



Til: Styret i Stiftelsen Scheibler
Fra: Investeringsutvalget
Dato: 13.06.2022

Årsrapport forvaltning 2021

A. Strukturelle forhold

Stiftelsen 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). Utvalget arbeider med mandat fra styret og beslutter konkrete investeringer innen rammen av den allokeringsstrategi og den særskilte investeringsinstruks styret har fastsatt. Investeringsutvalget benytter Industrifinans Kapitalforvaltning AS som rådgiver/porteføljeforvalter i forvaltningen av den likvide porteføljen, mens Investeringsutvalget forvalter de ikke-likvide plasseringene selv.

Porteføljen hadde følgende strategisk allokering gjennom 2021:

Strategisk vekt 2021	
Likviditet	10 %
Obligasjoner høy kredittverdighet	20 %
Globale aksjer	30 %
Nordiske aksjer	10 %
Eiendom	25 %
Private Equity	5 %

Porteføljen forvaltes i samsvar med Stiftelsens regelverk for etiske og bærekraftige investeringer.

Det er Investeringsutvalgets oppfatning at god langsiktig risikojustert 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.

Med fortsatt lave rentenivåer og tiltakende inflasjonsforventninger har stiftelsen endret den langsiktige strategien til en større andel plasseringer i realaktiva. Samtidig vil stiftelsene i utgangspunktet fortsette å trappe ned investeringene i PE og den strategiske allokeringen reduseres fra 5 % til 0 %. Den oppdaterte strategien som blir implementert i januar 2022 er som følger:

Strategisk vekt 2022	
Likviditet	5 %
Obligasjoner høy kredittverdighet	15 %
Globale aksjer	35 %
Nordiske aksjer	8 %
Eiendom	35 %
Hedgefond Long/Short	2 %
Private Equity	0 %



Investeringsutvalget legger stor vekt på god risikokontroll og tilstrekkelig likviditet i porteføljen sett i forhold til utdelinger og driftskostnader. Om lag MNOK 10 er plassert på bankkonto for å ha likvide midler til drift, utdelinger og eventuelle investeringsmuligheter, uavhengig av kortsiktig uro i finansmarkedene.

B. Porteføljens allokering og avkastning i 2021

2021 har også vært preget av Koronapandemien. Etter en oppmyking og etter hvert fjerning av de fleste tiltakene sommeren og høsten 2021 endte vi opp med en ny nedstegning i desember.

På tross av usikkerheten hadde risikoaktiva en god utvikling også i 2021. Det internasjonale aksjemarkedet målt ved MSCI All Countries (AC) World steg med 21,9 % (Målt i NOK), mens det nordiske aksjemarkedet målt ved VINX Benchmark Cap steg med 23,8 %. De børsnoterte selskapene hadde samlet en god inntjeningsvekst gjennom 2021.

Den gode utviklingen i prosjektene i eiendomsporteføljen fortsatte i 2021. Dette skyldes flere positive endringer i eiendomsprosjektene og sterk utvikling i eiendomsmarkedet generelt. Den samlede avkastningen for aktivaklassen eiendom endte på 23,1 %. Det var en god utvikling i samtlige eiendomsinvesteringer.

Private Equity fondene i porteføljen er i hovedsak i realiseringsfasen. Det ble utbetalt om lag MNOK 3,7. Den samlede avkastningen i Private Equity endte på 37,2 %.

Samlet hadde porteføljen til Stiftelsen en meget god avkastning i 2021. Den samlede avkastningen endte på 17,2 % (MNOK 112,5), mens referanseporteføljen steg 9,3 %.

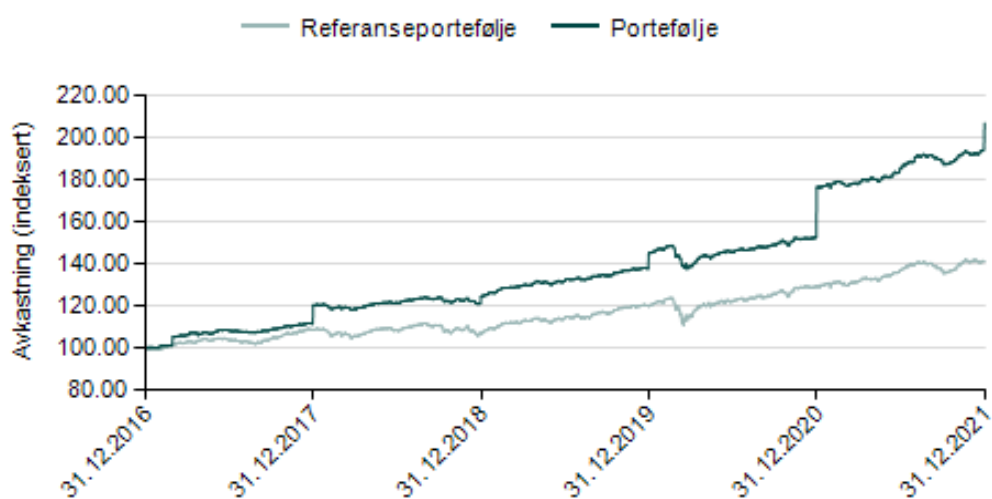
Den samlede avkastningen på porteføljen og aktivaklasser for 2021 og markedsverdien ved utgangen av året følger av tabellen under.

	Avkastning (%) 2021	Markedsverdi
Investeringsportefølje	17,2%	755 153 722
Referanseportefølje	9,3%	
Likviditet	0,3%	49 452 120
NOGOVD3M	0,1%	
Obligasjoner høy kredittverdighet	2,3%	93 810 775
NORM123D3	-0,6%	
Globale aksjer	18,4%	196 650 646
MSCI AC World NR	21,9%	
Nordiske aksjer	10,8%	49 396 213
VINX Benchmark Cap	23,8%	
Eiendom	23,1%	330 863 057
NORM123D3	0,6%	
Private Equity	37,2%	35 096 846
MSCI AC World NR	21,9%	

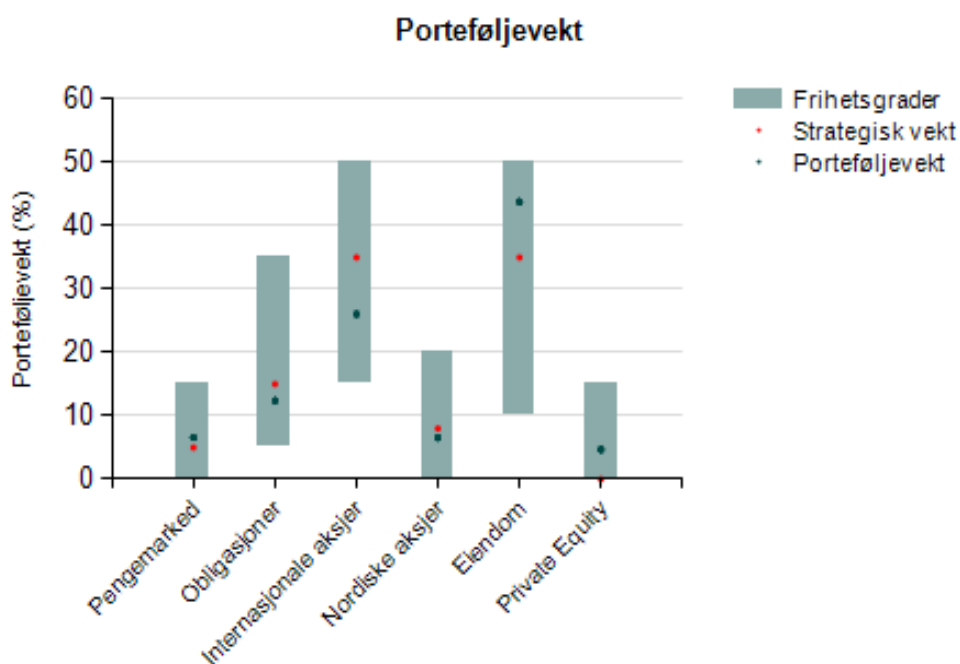


Utvikling siden 30.12.2016

Referanseportefølje:
NOGOVD3M 10 %, NORM123D3 25 %, NORM123D3 20 %, MSCI AC
World NR 35 %, VINX Benchmark Cap 10 %



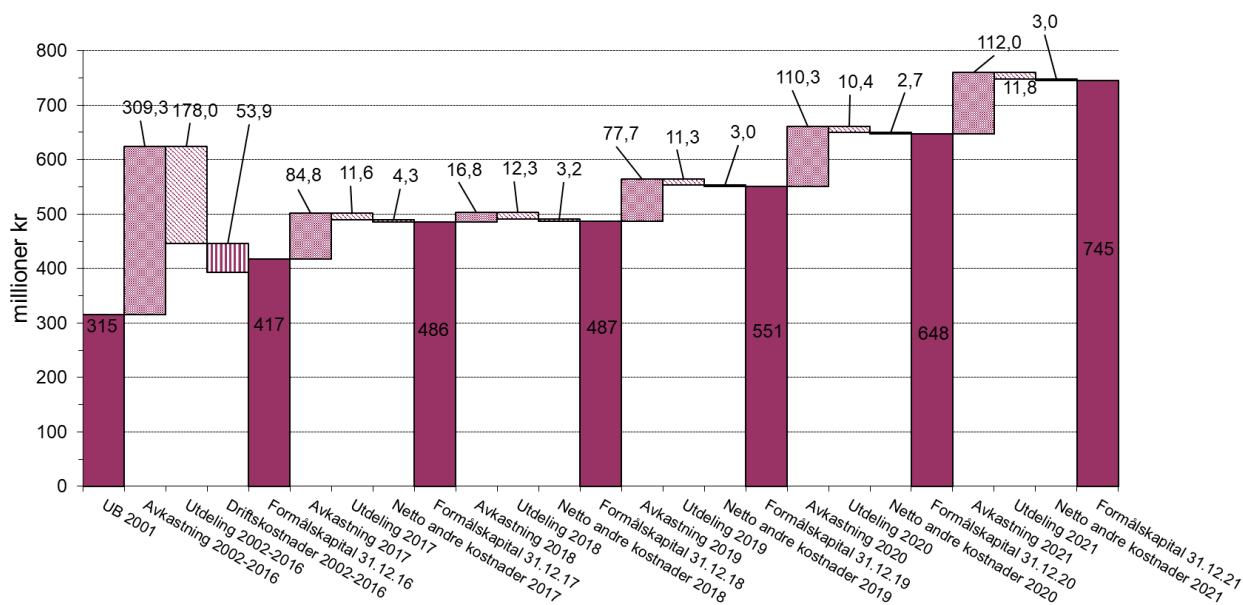
Figuren nedenfor viser hvordan allokeringen er i forhold til definert strategi.





C. Porteføljens historiske utvikling

Figuren nedenfor illustrerer porteføljens markedsverdi per 31.12 for hvert angitte år, avkastning, utdelinger og driftskostnader i perioden 2002-2016, samt 2017, 2018, 2019, 2020 og 2021. Noen mindre regnskapsposter kan utgjøre differanser. Justert for inflasjon, endring i KPI, har stiftelsen til sammen delt ut over MNOK 294 siden 2002.



* Stiftelsen fikk i 2013 tilført ca. 25 millioner kroner i form av arv.



fallet under koronakrisen. Innhenting av inntjeningen kom gjennom året for markedet totalt sett. Deler av underliggende realøkonomi har mer å hente inn, andre deler har overgått tidligere trendvekst. Tjenesteytende næringer har i sum ikke hentet seg inn, mens varehandel har overgått tidligere trendvekst og vært drivende for inflasjonen.

- Vi følger fremdeles nøye muligheten for **feilsteg** i finans- og pengepolitikk. Velkommuniserte signaler fra de store sentralbankene har til nå skiftet forventningene i retning av en reversering av den ultraekspansive pengepolitikken, med markedsrenter over sentralbankens tidligere kommuniserte nøytralrente.
- Krigen i Ukraina er først og fremst menneskelig lidelse. **Geopolitisk risiko** slo tydelig inn på markedet i siste del av februar og inn i mars, men deretter skiftet fokuset i stor grad tilbake til inflasjon og renteutvikling. Skulle krigen eskalere eller de geopolitiske spenningene mellom USA og Kina også forverres, vil det igjen komme i fokus.

Vi ønsker å være investert i god selskaper med god kvalitet. Kvalitet er et velbrukt begrep og gode selskap kan bety så mye, avhengig av den som vurderer dem.

Med kvalitetsselskaper mener vi selskaper med sterke og langsiktige forretningsmodeller som har god selskapsstyring og solid verdiskaping. En typisk bieffekt av dette, er at disse selskapene også pleier å være godt posisjonert med hensyn på problemstillinger knyttet til **ESG**. Vårt krav til forvalterne om å vite hva vi eier er naturlig knyttet til ønsket om å eie gode selskaper gjennom dyktige forvaltere som nøye velger og overvåker dem. Det kan hjelpe å dele opp kvalitet i fire elementer for bedre forståelse:

1. Aksjemarkedet
– god risikojustert avkastning
2. Finansiell styrke
– god egenkapitalavkastning og sterk soliditet
3. Forretningsmodell
– god selskapsstyring og solid verdiskaping
4. Produktmarkedet
– god markedsposisjon i et interessant marked

Avkastningen til selskapets aksjer i verdipapirmarkedet får kanskje størst oppmerksomhet, men er egentlig frukten av god kunnskap og hardt arbeid ut fra en sunn forretningsmodell i et produktmarked med gode muligheter.

Hva er definisjonen på et godt selskap?

Habib Subjally, Royal Bank of Canada:

“We will only invest in businesses that we believe have strong Competitive Dynamics. Such businesses benefit from: a winning business model giving them a sustainable competitive advantage, are positioned in attractive end markets, and are responsibly managed for the long-term, including strong ESG practices.”

Terry Smith, Fundsmith:

“Fundsmith is of the view that a good company is one which can generate high returns on capital across full business cycles, well in excess of their cost of capital, in cash and without requiring leverage. The company must be able to protect and sustain these high returns from competition and importantly has the ability to reinvest cash at those high rates of return to grow and compound for the foreseeable future.”



Skal så denne forretningsmodellen ha langsiktige muligheter til å reinvestere overskuddet til fortsatt god egenkapitalavkastning, bør selskapet operere i en sektor/produktmarked med **muligheter for reinvestering** av overskuddet til fortsatt god egenkapitalavkastning.

I tider med syklisk oppgang, vil markedet gjerne favorisere sykliske aksjer. Dette skjedde i noen perioder i fjor og i første kvartal 2022, og kan fortsette i 2022. Vi er observant på disse skiftende sentimentene, men reallokerer ikke nødvendigvis porteføljen etter forventninger knyttet til skiftende sentiment. **FIGUR 2**, grønn linje og venstre akse, viser avkastningen til MSCI ACWI Quality sammenlignet med MSCI ACWI Value. Når den grønne linjen stiger, gir sykliske aksjer bedre avkastning enn kvalitetsaksjer. Vi kan observere at den relative styrken til de mer sykliske aksjene samvarierte temmelig godt med løpende avkastning for amerikanske 30-årige statsobligasjoner i 2021.

Noen ord om markedet: Markedsutviklingen i 2021 var preget av inflasjonsutviklingen. Gjennom året hadde ennå ikke tjenesteetterspørselen hentet seg inn, men etterspørselen etter varer kjapt tok seg inn igjen. Se **FIGUR 3**.

Forbrukere med stabil inntekt, men mindre muligheter til reise og opplevelser, bukte penger på ting. Dette var en viktig inflasjonsdriver og løftet forventningene til inflasjon på kort og lang sikt, jamfør **FIGUR 4**.

Vi vil nevne fem momenter som bør være på radaren for markedsutviklingen i 2022:

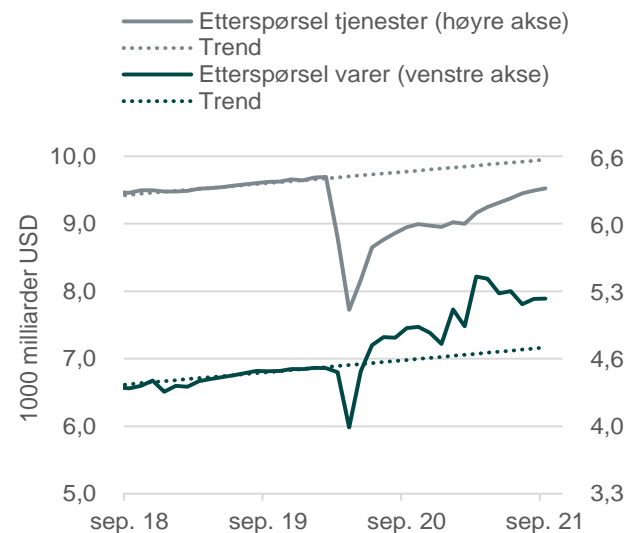
(1) Markedsaktørene lytter for det første intenst etter signaler om hvor mye og hvor fort sentralbankene vil normalisere pengepolitikken. Det mest omtalte av disse signalene er utviklingen i inflasjon, som illustrert i

FIGUR 2
Stilavkastning påvirkes av renteendringer



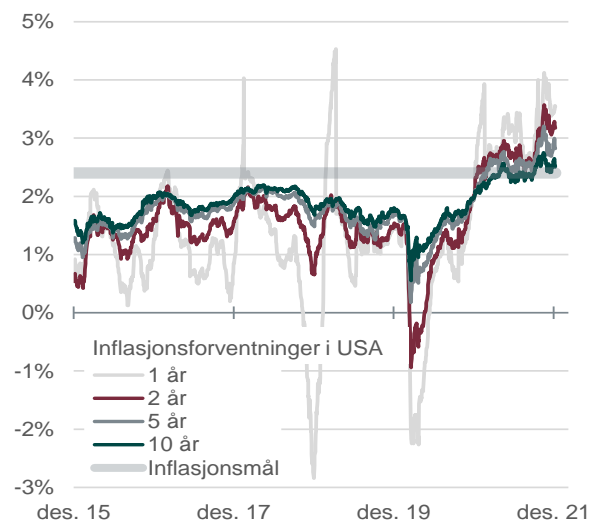
Kilde: Bloomberg, Industrifinans, 31.12.2021

FIGUR 3
Etterspørsel etter varer versus tjenester



Kilde: BCA Research, Industrifinans, Bloomberg, 30.09.2021

FIGUR 4
Inflasjonsforventninger



Kilde: BCA Research, Bloomberg, 07.01.2022



FIGUR 4 OG 5. Med nåværende realøkonomiske utvikling går det mot normalisering av pengepolitikken. *Spørsmålet* er om sentralbankene makter å endre pengepolitikken uten å legge for stor byrde på økonomien.

(2) For det andre oppstår det uansett i slike brytningstider usikkerhet om sentralbankene håndterer og *kommuniserer* modereringen av pengepolitikken på en betryggende måte.

(3) For det tredje har den lenge omtalte gjeldsyklusen igjen fått oppmerksomhet ved det svært belånte kinesiske eiendomsselskapet Evergrande og andre kinesiske eiendomsselskaper. Investorers øyne er og bør nok også være festet på hvordan kinesiske myndigheter håndterer situasjonen med reguleringer og pengepolitikk.

(4) Forventninger til inntjeningsvekst er ennå høy, på tross av at inntjeningen for globale aksjer under ett har hentet seg inn igjen etter koronakrisen. Det er derfor relevant å følge med på i hvilken grad disse forventningene blir oppfylt.

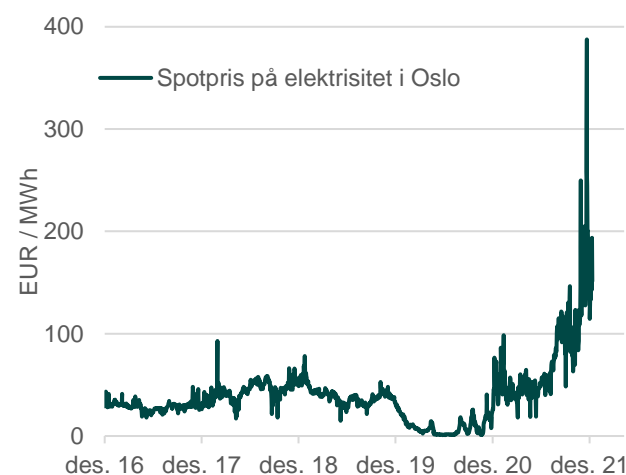
(5) Selv om den første usikkerheten har lagt seg etter Russlands invasjon av Ukraina, har geopolitiske spenninger fått en ny realisme i all sin brutalitet.

(6) Verden ennå ikke ute av den pågående pandemien. Nedstengningen i Shanghai og andre steder i Kina kan få reell påvirkning på Kinas eksportmotor.

Til sist noen ord om vår vurdering av **langsiktighet**: Som strategisk investor lar vi ikke våre investeringer ligge uten tilsyn i håp om at alt går bra til slutt. Som strategisk investor tenker vi heller mer som en industriell investor, som søker å finne den riktige investeringen, forstå verdiskapingen og følge selskapene over tid. Salg av investeringene skjer helst først når begrunnelsen for investeringen endrer seg, verdien har steget tilfredsstillende eller forvalter har funnet en bedre investeringsmulighet.

Den strategiske investor utnytter også aktivklassenes langsiktige karakteristika. På kort sikt er aksjemarkedet i høy grad preget av sentiment og daglige svingninger som deler av finansmedia søker å forklare med ulikt hell. På lang sikt er det samme aksjemarkedet i høyere grad preget av den underliggende inntjeningsutviklingen og den realøkonomiske verdiskapingen.

FIGUR 5
Utvikling av spotpris på elektrisitet



Kilde: Norpool Power Day-ahead Price, Bloomberg, 10.01.2022



E. Miljøansvar, sosialt ansvar og god eierstyring (ESG)

Stiftelsen har en egen instruks for de etiske retningslinjer. De etiske retningslinjene kan oppsummeres som følger;

Stiftelsen skal tilstrebe at kapital ikke plasseres i selskaper med en uakseptabel etisk profil, og at det velges forvaltere som også hensyntar den etiske profilen på sine investeringer. Med dette menes at forvalter i sitt valg av underliggende investeringer hensyntar et eller flere sett av etiske retningslinjer, basert på alminnelig anerkjente standarder. Aktuelle forvaltere av den likvide porteføljen bør ha undertegnet UN PRI. Dersom det fremkommer at det hos en eller flere forvaltere er plasseringer i selskaper med en uakseptabel etisk profil skal dette tas opp til diskusjon med nevnte forvalter. Slike diskusjoner skal rapporteres til stiftelsens styre.

Stiftelsen sitt investeringsutvalg har jevnlig ESG gjennomganger av porteføljen. Blant annet ESG rating av forvalterene;

Fond	PRI-rating	ESG-rating	SFDR
AKO	A		6
T. Rowe Price	A+	A	8
RBC	A+	A	8
Veritas	-	A	8
Fundsmith	A	AA	8
SGA	A	AA	8
Fondsfinans	B	AA	8
Evli	A+	AAA	8
Keel	-	-	6

PRI-rating er en rating på forvalternivå, basert på en årlig rapport fra forvalterselskapet. Skalaen går fra A+ til E, hvor A+ er beste PRI Score.

ESG-rating (MSCI ESG Fund Rating) leveres av MSCI ESG og er utformet for å måle ESG-egenskapene til et fonds underliggende beholdninger. Rangeringsskalaen går fra AAA til CCC, hvor AAA er best.

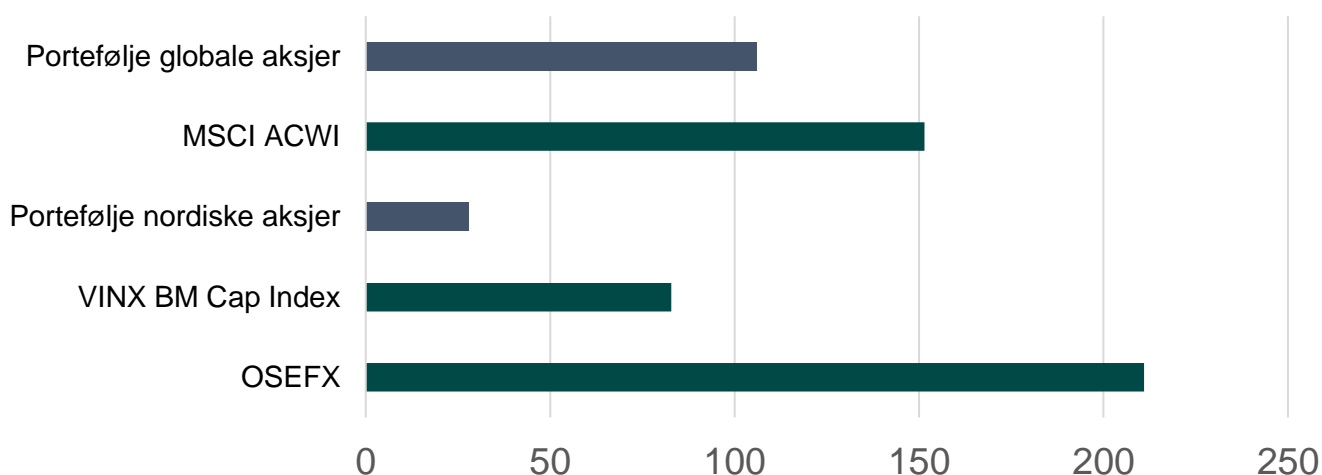
SFDR (offentliggjøringsforordningen) har definert kriterier for klassifisering av fond som definerer seg som bærekraftige. SFDR Kriteriene er beskrevet i forordningens artikkel 6, 8 og 9.

- Artikkel 9 dekker finansielle produkter som er målrettet mot bærekraftige investeringer og gjelder hvor et finansielt produkt har *bærekraftige investeringer som formål*.
- Artikkel 8 gjelder finansielle produkter som *fremmer blant annet miljømessige eller sosiale egenskaper*, eller en kombinasjon av disse egenskapene, forutsatt at selskapene som det investeres i følger god styringspraksis.



- Artikkel 6 dekker fond som ikke er artikkel 8 eller 9. En må være oppmerksom på at denne kategorien dekker alle andre produkter, og vil som en konsekvens omfatte alt fra fond som rapporterer bærekraft som ikke relevant til fond som har god integrering av bærekraft – bare ikke som definert av SFDR. Bærekraft kan fremdeles være en del av porteføljeforvalterens prosess, f.eks. ved å vurdere bærekraftsrisikoer.

Porteføljens CO2 avtrykk;



Tallet for karbonavtrykk er oppgitt i tonn karbonutslipp per millioner USD i inntekter, noe som gjør det mulig å sammenligne selskaper av forskjellige størrelser. Karbonavtrykket er beregnet ved hjelp av MSCI ESG.

Tallet for karbonavtrykk representerer selskapenes siste rapporterte eller estimerte karbonutslipp som summen av to elementer. Første element er direkte utslipp fra selskapseide og kontrollerte ressurser, som er et direkte resultat av et sett med aktiviteter på selskapsnivå. Andre element er indirekte utslipp som ble generert ved produksjon av energi kjøpt inn fra leverandør for elektrisitet, varme og kjøling.

Det er fremdeles mange selskaper som ikke rapporterer karbonavtrykk selv, og analysen inneholder rapporterte og estimerte tall som er vanskelig å verifisere. Datakvaliteten er derfor varierende, men den er i god utvikling. Vi forventer også at datakvaliteten vil bli bedre fremover etter implementeringen av EU-regelverkene innenfor bærekraftig finans.

Basert på gjennomlysning av porteføljen som gjøres regelmessig mener Investeringsutvalget at porteføljen er forvaltet i samsvar med Stiftelsens regler for miljøansvar, sosialt ansvar og god eierstyring. Det har ikke vært nødvendig å rapportere avvik til stiftelsens styre.

F. Forvaltningskostnader

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



STIFTELSEN
SCHEIBLER

Erik Garaas

Lars P Fasting

Mette Cecilie Skaug

Eyvind H. Solbu
Industrifinans Kapitalforvaltning AS