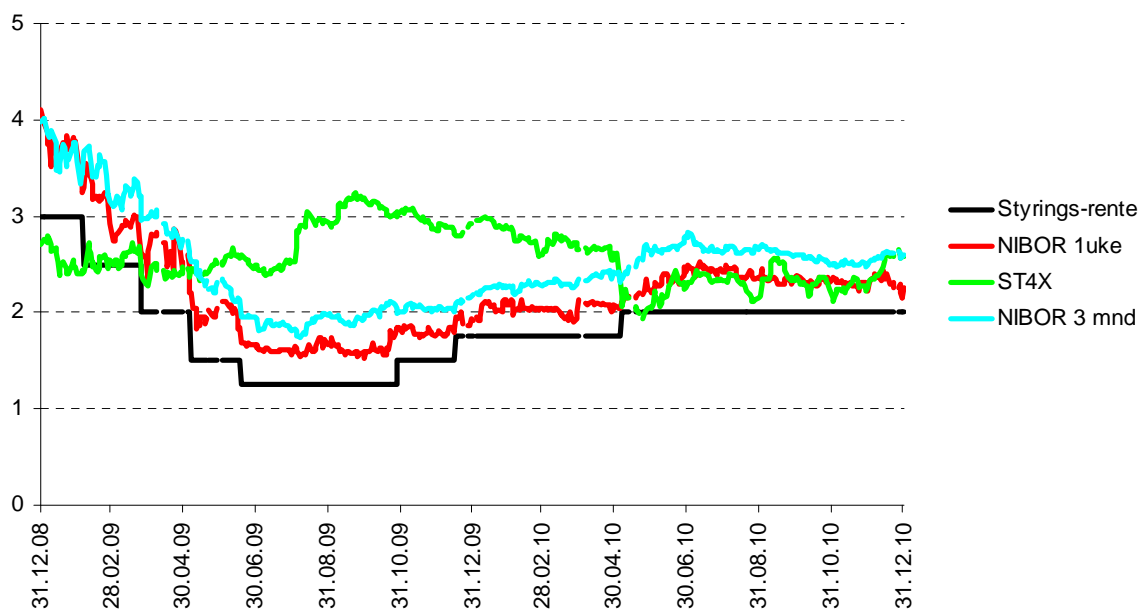


STIFTELSEN  
SCHEIBLER

Norske renter har svingt kraftig de siste 10 årene. Etter kraftig fall i norske renter fra 2002 til 2004, flatet rentene ut på et relativt lavt nivå, og steg frem mot sommeren 2008. Ettersom finanskrisen utviklet seg falt deretter rentene kraftig mot en ny bunn sommeren 2009. Korte renter har deretter steget noe, mens lengre renter (representert ved ST4X) har falt – dog med tendenser til stigning mot slutten av 2010.



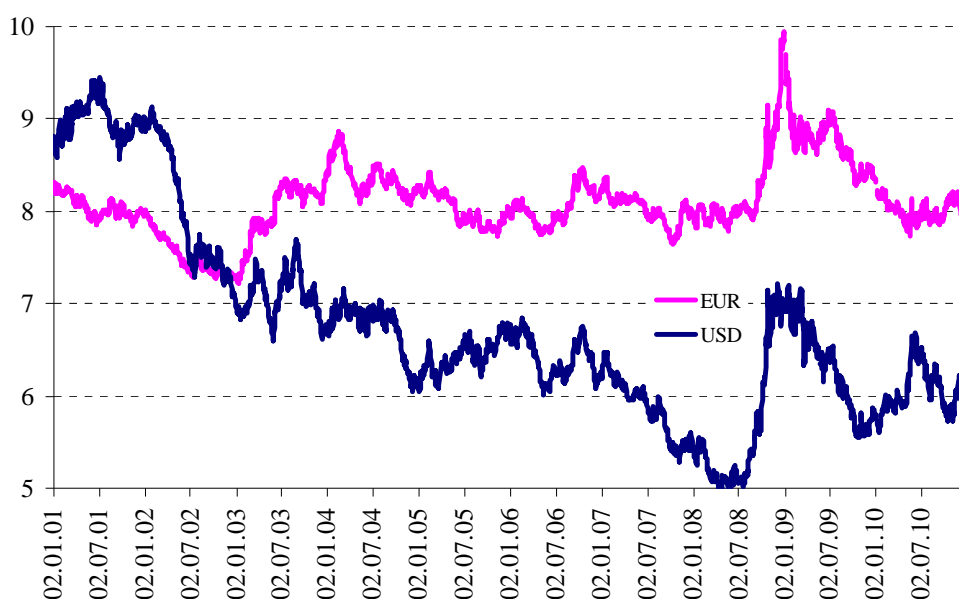
Figuren nedenfor viser renteutviklingen i 2009 og 2010.





STIFTELSEN  
SCHEIBLER

Valutakurser har stor betydning både for utviklingen i norsk økonomi og for verdiutviklingen på internasjonale investeringer. Som vi ser av figuren har USD-kursen svekket seg betydelig fra kurser over 9 i 2001 til rundt 5 sommeren 2008. EUR kursen var ganske stabil fra sommeren 2003 frem til sommeren 2008. Under finanskrisen svekket NOK seg ganske betydelig mot begge valutaer, men har hentet igjen noe av det tapte. Ved utløpet av 2010 var USD-kursen 5,9 og EUR kursen 7,8.



## H. Forvaltningskostnader

Kostnader forbundet med forvaltning av stiftelsens portefølje består av flere elementer: driftskostnader i stiftelsen, honorar til Formuesforvaltning og honorarer til underliggende forvaltere. Det er Investeringsutvalgets vurdering at forvaltningstjenestene kjøpes til konkurransedyktige priser

Gustav Heiberg Simonsen

Erik Garaas

Lars P Fasting

Rolf Johansen  
Formuesforvaltning