



Til Styret i Cultiva

Kristiansand, 11. mai 2022

## Innkalling til styremøte i Cultiva

Dato: 18. mai 2022  
Tid: Kl. 11:30 – 13:00  
Sted: Teams

Espen Henriksen og Hans Jørgen Stang fra investeringsrådet deltar på sak 24/22

### Saksliste:

1. Godkjenning av saksliste og gjennomgang av habilitet

2. Beslutningssak

24/22 Status kapitalforvaltning

Side 2

3. Orienteringssaker

25/22 Diverse orienteringer fra administrasjonen

4. Oppsummering

26/22 Eventuelt

Med vennlig hilsen

Kjersti Løken Stavrum (sign.)  
Styreleder

Kirsti Mathiesen Hjemdahl (sign.)  
Daglig leder



Dato: 11. mai 2022  
Saksnummer: 24/22  
Til: Styret  
Møtedato: 18. mai 2022  
Saksbehandler: Jan Erik Tønnessen

## Status kapitalforvaltning

Vedlagt denne sak er status kapital per 30.04.22 samt sak 67/21 knyttet til siste reviderte kapitalforvaltningsstrategi.

Investeringsrådet ved Hans Jørgen Stang og Espen Henriksen deltar i møtet. Disse vil også få tid til å presentere sine synspunkter i form av en presentasjon eller lignende.

### Forslag til vedtak:

Utformes i møtet.

Kirsti Mathiesen Hjemdahl  
Daglig Leder

### Vedlegg:

Trykte vedlegg:

1. Status Kapital 30.04.22
2. Sak 67/21 Revidert Kapitalforvaltningsstrategi 2022

## Status kapitalforvaltning pr 30. april 2022

Cultivas nominelle avkastning hittil i år er NOK -198 millioner (-9,5%). Totalverdien av porteføljen er NOK 2 312 millioner. Bufferkapitalen på NOK 519 millioner, noe som tilsvarer 22,4% av porteføljen. Aksjeandelen er 58%.

April måned bar preg av stigende renter og generelt større pessimisme i finansmarkedene. April bidro med et negativt resultat på NOK -82 millioner (-3,4%)

Administrasjonen forventer fortsatt større svingninger enn normalt i tiden som kommer. Sannsynligheten for oppgang har styrket seg, og da særlig innenfor obligasjonsmarkedene.

### Cultiva Kapitalforvaltning 2015-2022

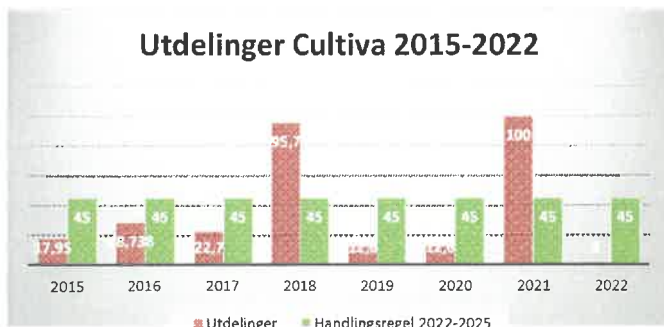
MNOK	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	30.04.22
Porteføljeverdi	1 751,2	1 790,1	1 936,5	1 874,7	2 160,5	2 278,5	2 520,0	2 311,9
Stiftelseskapital KPI-justert	-1 440,3	-1 492,1	-1 516,0	-1 560,0	-1 594,3	-1 615,0	-1 671,5	-1 689,9
Prosjektgjeld	-20,8	-34,7	-41,6	-120,3	-120,4	-43,3	-109,4	-103,3
Tellende Bufferkapital	290,1	263,3	378,9	194,4	445,8	620,2	739,1	518,7
Beregnet stressstest tap	174,9	196,9	234,8	377,7	478,6	526,3	620,1	-449,0
Aksjeandel	47 %	48 %	52 %	50 %	56 %	60 %	60 %	58 %

Ny konjunkturjustert stressstest er innført i kapitalforvaltningsstrategien fra og med desember 2020. Tallene for 2020 er ikke sammenlignbare. Basert på den konjunkturjusterte stressstesten har porteføljens bufferkapital en overdekning på NOK 69 737 150

### Porteføljefordeling (Reviderte rammer vedtatt 06.12.21)

Aktivklasse	Ramme 21	30.04.2022	Ramme 22	Min	Maks	Ref indeks	Langs. Mål
Bank/Pengemarked	2 %	1 %	2 %	1 %	20 %	ST1X	2 %
Norske Statsobligasjoner	6 %	9 %	7 %	0 %	25 %	ST4X	6 %
Nordiske Obligasjoner	8 %	7 %	7 %	0 %	25 %	NORM 123D	6 %
Globale Obligasjoner	16 %	15 %	16 %	0 %	35 %	BBG Agg	16 %
<b>Sum renteplasseringer</b>	<b>32 %</b>	<b>32 %</b>	<b>32 %</b>				<b>30 %</b>
Globale aksjer usikret	13 %	30 %	30 %	8 %	20 %	MSCI W	30 %
Globale aksjer valutasikret	46 %	28 %	29 %	48 %	60 %	MSCI W (NOI)	30 %
Venture/Private Equity	1 %	1 %	1 %	0 %	2 %	OSEBX	0 %
<b>Sum aksjeplasseringer</b>	<b>60 %</b>	<b>58 %</b>	<b>60 %</b>				<b>60 %</b>
Eiendom Norge/Norden	8 %	8 %	7 %	0 %	10 %	ST4X +1%	10 %
Formålstjenlige investeringer	0 %	2 %	1 %	0 %	10 %	n/a	0 %
<b>Aum andre aktivklasser</b>	<b>8 %</b>	<b>10 %</b>	<b>8 %</b>				<b>10 %</b>
<b>Sum</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>				<b>100 %</b>

### Oppdatert historikk per 30.04.22



## Cultiva - Porteføljoversikt og Stresstest 30.04.2022

Stresstest og porteføljefordeling					
Alle beløp i NOK		Markedsverdi	Durasjon	Ny Stresstest	Tapspotensiale
Bankinnskudd		5 140 113	0,00	0,0 %	0
DNB Likviditet (IV)		18 551 824	0,15	0,0 %	0
<b>BANK/PENGEMARKED</b>	<b>1,0 %</b>	<b>23 691 937</b>			<b>0</b>
KLP Statsobligasjon		205 000 479	4,40	10,0 %	20 500 048
<b>OBLIGASJONER NORGE</b>	<b>8,9 %</b>	<b>205 000 479</b>			<b>20 500 048</b>
Alfred Berg Nordic Investment Grade		83 850 974	3,10	10,0 %	8 385 097
DnB Nordic Investment Grade		86 303 892	0,90	10,0 %	8 630 389
<b>OBLIGASJONER NORDEN</b>	<b>7,4 %</b>	<b>170 154 866</b>			<b>17 015 487</b>
Alfred Berg Global Agg ESG		119 911 651	6,90	10,0 %	11 991 165
AQR Global Strategy Fund		0	7,30	10,0 %	0
DnB Global High Grade		229 048 489	8,10	10,0 %	22 904 849
<b>OBLIGASJONER GLOBALT</b>	<b>15,1 %</b>	<b>348 960 140</b>			<b>34 896 014</b>
<b>SUM RENTEPLASSERINGER</b>	<b>32,3 %</b>	<b>747 807 422</b>	<b>5,42</b>		<b>72 411 549</b>
KLP AksjeGlobal Indeks S		414 244 080		21,2 %	87 819 745
KLP Fremvoksende Markeder Indeks S		121 178 721		21,2 %	25 689 889
KLP AksjeGlobal Small Cap Indeks I		150 908 263		21,2 %	31 992 552
<b>GLOBALE AKSJER, USIKRET</b>	<b>29,7 %</b>	<b>686 331 064</b>			<b>145 502 186</b>
KLP AksjeGlobal Indeks Valutasikret S		641 798 267		21,2 %	136 061 233
<b>GLOBALE AKSJER, VALUTASIKRET</b>	<b>27,8 %</b>	<b>641 798 267</b>			<b>136 061 233</b>
Private equity		14 894 982		28,5 %	4 245 070
<b>PRIVATE EQUITY, VENTURE, SÅKORN</b>	<b>0,6 %</b>	<b>14 894 982</b>			<b>4 245 070</b>
<b>SUM AKSJEPLASSERINGER</b>	<b>58,1 %</b>	<b>1 343 024 313</b>			<b>285 808 488</b>
DnB Scandinavian Property Fund AS	<b>3,9 %</b>	90 098 452		10,0 %	9 009 845
Storebrand Eiendomsfond Norge Feeder AS	<b>4,2 %</b>	95 985 686		10,0 %	9 598 569
<b>SUM ANDRE INVESTERINGER</b>	<b>8,0 %</b>	<b>186 084 138</b>			<b>18 608 414</b>
Skippergata 24B AS		35 000 000		10,0 %	3 500 000
<b>SUM FORMÅLSTJENLIGE INV.</b>	<b>1,5 %</b>	<b>35 000 000</b>			<b>3 500 000</b>
<b>VALUTA</b>				10,0 %	<b>68 633 106</b>
<b>TOTALT</b>	<b>100 %</b>	<b>2 311 915 873</b>			<b>448 961 557</b>

Bufferkapital			
Porteføljeverdi			2 311 915 873
Justert grunnkapital 01.01		-1 671 553 360	
Avsetning justering grunnkapital hittil i år	3,3 %	-18 387 087	-1 689 940 447
Ikke utbetalte prosjektbevilgninger			-103 276 719
Beregnet bufferkapital			518 698 707
- Tapspotensiale i konjunkturjustert stresstest			-448 961 557
<b>Over/underdekning bufferkapital</b>			<b>69 737 150</b>
Bufferkapital i % av porteføljeverdi			22,4 %
Bufferkapital i % av aksjeplasseringer			38,6 %
Tapspotensialet i % av porteføljeverdi			19,4 %

Avkastning 2022		
Porteføljeverdi 31.03.2022		2 311 915 873
Totale Prosjektutbetalinger hittil i 2022		7 949 546
Estimerte administrasjonskostnader hittil i 2022		2 333 333
Brutto Porteføljeverdi 28. februar 2022		2 322 198 752
Porteføljeverdi 1. januar 2022		2 519 996 938
<b>Nominell avkastning på finansporteføljen</b>	<b>-197 798 186</b>	<b>-9,5 %</b>
Avsetning til grunnkapital (KPI)		18 387 087
<b>Realavkastning på finansporteføljen</b>	<b>-216 185 273</b>	<b>-10,3 %</b>
Totale prosjektutbetalinger i 2022		-7 949 546
Estimerte administrasjonskostnader hittil i 2022		-2 333 333
<b>Realavkastning for Cultiva</b>	<b>-226 468 152</b>	<b>-10,8 %</b>

## Cultiva - Avkastning for April 2022

Alle beløp i NOK		Markedsverdi 30.04.22	Markedsverdi 31.03.22	Innskudd / Uttak	Avkastning i NOK	Avkastning i %
Bankinnskudd		5 140 113	5 722 229		-582 116	0,00 %
DNB Likviditet (IV)*		18 551 824	18 512 867		38 957	0,21 %
<b>BANK/PENGEMARKED</b>	<b>1,0 %</b>	<b>23 691 937</b>	<b>24 235 096</b>		<b>-543 159</b>	<b>0,16 %</b>
KLP Statsobligasjon**		205 000 479	205 763 135		-762 656	-0,37 %
<b>OBLIGASJONER NORGE</b>	<b>8,9 %</b>	<b>205 000 479</b>	<b>205 763 135</b>		<b>-762 656</b>	<b>-0,37 %</b>
Alfred Berg Nordic Investment Grade		83 850 974	84 113 735		-262 761	-0,31 %
DnB Nordic Investment Grade		86 303 892	86 319 131		-15 239	-0,02 %
<b>OBLIGASJONER NORDEN</b>	<b>7,4 %</b>	<b>170 154 866</b>	<b>170 432 866</b>		<b>-278 000</b>	<b>-0,17 %</b>
Alfred Berg Global Agg ESG		119 911 651	125 222 227		-5 310 576	-4,24 %
AQR Global Strategy Fund		0	0		0	0,00 %
DnB Global High Grade		229 048 489	236 218 854		-7 170 365	-3,05 %
<b>OBLIGASJONER GLOBALT</b>	<b>15,1 %</b>	<b>348 960 140</b>	<b>361 441 081</b>		<b>-12 480 941</b>	<b>-3,45 %</b>
<b>SUM RENTEPLASSERINGER</b>	<b>32,3 %</b>	<b>747 807 422</b>	<b>761 872 178</b>		<b>-14 064 756</b>	<b>-1,85 %</b>
KLP AksjeGlobal Indeks S		414 244 080	425 022 365		-10 778 285	-2,54 %
KLP Fremvoksende Markeder Indeks S		121 178 721	121 801 049		-622 328	-0,51 %
KLP AksjeGlobal Small Cap S		150 908 263	153 856 422		-2 948 159	-1,92 %
<b>GLOBALE AKSJER, USIKRET</b>	<b>29,7 %</b>	<b>686 331 064</b>	<b>700 679 836</b>		<b>-14 348 772</b>	<b>-2,05 %</b>
KLP AksjeGlobal Indeks Valutasikret S***		641 798 267	694 275 162		-52 476 895	-7,56 %
<b>GLOBALE AKSJER, VALUTASIKRET</b>	<b>27,8 %</b>	<b>641 798 267</b>	<b>694 275 162</b>		<b>-52 476 895</b>	<b>-7,56 %</b>
Private equity****		14 894 982	14 894 982		0	0,00 %
<b>PRIVATE EQUITY, VENTURE, SÅKORN</b>	<b>0,6 %</b>	<b>14 894 982</b>	<b>14 894 982</b>		<b>0</b>	<b>0,00 %</b>
<b>SUM AKSJEPLASSERINGER</b>	<b>58,1 %</b>	<b>1 343 024 313</b>	<b>1 409 849 980</b>		<b>-66 825 667</b>	<b>-4,74 %</b>
DnB Scandinavian Property Fund	3,9 %	90 098 452	90 645 772		-547 320	-0,60 %
Storebrand Eiendomsfond Norge KS	4,2 %	95 985 686	96 907 349		-921 663	-0,95 %
<b>SUM ANDRE INVESTERINGER</b>	<b>8,0 %</b>	<b>186 084 138</b>	<b>187 553 121</b>		<b>-1 468 983</b>	<b>-0,78 %</b>
Skippergata 24B AS		35 000 000	35 000 000		0	0,00 %
<b>SUM FORMÅLSTJENLIGE INV.</b>	<b>1,5 %</b>	<b>35 000 000</b>	<b>35 000 000</b>		<b>0</b>	<b>0,00 %</b>
<b>Total</b>	<b>100 %</b>	<b>2 311 915 873</b>	<b>2 394 275 279</b>		<b>-82 359 406</b>	<b>-3,44 %</b>



## Cultiva - Avkastning hittil i år vs indeks

<i>Alle beløp i NOK</i>		<b>Avkastning i %*</b>	<b>Indeks %</b>	<b>Avvik</b>	
DNB Likviditet (IV)		0,24 %	0,19 %	0,05 %	ST1X
<b>PENGEMARKED</b>		<b>0,24 %</b>	<b>0,19 %</b>	<b>0,05 %</b>	
KLP Statsobligasjon		-3,65 %	-7,50 %	3,85 %	BBGAggH2N
<b>OBLIGASJONER NORGE</b>		<b>-3,65 %</b>	<b>-7,50 %</b>	<b>3,85 %</b>	BBGAggH2N
Alfred Berg Nordic Investment Grade		-3,30 %	-7,50 %	4,20 %	BBGAggH2N
DnB Nordic Investment Grade		-1,58 %	-7,50 %	5,92 %	BBGAggH2N
<b>OBLIGASJONER NORDEN</b>		<b>-0,79 %</b>	<b>-7,50 %</b>	<b>6,71 %</b>	BBGAggH2N
Alfred Berg Global Agg ESG		-4,07 %	-7,05 %		BBGAggH2N
AQR Global Strategy Fund		-5,44 %	-7,50 %	2,06 %	BBGAggH2N
DnB Global High Grade		-8,93 %	-7,50 %	-1,43 %	BBGAggH2N
<b>OBLIGASJONER GLOBALT</b>		<b>-7,69 %</b>	<b>-7,50 %</b>	<b>-0,19 %</b>	BBGAggH2N
<b>SUM OBLIGASJONER</b>		<b>-5,03 %</b>	<b>-7,50 %</b>	<b>2,47 %</b>	BBGAggH2N
KLP AksjeGlobal Indeks S		-8,69 %	-8,42 %	-0,27 %	MSCI World
KLP Fremvoksende Markeder Indeks S		-7,30 %	-7,19 %	-0,11 %	MSCI EM
KLP AksjeGlobal Small Cap Indeks S		-9,15 %	-8,93 %	-0,22 %	MSCI World SC
<b>GLOBALE AKSJER, USIKRET</b>		<b>-8,35 %</b>	<b>-8,18 %</b>	<b>-0,17 %</b>	
KLP AksjeGlobal Indeks Valutasikret S		-11,96 %	-11,52 %	-0,44 %	MSCI World
<b>GLOBALE AKSJER, VALUTASIKRET</b>		<b>-11,96 %</b>	<b>-11,52 %</b>	<b>-0,44 %</b>	
Private equity		0,00 %	3,10 %	-3,10 %	OSEBX
<b>PRIVATE EQUITY, VENTURE, SÅKORN</b>		<b>0,00 %</b>	<b>3,10 %</b>	<b>-3,10 %</b>	OSEBX
<b>SUM AKSJEPLASSERINGER</b>		<b>-11,12 %</b>	<b>-10,71 %</b>	<b>-0,41 %</b>	MSCI World (NOK)
DnB Scandinavian Property Fund		1,73 %	1,19 %	0,54 %	ST4X+1%
Storebrand Eiendomsfond Norge KS		1,35 %	1,19 %	0,16 %	ST4X+1%
<b>SUM ANDRE INVESTERINGER</b>		<b>1,53 %</b>	<b>1,19 %</b>	<b>0,34 %</b>	



Dato: 11. mai 2022  
Saksnummer: 67/21  
Til: Styret  
Møtedato: 6. desember 2021  
Saksbehandler: Jan Erik Tønnessen

## Kapitalforvaltningsstrategi 2022

### Styrets viktigste vurderinger:

Avkastning over tid vil være et resultat av den risiko styret velger å ta. Generelt vil det være slik at jo mer risiko stiftelsen tar, desto høyere vil den forventede avkastning være over tid. For styret vil det være vesentlig å ha eierskap til de valgene som både bidrar mest til forventet avkastning og som samtidig utsetter stiftelsen for reell risiko for verdifall både på kort og lang sikt. Disse er:

1. Allokering, herunder
  - a. Aksjeandel
  - b. Geografisk konsentrasjonsfordeling av aksjer, obligasjoner og eiendom.
  - c. Obligasjonsporteføljens risikoprofil og motsykliske egenskaper.
  - d. Grad av valutasikring av aksjeporteføljen.
2. Kapitalforvaltningsfilosofi – skiftende markedssyn eller evighetsperspektiv

For å illustrere betydningen av allokering, så kan det nevnes at 99% av Oljefondets («SPU») avkastning forklares av allokeringen (Finansdepartementets indeks) og 1% av faktiske valg av fond og enkeltaksjer. Dette gjelder også for Cultiva, og viser betydningen en optimal kapitalforvaltningsstrategi.

### Kapitalforvaltningsstrategien for 2022 inneholder følgende hovedtrekk:

1. Allokeringen til aksjer, obligasjoner, eiendom og venture fond foreslås uendret.
2. Geografisk konsentrasjonsfordeling av aksjer, obligasjoner og eiendom foreslås uendret
3. Valutasikringen på aksjer endres fra 80% til 50% valutasikring.
4. Obligasjoner får et høyere fradrag i stresstesten på grunn av lavere forventet motsyklikalitet med aksjer.
5. ESG-kravene foreslås uendret.
6. Andelen formålstjenlige investeringer foreslås uendret.
7. Årlige utdelinger settes til NOK 45 mill per år og revideres hvert 4. år.

8. Kapitalforvaltningsfilosofien forblir uendret hvor stiftelsen skal ha et evighetsperspektiv på investeringene. Dette er samme prinsipp som Statens Pensjonsfond Utland («SPU»), og gir også større forutsigbarhet for fremtidige årlige utdelinger.

### **Forslag til vedtak:**

- 1) Foreslåtte allokeringsrammer for 2022 og forvaltningsstrategi for 2022 godkjennes.
- 2) Administrasjonen gis fullmakt til å foreta følgende transaksjoner:
  - a. Salg av KLP AksjeGlobal Indeks II (valutasikret), verdi ca NOK 470 mill.
  - b. Kjøp av KLP AksjeGlobal Indeks I (usikret) eller tilsvarende fond, verdi ca NOK 470 mill.
  - c. Salg av AQR Global Aggregate Bond Fund, verdi ca NOK 140 mill.
  - d. Kjøp av tilsvarende globalt obligasjonsfond (som AQR) med tilnærmet samme rentedurasjon, kredittkvalitet og andel stats/statsrelaterte obligasjoner.
- 3) Administrasjonen gis heretter fullmakt til å foreta fondsbytter så lenge dette er i tråd med den til enhver tids gjeldende kapitalforvaltningsstrategi.

Kirsti Mathiesen Hjemdahl  
Daglig Leder

### **Vedlegg:**

Trykte vedlegg:

1. Kapitalforvaltningsstrategi 2022
2. Referat Investeringsrådsmøte 13.10.21
3. Sak 37/21 – Evaluering av obligasjonsporteføljen

Utrykte vedlegg

4. Sak 51-20 Revidert Kapitalforvaltningsstrategi 2021



## **Kapitalforvaltningsfilosofi**

Kapitalforvaltningsstrategien i Cultiva følger i stor grad de prinsipper som legges til grunn for forvaltningen av SPU. Dette medfører at Cultiva benytter samme etiske regelverk på sine investeringer som Stortinget har vedtatt gjelder for SPU. Videre har SPU et evighetsperspektiv på sine investeringer, noe også Cultiva har – gjennom det faktum at stiftelsen skal leve til «evig tid» uten å angripe inflasjonsjustert grunnkapital.

Gjennom å speile kapitalforvaltningsstrategien fra SPU får styret i Cultiva en trygghet i egen forvaltning ettersom vi vet at de ekspertgrupper Finansdepartementet oppnevner ved eventuelle endringer i strategi består av den ypperste kompetanse som finnes innenfor kapitalforvaltningsfeltet - både på nasjonalt og internasjonalt nivå.

Espen Henriksen og Hans Jørgen Stang fungerer som Investeringsråd for administrasjonen, og i arbeidet med ny kapitalforvaltningsstrategi for 2022 er det avholdt flere møter med Investeringsrådet.

Førsteamanuensis Espen Henriksen, ved Handelshøyskolen BI og University of Santa Barbara, har både jobbet i SPU og også deltatt i slike ekspertgrupper, og har derfor inngående kjennskap til kapitalforvaltningen i SPU. Hans Jørgen Stang er Administrerende Direktør i stiftelsen UNIFOR. Stiftelsen UNIFOR spiller kapitalforvaltningsstrategien i SPU på samme måte som Cultiva.

## **Årlige utdelinger og Aksjeandel**

Cultiva har de siste årene opparbeidet seg en betydelig bufferkapital som et resultat av svært gode verdipapirmarkeder kombinert med beskjedne årlige utdelinger. Resultatet er at Cultiva nå har en bufferkapital som er så solid at stiftelsen nå kan foreta jevne årlige utdelinger. Likhetstrekkene med SPU er således enda tydeligere nå.

Mork-utvalget (hvor Espen Henriksen var medlem) ble oppnevnt av Finansdepartementet for å utrede om SPU burde øke sin aksjeandel fra 60 til 70%. Utvalget konkluderte med 70%, og la samtidig føringer på hvilken realavkastning SPU kan forvente i fremtiden. Rapporten sier at ved en aksjeandel på 60% (Cultiva), så forventes en gjennomsnittlig realavkastning (etter inflasjon) på hele porteføljen på ca 2,5%. Ved en aksjeandel på 70% stiger denne til ca 3,0% (ofte omtalt som «handlingsregelen» i SPU).

For Cultiva vil en handlingsregel på 2,5% (60% aksjer) medføre at forventet gjennomsnittlig årlig realavkastning vil være ca NOK 57 mill. Justert for administrasjonskostnader vil nåværende aksjeandel kunne forsvare fremtidig gjennomsnittlige årlige utdelinger på ca NOK 45-50 mill.

Tilsvarende vil en handlingsregel på 3,0% (70% aksjer) forsvare fremtidig gjennomsnittlige årlige utdelinger på ca NOK 57-62 mill.

Gitt at handlingsregelen overholdes, så bør Cultiva ha tilstrekkelig bufferkapital til å øke aksjeandelen fra 60 til 70%. Et slikt valg vil være en avveining mellom økt forventet utdeling (ca NOK 12 mill/år) og økte tapsprosjenter i dårlige tider. Investeringsrådet kommenterer dette slik:

*«Både Oljefondet og Cultiva følger en svært indeksnær strategi, så når det gjelder den tekniske gjennomføringen av strategien så står Cultiva omtrent like godt rustet som Oljefondet. Et vanskeligere spørsmål som styret må ta stilling til, er hvordan både de og opinionen vil reagere om verdien av stiftelsen skulle bli redusert med f.eks. 30% som følge av et fall i globale finansmarkeder og om det kan undergrave evnen til å gjennomføre formålet med stiftelsen. Høyere aksjeandel gir høyere forventet avkastning, men øker samtidig sannsynligheten for et slikt scenario. Cultiva har en investeringsstrategi som ligger svært tett opp mot Oljefondet. Det er ikke bare økonomisk og finansielt fornuftig, men det betyr også at Stiftelsen har Oljefondet som «skjold» med hensyn på omdømme. Aksjeandelen må ses i sammenheng med styrets ønsker om årlige utdelinger. Styret bør utfordres på hva man ønsker i årlige utdelinger, hvor store endringer i utdelinger fra år-til-år som de kan stå igjennom, og om nedsiderisikoen knyttet til aksjeinvesteringer er godt nok forankret både i styret og opinionen. Endringer i aksjeandel bør være en eventuell konsekvens av dette.»*

Administrasjonen konkluderer med at styret må ha en slik diskusjon før en eventuell beslutning om endret aksjeandel kan tas.

Administrasjonen foreslår derfor inntil videre om å følge den langsiktige planen om en aksjeandel på 60% i porteføljen. I skrivende stund (15. november) er aksjeandelen på 60% og en tilhørende bufferkapital på 30%.

Rebalanseringsregelen foreslås inntil videre uendret. Dette medfører at ved aksjefall ut over 4%-poeng av foreslått ramme for 2021, så skal porteføljen rebalanseres tilbake til utgangspunktet. Ved aksjestigning opprettholdes regelen at ingen rebalansering skal foretas før aksjeandelen har nådd 60%. I praksis vil dette bety at når aksjeandelen når 64% så vil den rebalanseres tilbake til 60%. Denne metodikken benyttes også av SPU, og har historisk vært et utmerket verktøy for å selge aksjer til høy pris og kjøpe aksjer til lav pris. Det er viktig at stiftelsen er tro mot regelen da man av erfaring vet at det ofte fortoner seg vanskelig å kjøpe aksjer i fallende markeder. Cultiva rebalanserte aksjeporteføljen i mars 2020 (opp), desember 2020 (ned) og november 2021 (ned).

Om styret skulle ønske en økt aksjeandel, så vil administrasjonen anbefale at man lar aksjeandelen flyte naturlig oppover inntil den når 70% (det vil si at man ikke fysisk bytter obligasjoner med aksjer, og at det vil være markedsutviklingen som avgjør hvor lang tid det tar å nå 70%). Videre vil administrasjonen i et slikt tilfelle anbefale at nedre rebalanseringsgrense ved hvert kvartalsslutt settes til 4%-poeng lavere enn faktisk aksjeandel. Ny (og fast) øvre rebalanseringsgrense vil være 74%.

## Aksjeunivers

Cultiva har en allokeringsstrategi tett opp mot SPU. Sistnevnte har følgende fordeling i sin aksjeportefølje:

A. Utviklede markeder, store og mellomstore selskaper	77%
B. Fremvoksende markeder, store og mellomstore selskaper	10%
C. Utviklede markeder, små selskaper	12%
D. Fremvoksende markeder, små selskaper	1%
E. Totalt	100%

Cultiva har i dag en indekxnær portefølje som er fordelt mellom segmentene A, B og C med fordelingsnøkkel 80%-10%-10%. Segment D er ikke dekket.

## Valutasikring

Per i dag er 80% av Cultivas aksjeportefølje valutasikret (segment A over). Segmentene B og C (til sammen 20%) tilbys ikke som valutasikrede indekxnære fond, og er derfor usikrede investeringer.

SPU ikke er valutasikret fordi Norge som nasjon hvert år har stor verdiskaping i NOK, men utgifter både i NOK og i utenlandsk valuta. For Norge som nasjon blir derfor et ikke-valutasikret SPU som en liten forsikring mot de valutasvingningene landet uansett er utsatt for. Dette gjelder ikke for Cultiva.

Cultiva har ingen øvrige inntekter, alle utgifter er i NOK, mens en stor del av porteføljen er i utenlandsk valuta. Videre gir valutarisiko ingen forventet meravkastning, og stiftelsen unngår å forholde seg til valutasvingninger i tillegg til de faktiske svingningene i aksjemarkedet.

Disse forskjellene gjør det i utgangspunktet fornuftig å avvike fra SPU's strategi når det gjelder valutasikring.

I tillegg til overnevnte argumenter for valutasikring, så har det hittil vært fremført et argument om at valutasikring har en beskjeden merkostnad (ca 0,02% per år). Dette har administrasjonen sett nærmere på, og bedt Investeringsrådet gjøre en ny vurdering av de faktiske kostnader som valutasikring faktisk medfører. Investeringsrådet kommer til følgende konklusjon:

*Espen Henriksen, Hans Jørgen Stang og Jan Erik Tønnessen deltok i møte med KLP. Møtet viste at valutasikrede indekxnære fond over tid kan gi en kostnad som er betydelig høyere enn forskjellen i forvaltningshonorar på usikrede og sikrede fond (ca 2 bps). Årsaken til dette er at i nyere tid (siste 20 år) så har kronkursen hatt en tendens til å svekke seg mye på kort tid, mens den bruker lenger tid på å styrke seg. Dette medfører ubalanse i valutasikringskontraktene, og noe KLP kaller for negativ rebalanseringseffekt". I 2020 utgjorde dette et tap på ca 4%. Normalt vil slike hendelser ikke oppstå hvert år, men det er ikke usannsynlig at dette kan inntreffe 1-2 ganger hver tiårsperiode. Historien indikerer således at valutasikring over tid kan koste mer (4%/10 år = 0,4%/år) enn hva vi opprinnelig har antatt. Disse rebalanseringseffektene blir ikke fanget opp av indeksen ettersom denne er basert på samme sikringsmetodikk som indeksfondet.*

*Foreløpig er det ikke identifisert andre sikringsstrategier som eliminerer problemet. Investeringsrådet mener at så lenge dette forholdet er tilfelle, og at rebalanseringskostnader eksisterer, så bør stiftelsene vurdere å redusere sin andel valutasikrede indekxnære fond. Dersom det ikke ville vært rebalanseringskostnader eller forvaltningsselskapene kan finne en teknisk løsning for å unngå disse kostnadene, mener Investeringsrådet fortsatt at valutasikring bør være den foretrukne strategi.*

På bakgrunn av dette anbefaler administrasjonen å redusere andelen valutasikrede aksjefond fra 80% til 50%. Hovedårsaken til at det ikke foreslås å gå over til 100% usikrede fond, er at usikrede aksjefond i teorien vil svinge mer i verdi enn valutasikrede fond. Ettersom stiftelsen også må ta hensyn til beskyttelse av grunnkapital (gjennom stresstesten), så anbefaler administrasjonen en 50/50 løsning.

Administrasjonen vil være åpen for å revurdere sin anbefaling dersom det tilbys en teknisk løsning som unngår disse valutasikringskostnadene.

Det presiseres at alle obligasjonsinvesteringer fortsatt skal være valutasikret.

## **ESG og Bærekraftige investeringer**

Administrasjonen tydeliggjorde de etiske retningslinjene og knyttet disse nærmere FN sine prinsipper for ansvarlige investeringer («UNPRI») i fjorårets kapitalforvaltningsstrategi. Om dette sier Investeringsrådet:

*Begge stiftelser er tilstrekkelig fokusert på ESG. Dersom styrene ønsker ytterligere fokus/handling på investeringsiden så blir dette en styrebeslutning som bør forankres med utgangspunkt i stiftelsenes verdigrunnlag. Å fokusere på bærekraft i tildelingene er antakelig mye viktigere enn for investeringsporteføljen. Fond som markedsføres med merkelappen "ESG" koster vanligvis mer enn fond uten denne merkelappen, men det er faglig tvilsomt om allokering til slike fond gjør en materiell forskjell. Gjennom tildelingene gjør stiftelsene en materiell forskjell. Da er det antakelig mer fornuftig å fokusere på høyest mulig risikoustert avkastning etter kostnader og sørge for å gjøre en reell og materiell forskjell gjennom tildelingene fra stiftelsene.*

Administrasjonen anbefaler å beholde nåværende retningslinjer.

## **Obligasjoner**

I juni 2021 gjorde administrasjonen en vurdering av obligasjonsporteføljen (sak 37-21, vedlegg 2).

Administrasjonen opprettholder anbefalingen og foreslår ingen endringer i obligasjonsporteføljens gjennomsnittlige egenskaper (rentedurasjon, kredittkvalitet og stats/statsrelaterte obligasjoners andel av porteføljen). Imidlertid har administrasjonen et ønske om å skifte ut nåværende investering i AQR Global Aggregate Bond Fund (NOK 140 mill) med et tilsvarende globalt fond. Årsaken er en mindreavkastning siden investeringstidspunktet i 2019 og en begrenset tro på deres kvantitative modeller som danner grunnlag for deres investeringsbeslutninger. Fondet er innkjøpt via Gabler-plattformen og gir også administrasjonen mindre tilgang på informasjon enn hva som er tilfellet med våre øvrige obligasjonsinvesteringer.

## **Formålstjenlige Investeringer**

Administrasjonen foreslår å opprettholde dagens ramme på 2% av totalporteføljen. Investeringsrådet påpeker følgende:

*Rådet presiserer at formålstjenlige investeringer kun bør være av temporær art, og at exit-strategi må nedfelles i protokollen. Erfaringer viser at denne type investeringer av permanent art gjerne tiltrekker seg behov/politisk press for mer av samme type.*

Administrasjonen foreslår derfor å inkludere at exit-strategi nedfelles i protokollen for alle fremtidige formålstjenlige investeringer.

## **Stresstest**

Cultiva benytter en konjunkturbasert stresstest. Dette betyr at stresstesten tar hensyn til hvor på markedssyklusen vi befinner oss. I praksis betyr dette at stresstesten tar et større «jafs» av verdiene når markedene er på topp enn når markedene er dårlige.

Mye av årsaken til den høye prisingen i aksjemarkedet er det historisk lave rentenivået i verden. Dette gjør at fremtidige forventede inntekter får en høyere verdi enn hva som var tilfellet ved et mer «vanlig» rentenivå. Dette nye rentebildet i verden tilsier at vi kan forvente endringer i samvariasjonsegenskapene mellom aksjer og obligasjoner. Det kan tenkes at obligasjoner i fremtiden gir mindre beskyttelse mot aksjemarkedsfall enn hva tilfellet har vært tidligere. Det kan derfor være slik at vår nåværende stresstest inneholder for høy forventet motsyklikalitet (eller negativ samvariasjon) mellom aksjer og obligasjoner.

For å være i forkant av en slik utvikling, foreslår administrasjonen å endre fradraget på 3,5% (ved 5 års rentedurasjon) til 10%. Det eksisterer foreløpig

ikke godt nok datagrunnlag til å regne seg frem til hvor stor økningen bør være, så 10% er skjønnsmessig fastsatt av administrasjonen. Ny stresstest inneholder dermed følgende parametre hvor punkt 3 er endret:

- 1) Aksjeporteføljen gis 67,5% av faktisk verdi dersom den relevante aksjeindeks har ny toppnotering på rapporteringstidspunktet. Aksjeporteføljen kan aldri gis høyere verdi enn 90%.
- 2) Dersom den relevante aksjeindeks har en toppnotering på et tidligere rapporteringstidspunkt innen siste 5 år, skal stresstesten hensynta faktisk fall fra toppnoteringen.
- 3) Obligasjonsporteføljen gis 90% av faktisk verdi dersom porteføljens gjennomsnittsdurasjon er 5 år. Ved kortere eller lengre gjennomsnittsdurasjon enn 5 år, skal verdisettingen reflektere den endrede durasjonen på lineær basis.
- 4) Ubelånte eiendomsfond gis 90% av faktisk verdi dersom det enkelte fondet har ny toppnotering på rapporteringstidspunktet.
- 5) Dersom de ubelånte eiendomsfond har en toppnotering på et tidligere rapporteringstidspunkt innen siste 5 år, skal stresstesten hensynta faktisk fall fra toppnoteringen. Eiendomsporteføljen kan aldri gis høyere verdi enn 95%.
- 6) Valutarisiko hensyntar 10% forverring i valutakurs for usikrede fond.

Den reviderte stresstesten gjør at overdekningen per 31.10.21 reduseres fra NOK 133 mill til NOK 87 mill.

## Foreslåtte allokeringer

For 2022 foreslås derfor følgende allokeringer:

Aktivklasse	Ramme 2021	Status 31.10.21	Ramme 2022	Min	Maks	Referanse indeks	Langsiktig mål
Bank/Pengemarked	2 %	1 %	2 %	1 %	20 %	ST1X	2 %
Norske statsobligasjoner	6 %	8 %	7 %	0 %	25 %	ST4X	6 %
Nordiske obligasjoner	8 %	6 %	7 %	0 %	25 %	NORM 123D3	6 %
Globale obligasjoner	16 %	14 %	16 %	0 %	35 %	BCGBAI(NOK)	16 %
<b>Sum renteplasseringer</b>	<b>32 %</b>	<b>29 %</b>	<b>31 %</b>				<b>30 %</b>
Globale aksjer (usikret)	13%	12 %	30%	20 %	40 %	MSCI (NOK)	30 %
Globale aksjer (Valutasikret)	46%	50 %	29%	20 %	40 %	MSCI	30 %
Venture/Såkorn	1 %	1 %	1 %	0 %	2 %	OSEBX	0 %
<b>Sum aksjeplasseringer</b>	<b>60 %</b>	<b>63 %</b>	<b>60 %</b>	<b>56 %</b>	<b>64 %</b>		<b>60 %</b>
Eiendom Norge og utland	8 %	7 %	7 %	0 %	10 %	ST4X + 1 %	10 %
Infl.sikrede obl. - anlegg	0 %	0 %	0 %	0 %	10 %	ST4X + 1 %	0 %
Formålstj. investeringer	0 %	0 %	1 %	0 %	2 %	n/a	0 %
<b>Sum andre aktivklasser</b>	<b>8 %</b>	<b>7 %</b>	<b>9 %</b>				<b>10 %</b>
<b>Sum</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>				<b>100 %</b>