

---

# Utdelingspolicy for gaveutdelinger i Kavlifondet

---

Selvstendig arbeid innen masterstudiet i økonomi og administrasjon,  
hovedprofil Finansiell økonomi

Veileder: Aksel Mjøs

av  
**Erling Johan Frøysa**

Dette selvstendige arbeidet er gjennomført som ledd i masterstudiet i økonomi- og administrasjon ved Norges Handelshøyskole og godkjent som sådan. Godkjenningen innebærer ikke at Høyskolen innestår for de metoder som er anvendt, de resultater som er fremkommet eller de konklusjoner som er trukket i arbeidet.

## Sammendrag

---

Denne oppgaven ser på mulige utdelingspolicyer for O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, og analyserer disse i et forsøk på å finne en policy som vil være mest hensiktsmessig å implementere i stiftelsen. Problemstillingene forsøkes besvart gjennom to metoder. Først ser oppgaven på andre aktører i bransjen for å kartlegge aktuelle praktiserende utdelingspolicyer. Videre gjennomføres en simuleringsmodell der utvalgte utdelingsmodeller implementeres for å kunne analysere effektene av dette videre.

Ingen av metodene gir et klart svar på hvilken utdelingspolicy som passer best. For det første finner vi et godt sprik i bruk av utdelingsmodeller i praksis – der det også viser seg at en del ikke har noen fast utdelingspolicy. Simuleringen ser videre på en del viktige nøkkeltall, og identifiserer flere avveininger som må vurderes i valget av en utdelingspolicy. Med mange vanskelige vurderinger og avveininger klarer ikke oppgaven å besvare problemstillingen direkte. Likevel avdekkes de viktigste vurderingsfaktorene og disse blir presentert gjennom analysen.

## Forord

---

Denne utredningen representerer en milepæl i livet mitt, og utgjør mitt selvstendige arbeid i masterstudiet i finans ved Norges Handelshøyskole.

Oppgavens problemstilling har vært spennende og utfordrende, og tilsvarende problemstilling er trolig aktuell også for andre stiftelser. Selv om oppgaven i utgangspunktet er rettet mot Kavlifondet, var det også spennende å se om det var mulig å komme med generelle anbefalinger til andre stiftelser. Gjennom oppgaveprosessen ble det klart at analysen måtte spesialiseres en god del mot Kavlifondet, slik at det ble vanskelig å generalisere mot andre stiftelser. Når det er sagt, håper jeg likevel at oppgaven i det minste kan hjelpe andre stiftelser til å bli mer bevisst på en problemstilling som denne.

Jeg vil rette en stor takk til Aksel Mjøs, styremedlem i Kavlifondet og min veileder for oppgaven. Først for ideen til oppgaven men ikke minst for all hjelp og tålmodighet han har hatt med meg gjennom denne prosessen. En stor takk går også til Inger Elise Iversen i Kavlifondet og Frode Sagen i Kavli Holding AS for hyggelige tilbakemeldinger og svar på spørsmål jeg har hatt underveis.

Bergen, 20. desember 2011

Erling Johan Frøysa

## Innhold

---

Sammendrag .....	2
Forord.....	3
1 Innledning.....	6
1.1 Bakgrunn og problemstilling .....	6
1.2 Oppgavens oppbygging .....	7
2 Teori.....	8
2.1 Definisjon av utdelingspolicy.....	8
2.2 Utdelingspolicy generelt.....	8
2.3 Historisk endring .....	9
2.4 Utdelingsmetoder.....	11
2.5 Bruk av metoder i praksis.....	15
2.6 En del av finansstrategien .....	17
2.7 Næringsvirksomhet .....	17
2.8 Oppsummering.....	18
3 Næringsdrivende stiftelser.....	19
3.1 Stiftelse.....	19
3.2 Andre næringsdrivende stiftelser.....	19
3.3 Utdelingspolicy i praksis .....	24
3.4 Oppsummering.....	25
4 Kavlifondet .....	26
4.1 Oversikt over stiftelsen.....	26
4.2 Vedtekter og formål .....	27
4.3 Eiendeler.....	28
4.4 Andre egenskaper .....	30
4.5 Ønsker fra styret.....	31
4.6 Historiske kontantstrømmer og utdelinger.....	32

4.7	Oppsummering.....	33
5	Analyse av utdelingsmetode .....	35
5.1	Diskusjon rundt utdelingsmodellene .....	35
5.2	Simulering.....	40
5.3	Kritikk og svakheter ved modellen .....	46
5.4	Sensitivitetsanalyse .....	47
5.5	Oppsummering.....	49
6	Konklusjon .....	50
7	Vedlegg .....	51
1.	Næringsdrivende stiftelser .....	51
2.	Utdelingspolicyer i praksis.....	53
3.	NACUBO-undersøkelse.....	54
4.	Simulering.....	55
8	Referanseliste .....	63
	Tabeller.....	67
	Figurer .....	67

## 1 Innledning

---

### 1.1 Bakgrunn og problemstilling

---

Stiftelsen O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond (Kavlifondet) ble opprettet i 1962 som et juridisk barn til Kavlikonsernets daværende eier, Knut Kavli, da han ikke hadde barn eller andre arvinger. Alle aksjene i konsernet ble overdratt til stiftelsen for å sikre konsernets videre eksistens. Kavlifondet fikk definert et formål å fremme forskning, kultur og humanitær virksomhet. Dette formålet utøves den dag i dag gjennom store og små, så vel som nasjonale og internasjonale, prosjekter. Eksemplene er mange, blant annet støttes et forskningssenter for demensforskning, Frelsesarmeens Sally Ann-prosjekt, ulike arrangement under Festspillene i Bergen og andre prosjekter i Kavli-landene (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011a).

Med en eierandel på 100 % i Kavlikonsernet, er dette den viktigste ressurskilden, i form av utbytteutbetalinger og renter, til årlige gaveutdelinger.<sup>1</sup> Konsernet har lange tradisjoner, spesielt på Vestlandet og Bergen, men er også etablert i utlandet med produksjonsfabrikker i Sverige, Danmark og Storbritannia. Konsernets matvareprodukter blir i dag solgt i over 20 land (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011a).

Det er nå en liten stund siden Kavlifondet endret utdelingsstrategien til at det ønskes å støtte færre, men større, allmennyttige prosjekter enn tidligere (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2010). I sammenheng med dette er det ønskelig med en analyse og vurdering av hvilken handlingsregel som er mest hensiktsmessig for utdelingene, der fondets egenskaper, investeringer, vedtekter og styrets ønsker forøvrig er hensyntatt. Med en handlingsregel menes hvordan man skal avgjøre hvor mye som skal deles ut til allmennyttige formål ett enkelt år, og hvor mye som skal holdes igjen og forvaltes for fremtidig utdeling – mer konkret en utdelingspolicy. Frem til i dag har det ikke vært definert noen spesifikk regel for hvor stort beløp som skal deles ut hvert år, og størrelsen på gavebeløpene er gjerne bestemt årlig etter skjønn og ut i fra hvor mye man faktisk klarer å få delt ut.

I tillegg til dette, ble det høsten 2010 utarbeidet en masterutredning som omhandler Kavlifondets forvaltningsstrategi. Denne ble skrevet av Morten Gevoll, og oppgaven forsøker å gi anbefalinger til hvordan kapitalen i stiftelsen bør forvaltes. Min oppgave kan ses på som et komplement til dette, og begge deler vil inngå som et ledd i finansstrategien.

---

<sup>1</sup> Morselskapet i konsernet, der utbyttene utbetales fra, er Kavli Holding AS

Med bakgrunn i dette vil problemstillingen i denne oppgaven rette seg inn mot valg av utdelingspolicy.

*Hvilken utdelingspolicy, basert på teori, bransjepraksis og stiftelsens egenskaper, til allmennyttige formål er mest hensiktsmessig for O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond?*

## 1.2 Oppgavens oppbygging

---

Oppgaven videre vil i kapittel 2 gjennomgå aktuell teori rundet utdelingspolicy. Kapittel 3 ser nærmere på hva en næringsdrivende stiftelse er og forsøker å identifisere lignende stiftelser som Kavlifondet. Videre i kapitel 4 går oppgaven nærmere inn på selve Kavlifondet og viktige egenskaper i forhold til en utdelingspolicy. Disse kapitlene gir et grunnlag for analysen i kapittel 5 hvor oppgaven prøver å analysere effekten av ulike utdelingspolicyer. Kapittel 6 avslutter med en konklusjon.

## 2 Teori

---

Teorikapitlet tar for seg aktuell teori innen utforming av en utdelingspolicy, eller handlingsregel, for uttak av midler fra en forvaltet portefølje. For Kavlifondet vil dette være uttak i forbindelse med gaveutdelinger til allmennyttige formål. Det forsøkes videre å se på hvilke implikasjoner ulike utdelingspolicyer vil ha på relevante og viktige faktorer ved porteføljen og stiftelsen som helhet. Kapitlet ser dessuten på andre viktige elementer som bør være med i vurderingen i å utforme en utdelingspolicy.

Litteraturen rundt utdelingspolicyer er ikke særlig omfattende. Det finnes noe generell teori rundt temaet, utfordringen er at en utdelingspolicy ofte er avhengig av stiftelsens egenskaper, vedtekter og finansstrategi forøvrig at prosessen med å fastsette en utdelingsregel er svært forskjellig fra stiftelse til stiftelse. Derfor blir litteratur rundt dette noe overordnet og i enkelte tilfeller ikke egnet for denne oppgaven. Under gjennomgås det mest sentrale.

### 2.1 Definisjon av utdelingspolicy

---

Kjært barn har mange navn. «Spending policy», «Spending rule», «Endowment spending», «Handlingsregel» og «Utdelingsregel» er eksempler på andre uttrykk som kan ha tilsvarende betydning som utdelingspolicy. I Norge er kanskje uttrykket «handlingsregel» mest kjent i forbindelse med Statens pensjonsfond utland (SPU), der man definerer hvor mye av oljeinntektene man kan bruke i hvert år.

Årsaken til valg av ordet utdelingspolicy i stedet for handlingsregel er at den føles mer konkret mot det oppgaven søker å besvare. Dessuten hjelper det i å få fram et viktig element for Kavlifondet – det å dele ut penger til gode allmennyttige prosjekter.

### 2.2 Utdelingspolicy generelt

---

Den kanskje mest kjente og synlige litteraturen rundt utdelingspolicy finner vi hos amerikanske universitetsfond. Slike fond er per definisjon ikke en stiftelse – det er universitetet, eller andre institusjoner som eier fondet. En stiftelse er på sin side eierløs. Likevel har slike fond flere klare likhetstrekk med evigvarende pengeutdelende stiftelser som Kavlifondet. Hovedtrekkene er at en formue forvaltes med langsiktig horisont samtidig som man bruker deler av formuen hvert år. For



universitetsfondene er formålet å dekke deler av kostnadene ved å drive universitetet.<sup>2</sup> Utdelinger fra for eksempel Yale Endowment stod i 2010 for 41,3 % av universitetets budsjett, og har de siste årene ligger godt over 30 % (The Yale Endowment, 2011). Dette er heller ikke ulikt SPU og den velkjente handlingsregelen.

Universitetsfond har gjerne to prinsipielle langsiktige hovedformål. Se for eksempel Herring & Seth (2008), Salem (1992) og Ellis (1993):

1. Fokus på en stabil kjøpekraft til formuen.
2. Fokus på en stabil utdelingsstørrelse fra år til år.

For det første er det viktig at man opprettholder og har en stabil kjøpekraft i formuen. Stor variasjon i formuesverdi, som jo er grunnlaget for utdelinger, er lite ønskelig. Ved å fokusere på denne stabiliteten forbygger man at formuen spises opp ved for store årlige utdelinger, og at realverdien holdes i sjakk slik at formuen kan vare til evig tid. For det andre ønskes også forutsigbare og stabile utdelinger fra år til år. Store og uforutsigbare svingninger i utdelinger er i mange tilfeller uheldig både for organisasjonen og dens samarbeidspartnere, spesielt med langvarige prosjekter.

Med formuen plassert i det volatile verdipapirmarkedet ser man at det nødvendigvis er en tradeoff mellom disse to målene. Fokuserer man fullt ut på stabilitet i kjøpekraften til formuen må man tåle store endringer i utdelinger fra år til år. Motsatt, fokuserer man fullt ut på stabile utdelingsstørrelser må man tåle større variasjoner i kjøpekraften til formuen. Problemstillingen viser seg å ha blitt mye diskutert, spesielt for universitetsfond der en ser på hvordan man skal avgjøre hvor mye som skal deles ut til dagens budsjett og hvor mye som skal holdes igjen og forvaltes til fremtidige generasjoner – i korte trekk en utdelingspolicy. Det hersker enighet om at målene bør balanseres og utdelingen skal være bærekraftig og rettferdig (Moriarty, 2010) (Ameriks & Jaconetti, 2006). Dagens mottakere skal altså ha den samme nytten av fondet som fremtidens mottakere, og en utdelingspolicy har som oppgave å harmonere med dette. Spørsmålet er hvordan man på best mulig måte tilrettelegger for å oppnå dette.

### 2.3 Historisk endring

---

Historisk har tilnærminger til utdelingspolicyer hos pengeutdelende institusjoner utviklet seg. Investeringer har gått fra å bestå av jordlapper som skulle finansiere religiøse organisasjoner så tidlig

---

<sup>2</sup> Universitetsfond kalles gjerne Endowments på engelsk. De to største er Harvard Endowment på USD 27,6 Mrd (Harvard Management Company, 2010) og Yale Endowment på USD 16,6 Mrd (The Yale Endowment, 2011)

som på 1300-tallet, til tidlig 1900-tallet med investeringene i et kraftig voksende obligasjonsmarked, og videre til aksjeboomen på 50- og 60-tallet (Moriarty, 2010). Over tid har inntektene til gavefondene altså gått fra å bestå av leieinntekter fra land, via fokus på renteinntekter, til økt fokus på aksjeavkastning. Med moderne porteføljeteori kombineres plasseringer i ulike aktivaklasser, for eksempel rentemarkedet og aksjemarkedet (Butler, 1995). Dette kalles diversifisering, og idéen bak metoden er å redusere eksponeringen av selskapsspesifikke faktorer ved å spre investeringer på ulike aktiva (Bodie, Kane, & Marcus, 2009). Disse praktiske endringene for investeringsallokering har deretter ført til endringer i utdelingspolicy. Da aksjemarkedet tok av, satt stiftelsene fortsatt med tradisjonelle uttaksregler som sa at man bare kunne bruke av dividende- og renteinntekter (Moriarty, 2010). Kapitalgevinsten var da ikke medregnet i inntekten, og ble i stedet tillagt prinsipalen. For pengeutdelende fond var det derfor ikke gunstig å sitte i aksjer, spesielt ikke vekstaksjer, dersom man var avhengig av utdelinger hvert år. Da studier antydte at man kunne forbedre langsiktig avkastning ved å investere en større andel i vekstaksjer, fikk utdelingspolicy større interesse (Salem, 1992).

Fokuset ble tatt bort fra inntektsbaserte regler, og populariteten til totalavkastningsregler økte.<sup>3</sup> Det ble argumentert for at denne metoden ville passe bedre dersom man hadde en langsiktig tidshorisont - noe mange stiftelser gjerne har (Salem, 1992). Da kunne man allokere seg til et ønskelig risikonivå og maksimere langsiktig avkastning, uten å være låst til obligasjoner og utbytteaksjer (Marshall & McCracken, 2011). En utfordring som da dukket opp var likviditet. Dersom kapitalgevinsten ett år ble den dominerende inntekten kunne man oppleve at utdelingsregelen tilsa et forbruk større enn inngående pengestrøm (dividende + kuponger). Dette vil i så fall føre til rebalanseringsbehov da man må trekke på den likvide delen av porteføljen for å møte utbetalingsforpliktelsene (Moriarty, 2010).

Med en mer og mer akseptert moderne porteføljeteori og større fokus på totalavkastning i investeringsbeslutninger, ble et lovverk (UMIFA<sup>4</sup>) utviklet for veldedige organisasjoner og etter hvert innført i de fleste av USAs stater. Formålet med lovverket var å regulere investeringsbeslutninger og uttak og bruk av formuen (Allison, 2009). Arvtageren til UMIFA, UPMIFA<sup>5</sup>, kom i 2006, med noen få endringer. Regelverket setter blant annet opp noen faktorer som må vurderes ved en fastsettelse av en utdelingspolicy.

---

<sup>3</sup> Totalavkastning er oversatt fra det engelske ordet "total return". Med begrepet menes at både realiserte og urealiserte (kapitalgevinster) inntekter medregnes i avkastningen.

<sup>4</sup> Uniform Management of Institutional Funds Act

<sup>5</sup> Uniform Prudent Management of Institutional Funds Act

## 2.4 Utdelingsmetoder

---

Uenigheten og diskusjonen rundt utdelingspolicy heller mot hvilke forutsetninger og metoder man skal legge til grunn for å definere en regel for bærekraftig uttak fra et fond. Som vi skal se finnes det flere forskjellige utdelingsmetoder. Moriarty (2010) deler utdelingsmetodene inn i fire hovedgrupper: Inntektsbaserte modeller, markedsverdibaserte modeller, inflasjonsjusterte modeller og hybridmodeller.

### **Inntektsbaserte modeller**

Dette er den tradisjonelle metoden for utdelinger, der man har en regel basert på årlige kroneinntekter. Løpende kapitalgevinster medregnes ikke, og kommer bare som inntekt når verdipapiret selges. Den store fordelen med den inntektsbaserte metoden er beskyttelse av fondets kjøpekraft over tid – man risikerer ikke å måtte bruke av selve kapitalbasen, bare avkastningen denne gir. Likviditet er derfor ingen utfordring i denne modellen. Problemet med metoden er økt press etter å følge investeringer som er stabilt inntektsgenererende i stedet for et fokus på totalavkastning. Man kan oppnå relativt stabile utdelinger fra år til år ved større fokus på inntektssikre investeringer som for eksempel obligasjoner, noe som kan føre til en strategi som er veldig sensitiv for renteendringer. En regel kan være gitt på den enkle formen

$$Utdeling_t = \alpha \cdot Inntekt_{t-1}, \quad (1)$$

der  $\alpha$  er prosentandelen av ordinær inntekten som skal gå til utdeling i periode  $t$ .

### **Markedsverdibaserte modeller**

Denne typen modeller dominerer dagens utdelingspolicyer (se kapittel 2.5). Prinsippet bak modellen er ganske enkelt, og går ut på at man hvert år deler ut en fast prosentandel av et grunnlag basert på markedsverdien til porteføljen. Denne prosentandelen er gjerne satt til å være den forventede langsiktige realavkastningen. På denne måten balanserer man de to langsiktige stabilitetsformålene. I Norge er vi godt kjent med en slik utdelingsregel gjennom handlingsregelen i SPU. Ved bruk av denne modellen blir avhengigheten mellom inntjening i kroner og utdeling løst opp og man ser i stedet på totalavkastning i porteføljen. Metoden gir også større fleksibilitet i kapitalforvaltningen da man ikke får en skjevhet mot utbytteaksjer. Ulemper med modellen er svingningene i markedsverdier, noe som gir varierende utdelinger og vanskeligere budsjettprosesser - spesielt dersom man skal planlegge langsiktige prosjekter som krever utbetalinger over flere år. Dessuten vet man ikke sikkert hva den fremtidige avkastningen faktisk vil bli, slik at det skal godt gjøres å treffe riktig. Utdelingsprosenten vi

velger vil i ettertid vise seg enten å være for lav eller for høy. Til slutt ser vi også at modellen kan skape et likviditetsproblem. Dersom man sitter låst i lite omsettelige verdipapir, eller av andre grunner ikke har mulighet til å selge, kan man komme i en situasjon der avkastning fra dividender og kuponger er lavere enn det modellen sier skal deles ut.

Under vises to eksempler på markedsverdidbaserte modeller, der vi har at

$$\mathbf{Utdeling}_t = r \cdot \mathbf{Markedsverdi}_{t-1}, \quad (2)$$

og,

$$\mathbf{Utdeling}_t = r \cdot \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \mathbf{Markedsverdi}_{t-i} \quad (3)$$

I modellene over betegner  $r$  utdelingsprosentandelen av markedsverdigrunnet til porteføljen,  $t$  angir periode og  $n$  er antall år. Forskjellen på de to eksemplene er utregningen av markedsverdigrunnet. Det første og enkleste eksemplet fra (2) setter grunnlaget lik markedsverdien ved periodens start. I mange tilfeller varierer markedsverdien mye og man finner det mer hensiktsmessig å bruke et glidende snitt over  $n$  år som vist i (3). Med mer forutsigbare utdelinger letter dette budsjettprosessen, men et glidende snitt kan også føre til at man får høyere utdeling enn ønskelig ved nedgangsperioder. Da risikerer man å måtte selge verdipapirer billig for å møte utdelingskravet.

### **Inflasjon- eller vekstjusterte modeller**

Hovedformålet og styrken til inflasjon- eller vekstjusterte modeller er stabilitet og forutsigbarhet. Man opprettholder her utdelingen fra fjoråret og justerer den for inflasjon eller en annen fastsatt vekstrate som skal være lik fra år til år. Dette gjør blant annet en budsjettprosess enklere, og stabiliteten vil gjøre det enklere å planlegge langsiktige prosjekter og utdelinger. En enkel modell kan være

$$\mathbf{Utdeling}_t = (1 + g) \cdot \mathbf{Utdeling}_{t-1}, \quad (4)$$

der  $g$  betegner ønsket vekst i utdelingene og  $t$  angir periode. Denne vekstfaktoren kan for eksempel settes til forventet inflasjon slik at man opprettholder realverdien i utdelingene.

Det er flere utfordringer med en modell som denne. For det første er det vanskelig å finne ut hvilket nivå for utdelinger man skal legge seg på når modellen implementeres. Kaufman & Woglom (2005) viser i sin artikkel at en utdeling under denne regelen over tid tenderer til å drifte bort i fra det hensiktsmessige utdelingsnivået. Dersom man ender opp med å justere modellen ofte, er poenget

med modellen borte. For det andre har modellen også utfordringer med likviditet. Med volatile verdipapirmarkeder eller andre volatile inntektskilder, kan man plutselig havne i en situasjon der inntektene er lavere enn hva utdelingsregelen sier skal deles ut. Man kan da bli tvunget til å selge verdipapir til en ugunstig pris for å skaffe seg likviditet.

Vi ser også at modellen ikke justerer for underliggende verdiendringer i formuen, noe som kan være utfordrende i enkelte perioder med dårlig avkastning. I tillegg kan det være fristende å gjøre ad hoc justeringer i opp- eller nedgangsperioder. Det er imidlertid mulig å sette en korridor for utdelingene basert på markedsverdi for å sikre at utdelingene holder seg innenfor et hensiktsmessig nivå. En studie av Commonfund, der man brukte en korridor på 3-6 % av markedsverdi, fant man at utdelingsnivået traff gulvet eller taket relativt ofte, spesielt for udiversifiserte porteføljer (Mehrling, Goldstein, & Sedlacek, 2005). Dette er i samsvar med funnene til Kaufman & Woglom (2005).

### Hybridmodeller

Hybridmodeller kombinerer to eller flere andre modeller. Den store fordelen med hybridmodeller er fleksibiliteten og mulighetene den gir til å finjustere sin egen regel slik man tror vil passe en selv best. Dette gjør det enklere å legge seg på en middelvei i avveining mellom å tilfredsstille de flere konkurrerende målsetninger man gjerne har for utdelinger og finansstrategi forøvrig. Problemet med slike modeller er utfordringen som ligger i å finne den rette kombinasjonen. Dessuten blir modellene også fort kompliserte.

Det finnes naturlig nok veldig mange ulike varianter av hybridmodeller. Et enkelt eksempel som vises under, er kombinasjonen av markedsverdimodellen og den inflasjonsjusterte modellen som begge er beskrevet tidligere. Modellen kan tenkes å være slik at

$$Utdeling_t = p \cdot r \cdot Markedsverdi_{t-1} + (1 - p) \cdot (1 + g) \cdot Utdeling_{t-1}, \quad (5)$$

der  $p$  angir hvor mye man vektlegger markedsverdimodellen og  $(1-p)$  angir vektleggingen av den inflasjonsjusterte modellen.

Et annet alternativ er Alfa-beta-metoden til Mehrling (2004). I denne metoden søker man å finne en utdelingsregel som er mer robust med tanke på den usikre fremtiden verdipapirmarkedene har. En tenker seg her at formuen deles i to (i praksis gjør man ingenting, og alt kan forvaltes sammen). Den ene delen,  $E$ , skal vokse i takt med inflasjonen og opprettholde realverdien over tid, Den andre delen,  $F$ , er den resterende delen av formuen og vil fungere som et stabiliseringsfond.  $\alpha$  og  $\beta$  i modellen representerer hvor mye man prosentvis ønsker å dele ut fra hver del, slik at

$$Utdeling_t = \alpha E_{t-1} + \beta F_{t-1}. \quad (6)$$

I praksis blir også dette en kombinasjon av markedsverdimodellen og inflasjonsjusteringsmodellen. Dersom  $\alpha = \beta$  er modellen helt lik markedsverdimodellen, og dersom  $\beta = 0$  vil utdelingene være konstante med justering for inflasjon eller en annen vekstrate. Styrken til modellen er opprettholdelse av realverdiene. I gode år vil utdelingen være relativt høyere og i dårlige år relativt lavere enn den tradisjonelle markedsverdimodellen. Vi skjønner da raskt den store ulempen med modellen, nemlig at variasjonen i utdelingene kan bli veldig stor.

### Andre variasjoner

Ameriks & Jaconetti (2006) fokuserer i sin artikkel også på avveiningen mellom de to viktige og konkurrerende målsetninger en stiftelse gjerne har for sine utdelinger. Som vi har sett på ønsker man å ha kortsiktig stabilitet i utdelingsnivå, men samtidig sikre langsiktig stabilitet i formuen. Holder man stabile utdelinger år etter år risikerer man enten at formuen vokser for mye eller at formuen spises opp, slik at man ikke får den ønskelige langsiktige stabiliteten i formuen. I artikkelen analyseres fire modeller som deretter rangeres i forhold til avveiningen mellom kortsiktig og langsiktig stabilitet. Tabell 1 viser resultatene av denne analysen.

	Kortsiktig utdelingsstabilitet	Langsiktig stabilitet formuen
Inflasjonsjustert modell (konstant vekst)	1	4
Hybridmodell	3	2
Prosent av porteføljeverdi med glidende snitt	4	1
Prosent av porteføljeverdi med gulv/tak	2	3

Tabell 1: Rangering av utdelingsmodeller (1=best, 4=dårligst)

Som vi ser fra tabellen, er metodene i analysen til Ameriks & Jaconetti de samme som beskrevet ovenfor dersom vi ser bort i fra den inntektsbaserte modellen. I tillegg brukes et 3-års glidende snitt og tak/gulv som hjelpemidler i metoden basert på porteføljeverdi. Metoder med glidende snitt ble først introdusert på 60-tallet (Sedlacek & Jarvis, 2010). Dette gjør at man unngår ekstremvariasjoner i utdelingen, for eksempel ved en resesjon eller en kraftig oppgang. Metoden med gulv og tak er

innført av samme årsak, og utdelingene må her holde seg innenfor en spesifisert korridor. Utfordringen med denne metoden er at man risikerer å måtte endre gulvet eller taket i fremtiden.

Resultatet av analysen bekrefter nok en gang at det er ingen universell optimal utdelingsregel, og det synes å være ingen vei utenom balanseringen av kortsiktig og langsiktig stabilitet. Ameriks & Jaconetti (2006) konkluderer med at hvilken modell som implementeres bør være avhengig av hvilke faktorer som er viktigst for stiftelsen. Desto mer kortsiktig variabilitet du kan godta, desto enklere er det å oppnå langsiktig stabilitet og vekst i stiftelsen.

## 2.5 Bruk av metoder i praksis

---

Etter en gjennomgang av ulike metoder, kan man gjerne spørre seg hvilke av disse som faktisk brukes i praksis. National Association of College and University Business Officers (NACUBO) gjennomfører årlig flere undersøkelser blant universitetsfond, og en av disse tar for seg utdelingspolicy. Nå er ikke utvalget i denne undersøkelsen direkte sammenlignbare med næringsdrivende stiftelser, men det kan gi oss en pekepinn på om det finnes noen dominerende utdelingspolicyer. Blant annet Moriarty (2010) tar for seg resultatene fra denne undersøkelsen, som også finnes i vedlegg 3.

Det første vi merker oss av resultatet fra undersøkelsen er at det er mange ulike modeller i bruk. Den suverent mest populære modellen er den markedsverdidbaserte, fortrinnsvis med glidende snitt. Dette bekrefter at fokuset ikke lenger ligger på inntektsbaserte modeller - men totalavkastning, og at fokuset er størst på langsiktig stabilitet i formuen. Nummer to på listen er kategorien "Andre" sammen med "Ingen regel". At disse kategoriene når så høyt viser at det er langt fra alle som ser nødvendigheten ved å ha en langsiktig policy for utdelinger.

Undersøkelsen skiller også på størrelsen til fondene. Her er det helt klart en trend at de største fondene har større fokus på hybridmodeller og inflasjonsjusterte modeller enn andre, mens de minste fondene er minst konsekvente på å ha en spesifikk regel. Det tyder altså på at det er mer vanlig for små fond, hvert år, å bestemme seg for en skjønnsmessig utdelingssum uten at tallet er forankret i en spesifikk regel. Mindre ressurser tilgjengelig og liten nytte av denne type styring kan være årsaker.

Yale Endowment har vært en industrileder rundt utvikling av utdelingspolicyer (Moriarty, 2010). Siste endring ble gjennomført i 2007 og dagens modell er slik at

$$Utdeling_t = 20\% \cdot 5,25\% \cdot Markedsverdi_{t-2} + 80\% \cdot Utdeling_{t-1} \cdot (1 + i), \quad (7)$$

der 5,25 % er forventet langsiktig avkastning og  $i$  er inflasjonsraten (The Yale Endowment, 2011). Modellen har også et sidehensyn i utdelingsregelen slik at

$$4,5\% < \frac{Utdeling_t}{Markedsverdi_{t-1}} < 6\%$$

Selv om Yale har vært ledende i arbeidet med å utforme utdelingspolicyer, har de likevel hatt utfordringer. Finanskrisen i 2008 og 2009 skapte for eksempel store problemer da de satt med en stor andel alternative investeringer i porteføljen som for eksempel private equity (The Yale Endowment, 2011). Man opplevde da en uoverensstemmelse mellom forvaltningsstrategi og utdelingspolicy, og likviditeten ble et problem. I tillegg har Yale en historikk der regelen endres relativt ofte. Etter svært gode resultater i årene før 2007 ble den forventede langsiktige avkastningen i modellen justert opp fra 5 % til 5,25 %, en endring som helst ikke burde vært gjennomført i etterpåklokskap (The Yale Endowment, 2011).

Retter vi blikket mot Norge, er Forvaltningsstiftelsen for fond og legater ved Universitetet i Oslo (UNIFOR) en av få forvaltere som kommuniserer sin utdelingsregel. UNIFOR forvalter i følge sin årsrapport over 220 større og mindre stiftelser og fond med ideelle formål (UNIFOR, 2011). De skriver videre at stabile utdelinger er viktig for de fleste stiftelser, og at utdelingsregelen de opererer med er 3 % av den gjennomsnittlige forvaltningskapital de siste 10 år – en regel som for øvrig ble justert ned fra 4 % i november 2010. Merk at UNIFOR ikke forvalter næringsdrivende stiftelser. UNIFORs utdelingsregel er som følger:

$$Utdeling_t = 3\% \cdot \frac{1}{10} \sum_{i=1}^{10} Markedsverdi_{t-i}, \quad (8)$$



## 2.6 En del av finansstrategien

---

En utdelingspolicy må også være i samsvar med stiftelsens overordnede finansstrategi og harmonisere med andre delstrategier som for eksempel kapitalallokeringen. Flere påpeker denne viktige sammenhengen. Golding & Momjian (1998) konkluderer i sin analyse med at det er lett å overse denne koblingen dersom man har et fokus på totalavkastning. Moriarty (2010) mener at det er like viktig å gjennomgå utdelingspolicyen, på samme måte som periodiske gjennomganger av kapitalallokering. Dette på grunn av disse er gjensidig avhengig av hverandre og avgjørende for langsiktig suksess.

Blume (2009) undersøker hvorvidt man bør utforme en utdelingsregel samtidig som investeringsstrategien settes. Analysen kommer frem til at man bør gjøre dette, spesielt dersom man ikke er villig til å redusere utdelingene om formuen faller i verdi.

En utdelingspolicy bør også være synlig i en finansstrategi. For å sikre dette må man passe på to ting. For det første må utdelingsregelen man setter være lett å kommunisere, og for det andre må regelen være troverdig. Med troverdighet menes at regelen bør være utformet på en måte at den ikke behøver å endres ofte.

## 2.7 Næringsvirksomhet

---

Ser vi på allmennyttige stiftelser som driver eller eier næringsvirksomhet, finner vi svært lite litteratur hva angår utdelingspolicyer. En sentral årsak til dette er nok stiftelsenes forskjellige egenskaper, spesielt de som driver næring. Norske stiftelser er dessuten en ganske heterogen gruppe (Dugstad & Lorentzen, 2010). Det er god grunn til å tro at dette gjelder for utenlandske stiftelser også. I tillegg, kan mangel på informasjon, som for eksempel markedsverdi i private stiftelser, være en begrensning i muligheten til definere en utdelingspolicy. I kapittel 3 ser vi nærmere på noen næringsdrivende stiftelser.

Likevel kan det synes rart at det ikke finnes noe særlig litteratur om dette når vi ser på hvilke enorme eierandeler stiftelser sitter med. For eksempel hadde stiftelsene i Danmark, i 2006, 15 % av aksjekapitalen i selskapene som inngår i OMXC-20 indeksen (Økonomi- og Erhvervsministeriet, 2006).<sup>6</sup> Italia, Tyskland og Sverige er eksempler på andre land som også har flere store næringsdrivende stiftelser.

---

<sup>6</sup> OMXC-20 er en prisindeks basert på de 20 mest omsatte aksjer på børsen i København, Danmark

## 2.8 Oppsummering

---

Teorikapitlet identifiserer flere ulike metoder for å fastsette en utdelingspolicy. Siden det ofte finnes flere motstridende målsetninger som må veies opp mot hverandre er det vanskelig å fastsette en universell god metode. En utdelingspolicy må tilpasses prioriteringene til stiftelsen, og man kan ikke få i pose og sekk.

Som et ledd i finansstrategien, må en utdelingspolicy harmonisere med blant annet formål, investeringsbeslutninger og strategi. Med økende fokus på utdelingsregler basert på totalavkastning er erfaringen at likviditetsspørsmålet må tas seriøst. Likviditet er også et tema som har hatt mye fokus og omtale i årene etter finanskrisen.

I praksis ser vi mange ulike modeller i bruk, og erfaringsmessig ser vi også tendenser til at det er vanskelig å holde en fast regel over tid. Vi ser flere eksempler på at parametere i modellen justeres på bakgrunn av situasjonen i stiftelsen eller i økonomien generelt. Dette gjør at utdelingsmodellene i praksis mister en del av sin styrke og troverdighet.

### 3 Næringsdrivende stiftelser

---

Før oppgaven går i dybden på Kavlifondet og videre på en spesifikk analyse av utdelingspolicy, forsøker dette avsnittet å se på andre stiftelser, både nasjonalt og internasjonalt, med samme egenskaper som Kavlifondet. Dette vil hovedsakelig være stiftelser med eierandeler i næringsvirksomhet - helst der kapitalen bundet i næringsvirksomhet er en betydelig andel av totalkapitalen. Tanken bak dette er et forsøk på å identifisere beste praksis, og å komme over andre funn som kan ha implikasjoner eller være til hjelp i analysen av Kavlifondets utdelingspolicy.

#### 3.1 Stiftelse

---

En stiftelse forstås i stiftelsesloven (2005, § 2) som en formuesverdi som ved testament, gave eller annen rettslig disposisjon selvstendig er stilt til rådighet for et bestemt formål. Formålet må være av ideell, humanitær, kulturell, sosial, utdanningsmessig, økonomisk, eller annen art. Stiftelser kjennetegnes også ved å være eierløse. Uten eiere fremstår en stiftelse selv som en juridisk person som kan inngå avtaler og pådra seg forpliktelser overfor tredjepart (ref). En eierløs organisasjon unngår derfor interessekonflikter mellom eiere og ledelsen, og det er ingen utenforstående som kan føre aktiv kontroll av styrets forvaltning. Det er heller ingen eiere som eksplisitt krever avkastning eller utbytte fra selskapet. En fastsettelse av utdelingspolitikk er derfor fullt og helt styrets ansvar.

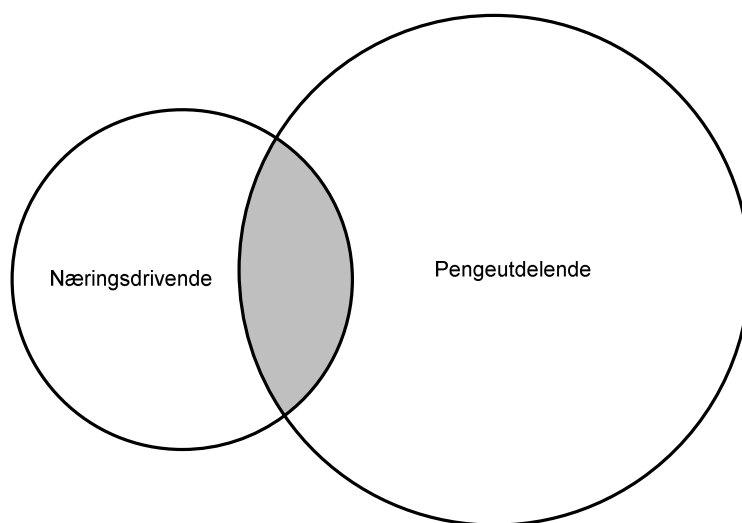
Stiftelsesloven (2005, § 4) skiller mellom alminnelige stiftelser og næringsdrivende stiftelser. En stiftelse er næringsdrivende dersom a) en har til formål å drive næringsvirksomhet selv, b) en driver næringsvirksomhet selv, eller c) en eier aksjer eller selskapsandeler som har bestemmende innflytelse over næringsvirksomheten utenfor stiftelsen. Med punkt c forstås dermed at også holdingsselskaper kan defineres som næringsdrivende stiftelser, selv om de ikke direkte driver næringsvirksomhet. Dette kalles ofte holdingstiftelser. Kavlifondet eier aksjer i Kavlikonsernet og har bestemmende innflytelse over virksomheten, noe som gjør at stiftelsen derfor blir definert som næringsdrivende. Av denne grunn fokuserer oppgaven videre på denne typen stiftelser.

#### 3.2 Andre næringsdrivende stiftelser

---

Å lete etter andre stiftelser med ønskede egenskaper viser seg å være et meget krevende arbeid. Det er flere årsaker til dette. For det første finnes det svært mange stiftelser. Bare i Norge var det ved årsslutt 2010 registrert 8.010 stiftelser (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2011). I USA var det til sammenligning over 120.000 stiftelser i 2010 (National Center for Charitable Statistics, 2011). Av de norske stiftelsene er rundt 900 næringsdrivende, da i hovedsak non-profit organisasjoner (Lotteri- og

stiftelsestilsynet, 2011). Vi kan også dele stiftelsene i to grupper basert på om de er pengeutdelende eller ikke. De pengeutdelende stiftelsene består trolig av en tredjedel av stiftelsene, og befinner seg typisk i gruppen for alminnelige stiftelser (Dugstad & Lorentzen, 2010). Med dette grunnlaget kan vi konkludere med at det er en liten andel næringsdrivende stiftelser som er pengeutdelende. Figur 1 forsøker å illustrere dette der det skraverte området er populasjonen til de næringsdrivende stiftelsene som er pengeutdelende. Det er imidlertid vanskelig å skille ut disse da man ikke har noen oversikt over hvilke stiftelser som er pengeutdelende eller ikke. I tillegg antyder Dugstad & Lorentzen (2010) at det bare finnes et fåtall store stiftelser. Av de pengeutdelende stiftelsene finner man bare i overkant av 50 med egenkapital over 50 millioner kroner.



**Figur 1: Pengeutdelende stiftelser som er næringsdrivende**

For det andre finnes ingen gode kilder som gjør det lett å finne stiftelser med de egenskapene man ønsker. Det finnes ingen sentrale databaser som kan skille på disse egenskapene – eiendeler, investeringer og kapitalstruktur er ikke noe stiftelsestilsyn eller stiftelsesregistre har oversikt over. I tillegg er organisering av tilsynsmyndighetene i enkelte land (for eksempel er Tyskland og Sverige) overlatt til hver enkelt region, delstat eller len, noe som gjør informasjonstilgangen mer spredt og uoversiktlig.<sup>7</sup>

For det tredje er tilbakemeldinger på forespørslers til tilsynsmyndigheter via epost og telefon veldig variabelt. Enkelte stiftelsestilsyn svarer ikke på forespørslers, og de som gir tilbakemelding har ofte ikke et godt svar å gi. Derfor er funnene av de fleste stiftelsene basert på eget søk og hint fra enkeltpersoner.

<sup>7</sup> Før den nye stiftelsesloven trådte i kraft 1. januar 2005 var tilsynsmyndigheten også i Norge oppdelt. Da var det Fylkesmannen som hadde tilsynsmyndighet (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2005).

Resultatet av kartleggingen av stiftelser oppsummeres i vedlegg 1. Det fokuseres her på typen holdingstiftelser – slik som Kavlifondet er. Den store utfordringen med å finne stiftelser har resultert i at mange av stiftelsene i listen er mye større og velkjente enn det Kavlifondet er. At det er størrelsesmessige forskjeller burde i utgangspunktet ikke ha noe å si. Likevel er det en viktig forskjell. De store stiftelsene sitter ofte med investeringer i næringsvirksomhet gjennom børsnoterte selskaper. De sitter da med forholdsvis lett omsettelige verdipapirer dersom vedtektene tillater ytterligere nedsalg. Dessuten har de sjelden bestemmende innflytelse over selskapet. Dette står i motsetning til Kavlifondet som sitter med mindre likvide eiendeler i det private Kavlikonsernet der de har en eierandel på 100 %. Som vi senere skal se kan dette ha implikasjoner for definisjon av utdelingspolicy.

Gjennom søket og kartleggingen av næringsdrivende stiftelser dukket det opp et noen viktige trekk som beskrives i følgende underavsnitt.

### **Nedsalg og diversifisert formue**

I kartleggingsprosessen ble svært mange stiftelser undersøkt. Ett typisk trekk som går igjen er at mange stiftelser på et tidligere tidspunkt har vært karakterisert som næringsdrivende, men at den i senere tid endrer karakter til en alminnelig stiftelse. Opphavet til start- eller grunnkapitalen kommer fra et testamente eller en gavedonasjon, og i mange tilfeller har denne overføringen vært i form av aksjer i selskaper, for eksempel for å sikre videre eksistens av bedriften - på samme måte som Kavlifondet ble stiftet. I motsetning til Kavlifondet, har mange av stiftelsene etter hvert valgt å selge seg ned. Vi ser spesielt eksempler på dette dersom selskapet er børsnotert. Et godt eksempel på dette er The Robert Wood Johnson Foundation i USA som for inntil noen få år siden hadde godt over halvparten av forvaltningskapitalen i farmasiselskapet Johnson & Johnson (The Robert Wood Johnson Foundation, 2005).<sup>8</sup> Etter en nedsalgsprosess sitter de igjen med eiendeler i Johnson & Johnson som tilsvarer ca. 10 % av kapitalen. De skriver selv at nedsalget ble gjort for å diversifisere investeringene (The Robert Wood Johnson Foundation, 2010). Det samme gjelder nok for flere andre stiftelser, og et eksempel i Norge er Institusjonen Fritt Ord som engang hadde majoriteten av aksjene i daværende Narvesen (Institusjonen Fritt Ord, 2011). I tillegg ser vi at stiftelsene ofte er opprettet gjennom gavetildelinger fra suksessrike næringslivspersoner. Det mest kjente eksemplet er nok verdens største stiftelse, Bill & Melinda Gates Foundation, med opphav i formuen Bill Gates skapte gjennom oppbyggingen av programvaregiganten Microsoft. Selv om det er mer sjelden, finnes det også store

---

<sup>8</sup> Johnson & Johnson (Ticker: JNJ) er notert på New York Stock Exchange

offentlige stiftelser. I Tyskland har vi eksempelvis Volkswagen Foundation som ble opprettet av delstaten Lower Saxony da bilkonsernet Volkswagen ble børsnotert på 60-tallet (Volkswagen Stiftung, 2011).

Selv om det finnes enkelte likhetstrekk som beskrevet over, er det nok ulikhetene som kjennetegner de egenskapene som er viktige for denne oppgavens problemstilling. Som vedlegg 1 viser, ser vi at det er stor variasjon i hvor stor andel stiftelsene faktisk eier av selskapet. I tillegg kan selskapet stiftelsen eier, typisk et holding-selskap, igjen eie en rekke datterselskaper, slik at det er ulik diversifiseringseffekt og risiko knyttet til stiftelsens investering. Dette er tall som i de fleste tilfeller er umulig å måle. I tillegg er det forskjeller i hvor stor andel av stiftelsens kapital som er bundet i et selskap. Selv om en stiftelse eier et næringsdrivende selskap, kan denne investeringen likevel bare være en liten del av en stor diversifisert portefølje.

En ser også at stiftelsens innflytelse gjennom stemmerettighet i selskapet varierer. I børsnoterte selskaper følger gjerne stemmeretten antall aksjer, men vi ser også eksempler på praksisen med to aksjeklasser med A- og B-aksjer der stemmeretten ikke samsvarer med eierandelen.<sup>9</sup> Bruk at to aksjeklasser ser vi også i familiekontrollerte unoterte selskaper, der stiftelsen eier en stor andel mens familien i praksis har kontroll på selskapet.

### **Sparebankstiftelser**

Mens totalantallet på norske stiftelser har gått ned, har vi de siste årene fått en økning i sparebankstiftelser.<sup>10</sup> Flere av sparebankstiftelsene har til og med blitt blant de største stiftelsene i Norge (Helgerud, 2011). I 2010 ble for eksempel Sparebankstiftelsen Sogn og Fjordane etablert med en forvaltningskapital på 1,8 milliarder (Sparebanken Sogn og Fjordane, 2011). Effektivitetgevinsten og skalafordeler ved å fusjonere lokal- eller regionbanker synes å være stor i en bransje som stadig blir mer globalisert. Bankene er ofte sparebanker med historisk sterk forankring i lokalsamfunnet gjennom tradisjonen med gavetildelinger og sponsing. Løsningen på å sikre den lokale forankringen samt å sikre at kapitalen forblir i regionen og forvaltet på en hensiktsmessig måte, har da vært å danne en sparebankstiftelse. Denne stiftelsen blir stående som motpart i fusjonstransaksjoner der kjøper hovedsakelig betaler med nye egenkapitalbevis fra det fusjonerte selskapet. Dette, i tillegg til et langsiktig eierønske, gjør sparebankstiftelser aktuelle i denne oppgavens sammenheng; Nedsalg er lite aktuelt, og man må være klar for å delta i eventuelle fremtidige emisjoner.

---

<sup>9</sup> Se for eksempel Carlsberg Foundation

<sup>10</sup> Ved utgangen av 2005 var det ca. 9000 stiftelser i Norge (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2006), noe som gir en nedgang på ca. 1000 stiftelser (11 %) over 5 år.

## Sideformål

Når vi snakker om stiftelser, og da spesielt stiftelser som eier næringsvirksomhet, kommer vi ikke utenom en diskusjon vedrørende stiftelsenes formål. Mange stiftelser har blitt kritisert, og enkelte kritiseres fortsatt, for å ha sideformål eller for å kamuflere hovedformålet. Gerry Salole, CEO i European Foundation Centre, går så langt at han mener dette er en trussel mot stiftelse som begrep i Europa, og peker på et strengere regelverk blant annet i USA (Salole, 2011).

Det kan være flere ulike typer sideformål. Disse omtales som oftest ikke av stiftelsen, noe som gjør de vanskelig å identifisere. Mest populært er trolig skattefordeler, og det er ofte det vi ser kommer opp i media. Den 6. april 2011 skriver for eksempel Dagens Næringsliv om skjulte stiftelser i skatteparadiset Liechtenstein som er opprettet for å skjule formuer (Bertelsen, Flæte, Riisnæs, & Vanvik, 2011). INGKA Foundation, med base i Nederlandske Antiller, eier deler av IKEA-konsernet og har vært beskyldt for å være opprettet av skattemessige formål og for å hindre fiendtlige oppkjøp (The Economist, 2006). Selv om stiftelsen er pengeutdelende, offentliggjøres ikke årsrapporter eller annen informasjon rundt stiftelsen og innsynet er derfor svært begrenset.

En av Norges største stiftelser, Eckbos legater, har de siste årene vært kritisert for lave utbetalinger til allmennyttige formål og for å ha høye administrasjonskostnader til for eksempel lønn og annen godtgjørelse for ansatte og styremedlemmer (Sunnanå, 2011).

Å omgå arveavgift kan også være et av sideformålene til en stiftelse. Det kan her tenkes at en familie har overdratt eierandeler til en stiftelse mens familien i praksis har kontrollen på selskapet, for eksempel gjennom ulike aksjeklasser og stemmerett. Man sikrer da at selskapet forblir i familiens kontroll over generasjoner uten at man behøver å overføre kapitalen som utløser arveavgift ved generasjonsskifte. Det skrives imidlertid lite om dette i media, og regelverket har i den senere tid blitt meget strengt. Et annet alternativ, som har vært mye i media de siste årene, er bruken av skatteparadiser.

Et annet eksempel på sideformål finner vi hos Bertelsmann Foundation i Tyskland. Her kritiseres stiftelsen blant annet i en bok skrevet av Thomas Schuler for å blande seg inn i politikken og for å drive lobbyvirksomhet.<sup>11</sup> Det påstås blant annet at stiftelsen i praksis har kontroll på selskapet de er medeiere i, selv om de ikke har stemmerett. Et siste eksempel er at stiftelser kan bli brukt som et

---

<sup>11</sup> Boken heter *“Bertelsmann Republik Deutschland – Eine Stiftung Macht Politik”*

ledd i å fremstå som samfunnsansvarlig (Corporate Social Responsibility) for å sminke selskapet stiftelsen er deleier i for å skaffe seg anerkjennelse og goodwill.

At næringsdrivende stiftelser kan ha sideformål som omtalt her, gjør det vanskeligere å kartlegge ønskede stiftelser slik at bildet blir mer korrekt. Vi kan ende opp med et skjevt utvalgt av beste praksiser dersom enkelte stiftelser ikke bryr seg om noen utdelingspolicy eller setter dette i skyggen av sideformålet.

### 3.3 Utdelingspolicy i praksis

---

Basert på 19 stiftelser presentert i vedlegg 1, ble det gjennomført en undersøkelse for å kartlegge hvilke utdelingspolicyer som blir brukt i praksis. Resultatet av dette vises i vedlegg 2, presentert i henhold til de fire hovedgruppene fra kapittel 2.4. Her finner vi flere interessante observasjoner.

Først av alt må det understrekes at svarprosenten er forholdsvis lav i undersøkelsen - 7 av de 19 stiftelsene besvarte ikke henvendelsen. Dette kan skyldes flere ulike årsaker og er noe som ikke er verdt å spekulere videre i.

Dersom vi konsentrerer oss om de 12 som gav tilbakemelding, ser vi at det er noenlunde fordeling på de forskjellige gruppene. Likevel er den inflasjons- eller vekstjusterte modellen ikke representert i utvalget. Fra tabell 1 husker vi at denne modellen kommer dårligst ut (rangering 4) når det gjelder langsiktig stabilitet og vekst i formuen til stiftelsen. Dette kan tyde på at stiftelser vektlegger dette målet relativt mer enn kortsiktig utdelingsstabilitet, og derfor velger bort denne modellen.

Vi ser videre at to av stiftelsene baserer sin utdelingspolicy på årets (eller fjorårets) inntekter for å sette utdelingsbeløpet, og tre stiftelser baserer utdelingsbeløpet ut i fra formuesverdi. Problemet med å bruke markedsverdimodellen for mange næringsdrivende stiftelser er de som har investeringer i private selskaper uten observerbar markedsverdi. Sitter man med omsettelige verdipapirer slik som de fleste alminnelige stiftelsene vil denne regelen være mye enklere å anvende.

Videre ser vi at hybridmodellen er lite brukt i utvalget vårt – bare en av de 12 stiftelsene bruker den. Kompleksitet og lite hensiktsmessig for næringsdrivende stiftelser kan være en årsak.

Den kanskje viktigste observasjonen er at halvparten av de 12 stiftelsene ikke har noen spesiell utdelingsregel for å fastsette utdelingsbeløpet. Det vil si at årets utdeling fastsettes basert på andre vurderinger, for eksempel årlig når budsjettet settes opp, økonomiske utsikter, antall gavesøkere, antall gode prosjekter og så videre.



Totalt sett, ser vi heterogenitet også i stiftelsenes utdelingspolicy, med en overvekt i udefinerte utdelingsregler. Når det er sagt, skal det også sies at undersøkelsen kan gi et feil bilde av den faktiske situasjonen siden utvalget er meget begrenset i forhold til populasjonen.

### 3.4 Oppsummering

---

Kapitlet om næringsdrivende stiftelser forsøker å finne et knippe stiftelser med lignende egenskaper som Kavlifondet i et forsøk på å se om det finnes beste praksiser. Funnene antyder at det er få stiftelser som kan direkte sammenlignes med Kavlifondet, og at det kan finnes skjulte sideformål. Egmont Fonde i Danmark er kanskje den stiftelsen som kan ligne mest da de er eiere av Egmont Forlag og har størstedelen av verdiene sine bundet i selskapet.

Hovedproblemet videre er at relativt få stiftelser ikke opplyser om hvilken policy de bruker for å avgjøre størrelsen for sine utdelinger. Det har derfor vist seg å være utfordrende å kartlegge hvilke utdelingspolicyer som faktisk er brukt.

Dessuten er variasjonen i stiftelsene så forskjellige at det hadde uansett vært vanskelig å basere en utdelingspolicy til Kavlifondet på funnene. De store variasjonene, i tillegg til lite avsløringer fra andre stiftelser, og generelt begrenset funn, gir et dårlig beslutningsgrunnlag for videre anbefaling til en utdelingspolicy til Kavlifondet. Dette taler for at en utdelingspolicy for Kavlifondet bør utarbeides fra bunnen av der man tar høyde for stiftelsens spesifikke egenskaper. Det vil ikke være hensiktsmessig å ta utgangspunkt i en industristandard for deretter å justere denne, rett og slett fordi den ikke finnes eller er vanskelig å kartlegge.

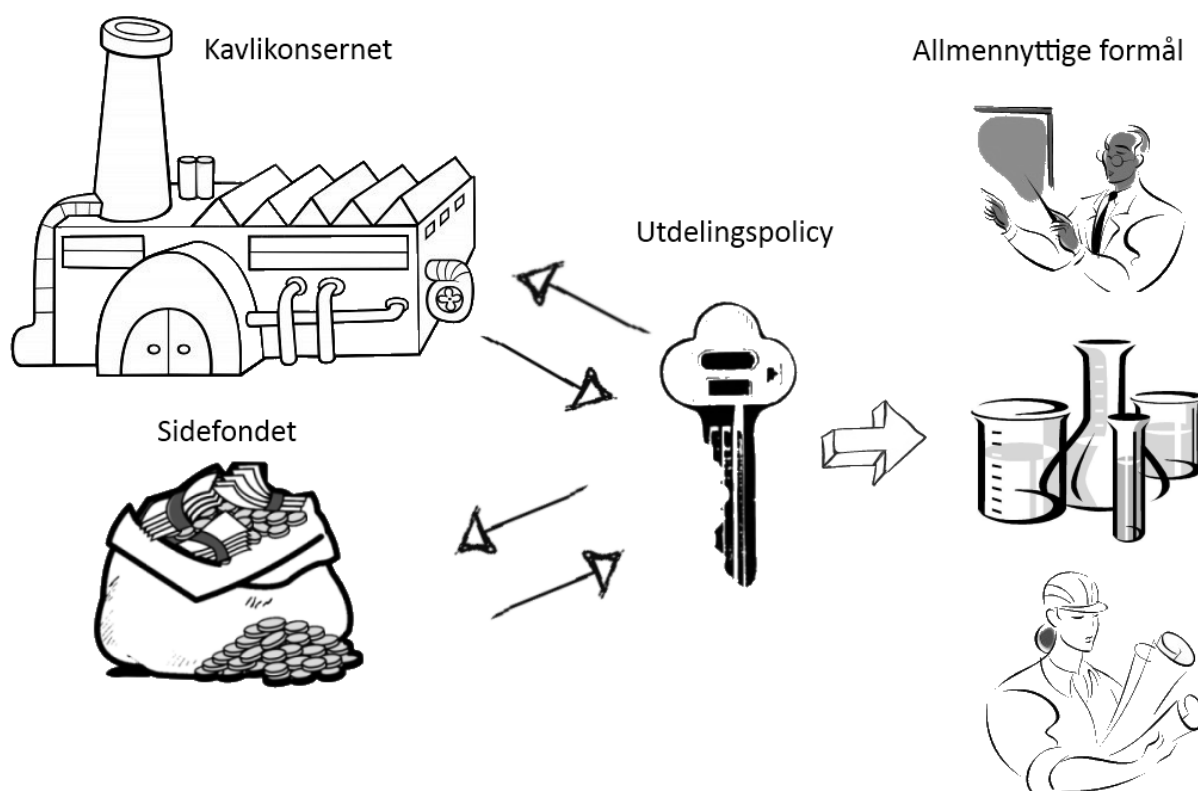
Selv om dette ikke hjelper oss direkte i forhold til problemstillingen, beskriver kapitlet flere elementer og egenskaper for stiftelsen man må ta høyde for i en utforming av en utdelingspolicy. Vi ser at variasjonene kommer til syne i alt fra formål, kapitalplasseringer og gaveutdelinger. Dessuten, uavhengig av størrelse av eierskapet i et selskap, har stiftelsene også ulik innflytelse i selskapet gjennom stemmerett og styreverv.

## 4 Kavlifondet

Forrige kapittel observerer en stor variasjon i egenskapene til stiftelser som eier næringsvirksomhet, og konkluderer med at det er vanskelig å finne bransjestandarder og at en utdelingspolicy bør utarbeides etter stiftelsens egenskaper og ønsker. I dette avsnittet ser vi derfor på viktige og unike egenskaper ved Kavlifondet som vil være sentrale i et arbeid med å utforme en utdelingspolicy.

### 4.1 Oversikt over stiftelsen

En fin start på kapitlet er å få en oversikt over Kavlifondet og se sammenhengene illustrert.



Figur 2: Oversikt Kavlifondet

Figur 2 viser helt sentrale sammenhenger som er viktige å skjønne for å utarbeide en utdelingspolicy. Pilene i figuren illustrerer pengestrømmer. For eksempel betaler Kavlikonsernet utbytte og renter på lån til Kavlifondet, men det kan også skje at Kavlifondet må (eller ønsker) å spytte inn mer kapital i konsernet. Det samme gjelder for sidefondet, her kan penger legges til eller trekkes ut. Nøkkelen i figuren illustrerer oppgavens problemstilling, der spørsmålet er hvordan Kavlifondet skal definere en utdelingspolicy for gaver til ulike allmennyttige formål. Vi skjønner nå det ikke er like enkelt som det høres ut som.

## 4.2 Vedtekter og formål

---

§ 1 i vedtektene beskriver formålet til stiftelsen. Gjennom tildelinger av midler skal Kavlifondet fremme humanitære formål, forskning og kultur (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011b). Prosjektene som støttes er både i form av engangsgaver og gaveutdelinger over flere år. I de siste årene har utviklingen av denne kombinasjonen endret seg, og større og mer langsiktige prosjekter vektlegges i større grad (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2010). For å kunne være en langsiktig og trygg støttespiller bør en utdelingspolicy reflektere dette og ta høyde for til dels forutsigbare utdelinger fra år til år.

En viktig forskjell mellom stiftelser som defineres som næringsdrivende og stiftelser med diversifiserte porteføljer plassert i det omsettelige verdipapirmarkedet er fleksibilitet til å justere kapitalallokeringen for å tilpasse seg ønsket forventet avkastning- og risikonivå i tråd med porteføljeteori. Dersom næringsvirksomheten i tillegg er i privat eie (ikke børsnotert), slik som Kavlikonsernet, er et risikonivå og markedsverdi vanskelig å tallfeste. En mulig løsning kan være å analysere tilsvarende børsnoterte selskaper, men dette blir fort unøyaktig og komplisert. Det blir derfor vanskelig å definere slike tall i Kavlifondets finansstrategi, noe som impliserer at en utdelingspolicy må ta høyde for denne infleksibiliteten.

Av § 5 i vedtektene fremgår det at kapitalen skal forvaltes på en forsvarlig måte, slik at fondets allmennyttige formål kan bli realisert over tid (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011b). Dette tolkes som at Kavlifondet har et langt tidsperspektiv, noe vi senere må ta høyde for videre i analysen. For analyse rettet mot kapitalforvaltningen, se gjerne Gevoll (2010). Det vektlegges videre i § 5 at aksjeinteressen i Kavlikonsernet er sentral og at konsernet skal være tilpasset utviklingen og de prinsipper som til enhver tid gjelder for en fremtidsrettet forretningsmessig ledelse. Dette tolkes som at konsernet er en viktig del av Kavlifondet, og at tradisjonen ønskes videreført gjennom videre drift og utvikling.

Et viktig økonomisk prinsipp som stadig er aktuelt er globalisering og effektivitetsgevinster. Dersom man opplever endringer i bransjen, for eksempel at konkurrenter skaffer seg nye konkurransefordeler, bør det være ressurser tilgjengelig til å følge denne utviklingen for eksempel gjennom oppkjøp eller investere i ny teknologi for å sikre videre eksistens. Dette er dessuten noe som kan være helt nødvendig bare for å drive konsernet effektivt. Det kan også tenkes at det kan ligge subscale-effekter i konsernet som det er mulig å utnytte gjennom nye oppkjøp. En god

utdelingspolicy bør derfor tilrettelegge at det til enhver tid ligger bufferkapital tilgjengelig for å kunne ivareta et ønske om kapital til fremtidige oppkjøp eller investeringer. I tillegg bør det merkes at kapitalbehovene like gjerne kan komme i nedgangsperioder som oppgangsperioder.

### 4.3 Eiendeler

---

Som i ethvert selskap, er eiendelene en av de viktigste innsatsfaktorene man trenger for å generere inntekter og overskudd. For Kavlifondet er det dette som muliggjør gaveutdelinger hvert år som igjen gir muligheten til å leve opp til formålet. Derfor er dette et sentralt element ved utformingen av en utdelingspolicy. Vi så i kapittel 3 at stiftelser er en heterogen gruppe - også når det kommer til hvilke eiendeler eller type investeringer man har. En viktig forskjell her er graden av diversifisering – det vil si til hvilken grad man har spredt investeringene sine – og derav risikoen som ligger bak inntektene. I tillegg husker vi fra kapittel 2.2 at det å bevare kjøpekraften er en av to viktige målsetninger et fond typisk har for finansstrategien. Ved å være en evigvarende stiftelse er denne målsetningen derav svært viktig for Kavlifondet.

Kavlifondets eiendeler består hovedsakelig av tre typer investeringer - som da er tre kilder til inntekter. Disse er illustrert til venstre i figur 2 og gjennomgås under for å få en bedre forståelse av de underliggende eiendelene, inntekter og kontantstrømmer.

#### **Aksjer i Kavli Holding AS**

Kavlifondet eier 100 % av aksjene i Kavli Holding AS. Kavli Holding er et morselskap og har flere heleide datterselskaper der selve driften foregår. Til sammen utgjør dette Kavlikonsernet, og er Norges største og eldste næringsmiddelkonsern. (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011a). Kavlikonsernet produserer blant annet smøreost, kaviar, flatbrød, kjeks, majones og andre melkeprodukter (Kavli, 2011a). I 2010 var Q-Meieriene det datterselskapet som stod for størst andel av omsetningen med 37 prosent (Kavli, 2011b). For Kavlifondet er avkastningen fra Kavlikonsernet årlige utbetalinger av aksjeutbytte.

#### **Lån til Kavli Holding AS**

I 2007 inngikk Kavlifondet en låneavtale med Kavli Holding pålydende 125 millioner kroner. Lånet er et 20 års avdragsfritt lån med en rente på NIBOR 3 år med et rentepåslag på 3 %. Renten på lånet justeres hvert tredje år, og ligger i 2011 på 6,33 % (Frode Sagen, personlig kommunikasjon, 27. oktober 2011). Samme år som lånet ble gitt ble det utbetalt et ekstraordinært utbytte fra Kavli Holding på 185 millioner kroner. Det vil si at størsteparten av utbyttet ble spyttet tilbake i konsernet i

form at et lån, med det resultat at kapitalstrukturen ble noe endret. Likevel, siden Kavlifondet eier Kavlikonsernet 100 %, kan dette lånet i praksis ses på som egenkapital.

### Sidefond

Den tredje type investering er finansielle investeringer (heretter kalt sidefondet) utenfor Kavlikonsernet. Den andelen av overskuddet som ikke deles ut et enkelt år, spares til fremtidige behov ved å plassere disse i en veldiversifisert portefølje. I porteføljen inngår aktivklasser som aksjer, obligasjoner, hedgefond, eiendomsfond og pengemarkedsfond (Wassum Investment Consulting, 2011). Porteføljen har både likvide og mindre likvide investeringer slik at på kort sikt vil sidefondet fungere som en likviditetsreserve, samtidig som man på deler av porteføljen kan høste ekstra avkastning fra likviditetspremien. Sidefondet forvaltes av investeringsrådgiver Gabler Wassum, og avkastningen på porteføljen kommer hovedsakelig som kapitalgevinst. På grunn av gode utbyttebetalinger fra konsernet de siste årene har det ikke vært nødvendig å trekke på sidefondet, og alt overskuddet fra sidefondet har blitt reinvestert.

### Verdi av eiendelene

For å få et bedre forhold til eiendelene, er det en god idé og se på verdiene av disse. Tabell 2 illustrerer dette.

Bokført verdi	MNOK	%	Markedsverdi	MNOK	%
Sidefond <sup>12</sup>	148	17 %	Sidefond	148	8 %
Lån til Kavli Holding <sup>13</sup>	125	15 %	Lån til Kavli Holding	125	7 %
Kavlikonsernet <sup>14</sup>	568	68 %	Kavlikonsernet <sup>15</sup>	1600	85 %
<b>Sum</b>	<b>841</b>	<b>100 %</b>	<b>Sum</b>	<b>1873</b>	<b>100 %</b>

Tabell 2: Eiendeler i Kavlifondet (2010)

<sup>12</sup> Basert på systemrapport fra Gabler Wassum (01/2011).

<sup>13</sup> Antar her at markedsverdi er lik pålydende. Det kan tenkes at verdien er noe høyere på grunn av rentemarginen på 3 prosentpoeng på NIBOR. Men med høyere risiko i Kavlikonsernet er nok forskjellen ikke så stor likevel da det er naturlig å kreve en risikopremie.

<sup>14</sup> Bokført egenkapital i konsolidert konsernregnskap for Kavli Holding AS (kilde: www.forvalt.no).

<sup>15</sup> Se Gevoll (2010, ss. 69-78) for en analyse og estimering av markedsverdi.

Fra denne oversikten ser vi at det er Kavlikonsernet som står for størsteparten av verdiene som ligger i Kavlifondet. Dersom vi ser på bokførte verdier står Kavlikonsernet for 68 % av totalverdien mens sidefondet og lånet til konsernet står for henholdsvis 17 og 15 %. Ser vi på markedsverdier, er skillet enda større, og her står konsernet for hele 85 % av totalverdien. Årsaken til at vi ser både på bokført og markedsverdi er for å få et forhold til denne forskjellen, og for å vise en viktig forskjell mellom Kavlifondet og den typiske stiftelse. For mange stiftelser vil det være vesentlig mindre forskjeller mellom bokført verdi og markedsverdi, da størsteparten av porteføljen ofte er plassert i likvide, markedsomsatte papirer. For Kavlifondet derimot, er bare 8 % av totalkapitalen diversifiserte investeringer utenfor konsernet. Siden deler av investeringene er i hedgefond og eiendomsfond er likvid andel av investeringene relativt sett lav.

En annen implikasjon dette gir er forholdet man har til forventet avkastning og risiko. Ved å sitte i markedsomsatte verdipapirer kan man observere detaljert historisk avkastning og risiko, og derav enkelt tilpasse seg til ønskede aktivaklasser for å justere risikonivået. For Kavlifondet er dette ikke mulig, da man er låst til konsernet som står for 92 % av eiendelene. Dette gir lite rom for tilpasningsmuligheter. Gevoll (2010, ss. 78-80) ser også på risikoestimat ved Kavlikonsernet, og antar en verdirisiko på opp mot 20 %. Sidefondet har en historisk volatilitet på 6,8 % (Wassum Investment Consulting, 2011).

#### 4.4 Andre egenskaper

---

Over ble eiendelene til Kavlifondet gjennomgått. Vi skal nå se på noen andre egenskaper som kan ha konsekvenser for en utdelingspolicy.

For det første utøver Kavlifondet, som eeneier, et aktivt eierskap i Kavlikonsernet. Alle datterselskapene er heleid, og kapital kan dermed enkelt flyttes mellom selskaper i konsernet relativt raskt. Dette kan være aktuelt dersom konsernet foretar oppkjøp enten i morselskap eller i et datterselskap. Som eeneier er også kapitalflytting mellom Kavlifondet og konsernet relativt enkelt. Dersom konsernet trenger kapital for nyinvesteringer til for eksempel utvidet drift, produktlanseringer eller rene oppkjøp kan Kavlifondet raskt spytte inn mer egenkapital eller eventuelt utstede et lån. Motsatt, kan Kavlifondet hente ut overskuddskapital i konsernet ved å gjennomføre ekstraordinære utbytter. Siden stiftelser ikke betaler skatt, kan kapital føres frem og tilbake uten at det reduserer formuen på grunn av skattelegging. Dette gjør at det er Kavlifondet som fullt ut bestemmer hvor overskuddskapitalen skal ligge. Nødvendig driftslikviditet må selvfølgelig ligge i konsernet, men kapital utover dette kan like gjerne trekkes ut fra konsernet og forvaltes i Kavlifondet.

For det andre kan vi i praksis tenke oss at det er to ulike typer mottakere – et punkt Kavlifondet skiller seg ut på i forhold til de fleste universitetsfond og stiftelser som bare har en type mottakere. Den første typen er mottakere av allmennyttige gaver som deles ut til store og små prosjekter, et beløp Kavlifondet bestemmer helt selv og som forholdsvis er stabilt fra år til år. Den andre typen mottaker er Kavlikonsernet i form av egenkapitalinskudd eller lån. Dette forventes å skje relativt sjelden, og man vet ikke når det eventuelt kommer til å skje. Og når plutselig skjer, så kan beløpet være ganske stort.

#### 4.5 Ønsker fra styret

---

For å gjøre en analyse av utdelingspolicy mer aktuell og nyttig, bør også styret i Kavlifondet sine tanker og ønsker hensynstas. Under gjennomgår de viktigste.

For det første ønskes det en gaveutdelingsstrategi med færre prosjekter. I gjengjeld skal gavestøtten per prosjekt økes, og prosjekter kan gjerne vare over en lenger tidsperiode. Denne strategien ble iverksatt allerede i 2008, og det jobbes ennå med dette. I tillegg er prosessen rundt utdelinger endret da det nå bare tas imot søknader etter invitasjon (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011a, s. 1)

For det andre skriver Kavlifondet at utøvelse av eierskapet i Kavlikonsernet er en av to viktige oppgaver. Den andre oppgaven er forvaltningen av finansielle midler (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2011a). Dette bekrefter hvor viktig konsernet og tradisjonen rundt Kavli er, da disse oppgavene ligger bak hovedformålet - den allmennyttige virksomhet. Kombinert med hva som står i vedtektene til stiftelsen er det lite trolig at Kavlifondet vurderer noe nedsalg i konsernet. Oppgaven forutsetter derfor videre at dette ikke er aktuelt.

For det tredje ønskes det at konsernet skal være fleksibelt med tanke på eventuelle fremtidige oppkjøp. Det er signalisert at oppkjøp kontinuerlig vurderes, og man må være forberedt på at gode oppkjøpskandidater kan dukke opp (Aksel Mjøs, personlig kommunikasjon, 3. mai 2011). Det å ha kapital tilgjengelig, derfor man ikke kjører alt inn i Kavlifondet. En del skal reinvesteres og utbytteprosenten har ligget på 40-50 % de siste årene. Mens denne oppgaven ble skrevet kjøpte Kavlikonsernet opp det svenske dagligvareselskapet Druvan AB og ble dermed 50 % større på det svenske markedet (Kavli, 2011c).

For det fjerde er det ønskelig å bli mindre avhengig av utbyttebetalinger fra Kavlikonsernet i fremtiden. Fra årsberetningen 2009 heter det at «i Kavlifondets nye strategi ser man det som

ønskelig å bygge opp en egen kapitalreserve slik at man om nødvendig kan yte egenkapitalinnskudd til konsernet og slik at den allmennyttige virksomheten ikke er avhengig av årlige utbytter» (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2010). Videre sies det at man ønsker å øke nivået på utdelingene i årene som kommer, men at man må regne variasjoner i årlige tildelinger. Likevel synes det å være gode tider for konsernet og det er uttalt at årlige utbytter kan bli på 100 millioner i løpet av en femårsperiode (Laugen, 2011) Som vi har sett tidligere er Kavlikonsernet den klart største eiendelen, og med størst underliggende risiko er det ikke unaturlig at det ønskes å ha en større kapitalreserve enn dagens, slik at også totalrisikoen reduseres.

Videre sier styremedlem i Kavlifondet Aksel Mjøs (personlig kommunikasjon, 3. mai 2011) at stiftelsen ikke har noe klart mål i å vokse seg kjempestore. Det er vel så viktig med en balanse i utdelinger og vekst. Dette bekrefter at avveiningen mellom de to hovedformålene presentert i kapittel 2.2 også er høyst gjeldende for Kavlifondet.

#### 4.6 Historiske kontantstrømmer og utdelinger

Dersom vi dykker lenger ned i tallene, vil dette gi oss ett mer detaljert innblikk i det økonomiske rundt Kavlifondet, og da spesielt forholdet mellom inntekt og utdeling de siste årene. Tabell 3 viser en enkel kontantstrømvorsikt over inntekter og hvordan fordelingene av disse har vært til gaveutdelinger og drift av stiftelsen. Det som da er igjen legges til sidefondet. Eventuelt må man trekke på sidefondet dersom inntektene ikke dekker gaveutdelingene og driften.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Utbytte konsern	8,0	5,0	60 <sup>16</sup>	19,0	18,0	25,0	40,0
Renteinntekter	-	-	-	11,1	11,1	11,1	7,9
Sum inntekter	8,0	5,0	60,0	30,1	29,1	36,1	47,9
Til utdeling	6,6	4,7	5,7	6,1	10,9	16,9	20,0 <sup>17</sup>
Til drift	1,4	1,5	1,9	2,5	2,4	3,0	3,5
Til sidefond	0,0	-1,2	52,4	21,5	15,8	16,2	24,4

Tabell 3: Historiske kontantstrømmer (MNOK)

<sup>16</sup> I 2007 var utbyttet 185 MNOK. På grunn av lånet på 125 MNOK som ble gitt samtidig er nettoeffekt av dette lik 60 MNOK.

<sup>17</sup> Tallet er et estimat på årets utdeling.



Som vi ser fra tabellen består sum inntekter av utbytte fra konsern og renteinntekter fra lånet gitt til konsernet. Avkastning fra sidefondet er ikke tatt med da dette i de fleste tilfeller er kapitalavkastning, i tillegg til at eventuelle kroneutbytter fra investeringer blir reinvestert direkte. Fra tabellen ser vi at utbyttene fra konsernet har økt mye i løpet av de siste årene. Konsernet har vist til meget gode resultater etter noen magre år på midten av 2000-tallet. Stabiliteten til utbyttebetalingen fra konsernet må imidlertid ses på som et usikkert element, da det ligger forholdsvis stor risiko knyttet til denne investeringen som vi har sett tidligere. Etter at lånet til Kavlikonsernet ble gitt i 2007, har Kavlifondet mottatt årlige renteinntekter fra lånet. I motsetning til utbyttebetalingene ligger dette beløpet forholdsvis stabilt og varierer bare etter rentenivået i NIBOR hvert tredje år. Totalt sett ser vi et inntektsnivå som har økt betydelig de siste syv årene.

Dersom vi går videre og ser på fordelingen av beløpene som kommer inn hvert år ser en noenlunde lik økning på utdelinger, drift og overføringer til sidefond. Når det gjelder årlige utdelinger var disse forholdsvis stabile fra 2005 til 2008, og deretter økt kraftig etter 2008. Dette kan ha sammenheng i at konsernet leverte negative resultater i 2005 og 2006. Etter 2007 har resultatene vært svært gode, og dette reflekterer også utdelingsnivået. Men det er ikke gitt at utdelingene kommer til å øke. Kavlifondet skriver i sin årsberetning at man uansett må regne med at størrelsen på de årlige utdelingene vil variere i fremtiden (O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond, 2010).

Når det gjelder driftskostnader øker disse jevnt. Denne økningen virker naturlig da økt utdelingsnivå fører til økte kostnader. Det krever ressurser å finne aktuelle gavekandidater, og mange av disse skal følges opp i ettertid. I tillegg til dette kommer normal lønns- og prisvekst.

Etter utdelinger og drift, har Kavlifondet stort sett sittet igjen med et overskudd som har blitt investert i sidefondet - et beløp som kan ses på som sparing til fremtidige utbetalinger eller til kapitalbehov i konsernet. Dette er i samsvar med ønskene fra styret om å bygge opp et større bufferfond samt å være mindre avhengige av utbytteutbetalinger fra konsernet.

## 4.7 Oppsummering

---

Vi ser at mange av egenskapene beskrevet i dette kapitlet mest sannsynlig er unike og skiller seg fra andre næringsdrivende stiftelser. Dette støtter igjen ideen om at en utdelingspolicy bør vurderes og utarbeides basert på stiftelsens egenskaper og ønsker.

Vi har videre identifisert to andre viktige oppgaver om vi ser bort i fra det å dele ut gaver. Det første er utøvelse av eierskapet i Kavlikonsernet, og det andre er forvaltningen av finansielle midler.

Til slutt har vi også vært innom en enkel kontantstrømanalyse og sett at likviditet vil være sentralt i en næringsdrivende stiftelse som Kavlifondet.

## 5 Analyse av utdelingsmetode

---

Formålet med dette kapitlet er å analysere ulike utdelingsmodeller for Kavlifondet. Basis for analysen er teorien presentert i kapittel to, med funn og erfaringer fra kapittel tre og fire er med i den endelige vurderingen.

I første del av analysen diskuteres utdelingsmodellene fra teorikapitlet opp mot viktige egenskaper hos Kavlifondet. Den neste delen setter opp en simuleringsmodell der utdelingsmetodene implementeres for å se nærmere på effektene de vil ha for Kavlifondet. Deretter ser oppgaven på en sensitivitetsanalyse på viktige faktorer, og til slutt oppsummeres hovedpunktene i kapitlet som danner grunnlaget for en konklusjon i neste kapittel.

### 5.1 Diskusjon rundt utdelingsmodellene

---

Før oppgaven implementerer og simulerer effekter av de ulike modellene opp mot problemstillingen for oppgaven kan det være hensiktsmessig med en liten diskusjon rundt praktiske forhold og eventuelle utfordringer de ulike modellene vil ha for implementering og bruk i Kavlifondet.

Teorikapitlet startet med en kort diskusjon rundt to de to hovedmålsettingene. Disse var:

1. Fokus på en stabil kjøpekraft til formuen.
2. Fokus på en stabil utdelingsstørrelse fra år til år.

Spørsmålet er hvilke av disse målsettingene som er viktigst for Kavlifondet, eller om det også for Kavlifondet er viktigst med en balanse mellom disse. Når det gjelder stabilitet i formuen er dette vanskelig å måle siden det ikke er mulig å observere noen markedsverdi i Kavlikonsernet. Likevel er det nok ingen tvil om at denne stabiliteten ønskes, men synet på stabiliteten kan tenkes noe annerledes. Det viktigste for Kavlifondet er nok å sikre et stabilt konsern, noe som impliserer å støtte konsernet i dårlige perioder, samt stimulere til ytterligere vekst. Å ha fokus på hva verdien av formuen er til en hver tid er trolig lite aktuelt. Grunnet den relativt udiversifiserte porteføljen, må man også ta hensyn til den usystematiske risikoen, også kalt selskapsrisiko. Dette kan være spesielle hendelser som for eksempel kan kreve ekstra kapitalinnskudd for å overleve eller kapitalinnskudd for å vokse videre gjennom oppkjøp eller andre reinvesteringer. Denne risikoen er en trussel for stabiliteten og er noe Kavlifondet som eier må ha kapasitet til å håndtere.

Vi ser også at det blir fokusert på en stabil kjøpekraft i og med at utbytteprosenten fra Kavlikonsernet de siste årene har ligget på 40-50 %. Halvparten av overskuddet blir altså reinvestert i selskapet.

Når det gjelder utdelingsstørrelsene ser vi fra tabell 3 på side 32 at disse har ligget forholdsvis stabilt før vi har fått en ganske stor økning de siste årene på grunn av gode resultater i konsernet. Som vi også har sett tidligere, ønsker Kavlifondet å støtte flere større og mer langsiktige prosjekter. Dette gjør at stabile utdelinger også bør prioriteres. Dersom man inngår avtaler som skaper forpliktelser flere år fremover i tid, må en utdelingsregel være med på å støtte dette.

Fra vedtektene, som vi så mer detaljert på i kapittel 4, kommer det ikke klart frem hva som bør prioriteres av disse hovedmålsettingene.

I sum kan vi konkludere med at en balanse i disse målsettingene er viktig også for Kavlifondet. Vi ser ingen tegn på favorisering av en av målsetningene. Det er heller ikke lett å vite hvilken av målsetningene som eventuelt ville blitt prioritert dersom man måtte velge.

Videre i kapittel 2 ble ulike utdelingsmodeller gjennomgått og enkle eksempler demonstrert. Her ble det pekt på generelle fordeler og ulemper hos modellene, og disse vil nå vurderes videre i henhold til egenskapene til Kavlifondet som vi identifiserte i kapittel 4.

Vi ser på den inntektsbaserte utdelingsmetoden først. Kavlifondets inntekter består, som vi tidligere har sett på, hovedsakelig av utbytte- og renteinntekter. I tillegg kommer inntekter fra forvaltningen av sidefondet – enten i form av utbytte eller kapitalinntekter. Med gode resultater fra Kavlifondet de siste årene har disse utbyttebetalingene blitt reinvestert direkte. Vi husker fra tabell 2 at sidefondets estimerte andel av den verdjusterte kapitalen er tilnærmet 8 %. Det vil si at minst 92 % av investeringene betaler ut avkastningen. Derfor kan en inntektsbasert modell være aktuell for Kavlifondet, da den representerer alle inntekter utenom sidefondet. I tillegg må vi ikke glemme den kanskje største styrken til modellen – likviditet. Som vi også husker, er størstedelen av kapitalen til Kavlifondet bundet i illikvide eiendeler i Kavlikonsernet. Det vil derfor være viktig med en modell der man ikke risikerer likviditetsproblemer. Problemet med modellen for Kavlifondet er usikkerheten rundt utbyttebetalingene fra Kavlikonsernet som kan føre til forholdsvis store og uforutsigbare endringer i utdelinger fra år til år.

Man skal videre være litt forsiktig med den inntektsbaserte modellen. Dersom vi tenker langsiktig, kan det godt være at sidefondet bygges opp relativt mer enn konsernet. Da vil en større del av inntektene bestå av kapitalgevinster og modellen vil gradvis bli uaktuell da den ikke lenger balanserer målsetningene om stabile utdelinger og stabil kjøpekraft i stiftelsen.

Tidligere i oppgaven, i kapittel 2.5 og 3.3, så vi at markedsverdimodellen er mye brukt. Den er enkel å kommunisere og er tydeligvis en godt akseptert utdelingsmodell. For Kavlifondet får vi umiddelbart et problem ved bruk av denne metoden – vi har ikke mulighet til å observere markedsverdien til

Kavlikonsernet. I kapittel 4.3 så vi at markedsverdien til konsernet har blitt estimert til rundt 1,6 milliarder kroner. Det må her understrekes at dette bare er et estimat og ikke den virkelige verdien. Verdien har dessuten mest sannsynlig også endret seg siden dette estimatet ble gjort. Med en god resultatutvikling og videre suksess med nye produkter, for eksempel Skyr, kan det godt tenkes at dagens verdi er høyere. Man kan komme frem til et estimat på mange forskjellige måter, der enkelte er mer krevende enn andre. Eksempler er diskonterte kontantstrømmer, vekstmodeller og bruk av multipler. I tillegg er det trolig av ingen andre praktiske hensyn behov for å beregne dette tallet. Markedsverdien er ikke viktig, effektivitet og resultatmålene går mot egenkapital og andre målbare tall. Det gjør at innsatsen som må legges ned ved en eventuell estimering egentlig er bortkastet gitt at det er en annen utdelingsregel som er like effektiv.

Vi må likevel ha i bakhodet at modellen en gang i fremtiden kan bli mer aktuell. Dersom sidefondet vokser seg relativt større enn konsernet har vi en mye større andel av formuen der vi kan måle markedsverdien. Likevel husker vi fra tabell 1 at markedsverdimodellen, selv med glidende snitt, kommer dårlig ut når det gjelder kortsiktig stabilitet i utdelinger. Som vi allerede har vært inne på ønsker Kavlifondet flere langsiktige prosjekter og trenger kanskje mer stabilitet enn det markedsverdimodellen kan tilby - selv med glidende snitt eller gulv og tak. I tillegg er det lite aktuelt å selge seg ned i konsernet. Dette kan gjøre at modellen kan skape likviditetsproblemer i dårlige perioder dersom utbyttet fra konsernet havner på et minimum. Enda verre blir det dersom korrelasjonen er stor mellom konsern og sidefondet. Da risikerer man å selge verdipapir i sidefondet når verdien på disse er lav.

Dersom man hadde en markedsverdi å gå ut i fra, hadde modellen vært veldig aktuell siden den er lett å kommunisere og lett å implementere. Glidende snitt hadde vært svært aktuelt siden Kavlifondet fokuserer mer og mer på prosjekter over flere år, og det vil nok lette budsjettprosessen en del – men ikke mange år framover i tid.

Neste utdelingsmodell er den inflasjonsjusterte. For Kavlifondet kan nok denne modellen skape mer problemer enn nytte. Den største fordelen er svært forutsigbare fremtidige utdelingsbeløp slik at det vil være mye enklere å inngå langsiktige samarbeidsavtaler for gaveutdelinger. Spørsmålet vi må tenke igjennom er hvor viktig dette egentlig er. Ikke alle utdelingene fra Kavlifondet kommer fra langsiktige avtaler, så noe uforutsigbarhet i utdelinger kan nok godtas. Det kanskje største problemet med modellen er de potensielt varierende inntektene Kavlifondet har. Dette kan skape likviditetskrise dersom utbyttebetalingene fra Kavlikonsernet uteblir. For tiden er utbyttebetalinger

fra konsernet den viktigste kilden til gaveutdelinger, og en tørke i disse inntektene kan da føre til store trekk på kapitalreserven i sidefondet.

Hvis vi til slutt ser på hybridmodellen, får vi noen av de samme utfordringene som ved markedsverdimodellen. Dette på grunn av at det er vanlig å bruke markedsverdimodellen som et av leddene i hybridmodellen, som vist i ligning (5) og (6). Videre skal man også ha med ett eller flere andre ledd i modellen, gjerne for å prøve å stabilisere og for å dempe effekten av potensielt ekstreme hendelser. For Kavlifondet som er en forholdsvis liten stiftelse i antall ansatte og kompleksitet, vil en hybridmodell kanskje være mer til bry enn nytte. Det kan fort bli en komplisert regel, og man har ikke all input som man vanligvis bruker i modellen. Likevel tar vi den med videre i analysen.

For flere av modellene nevnes trekk fra sidefondet som mulig scenario dersom utbyttebetalinger fra Kavlikonsernet uteblir. Vi kommer derfor til et spørsmål om hvorvidt sidefondet per dags dato er egnet til dette eller ikke. For det første er ikke formålet til sidefondet helt avklart. Med en forholdsvis liten andel investeringer i pengemarkedet kan man anta at det hovedsakelig er langsiktig avkastning som er hovedformålet.<sup>18</sup> Med en så liten andel kan man tro at det ikke forventes store trekk fra sidefondet. For det andre kan man risikere hyppige rebalanseringsbehov dersom man trekker eller tilføyer penger i sidefondet da man ønsker å holde seg innenfor grensene i den strategiske allokeringen.

Med likviditet som et problem i flere av modellene, i kombinasjon med et sidefond som per dags dato ikke er så likvid, kan man tenke litt videre utover de modellene som er gjennomgått i teorikapitlet. Et eksempel som kan være med på å redusere likviditetsrisikoen er å opprette et bufferfond som holdes adskilt fra sidefondet. Formålet med bufferfondet vil være å redusere avhengigheten til sidefondet. Tanken er at dette likvide bufferfondet bygges opp i perioder med gode inntekter, for så å trekkes på når inntektene uteblir. I snitt bør verdien av denne bufferen ligg på en viss prosentandel av utdelingsnivået. Ulempen med dette forslaget er alternativkostnaden ved å ha dette beløpet i pengemarkedet. Likevel kan det tenkes at dette er en bra pris å betale for å unngå likviditetskriser. I simuleringen i nesten delkapittel ser vi nærmere på dette forslaget.

Det kan også være en idé å se på historiske utdelingstall, og spørre oss hvilken utdelingsmodell historikken ligner mest på. Fra tallene i tabell 3 i kapittel 4.6 ser vi større tendenser til at utdelingsbeløpet varierer med inntekten enn at det vokser jevnt. Selv om dette er et noe tynt

---

<sup>18</sup> Andel plasser i pengemarkedet er pr januar2011 ca. 5 % (Wassum Investment Consulting, 2011)

grunnlag, uten klare resultater, ser vi at den historiske utdelingspolicyen ligner mest på inntektsmodellen.

For å summere opp diskusjonen rundt de ulike modellene, er hovedpunktet at det ikke finnes en perfekt modell til Kavlifondet. Videre har vi sett at i forhold til universitetsfond og andre stiftelser, får Kavlifondet utfordringer med utdelingsmodeller som baserer seg på markedsverdi. Likviditet er også et sentralt punkt noe som gjør at det kan være aktuelt med et mer egnet bufferfond. Tabell 4 oppsummerer funnene:

Utdelingsmetode	Fordeler	Ulemper
<b>Inntektsmodellen</b>	Unngår likviditetsproblemet og trekk på sidefondet	Variierende inntekter fører til variierende utdelinger
<b>Markedsverdimodellen</b>	Langsiktighet	Vanskelig beregningsgrunnlag (ingen markedsverdi)  Kan skape likviditetsproblem  Kan manipuleres siden den involverer estimering
<b>Inflasjonsjustert modell</b>	Stabile utdelinger  Enklere å planlegge langsiktig og større prosjekter.	Variierende inntekter kan føre til likviditetsproblemer
<b>Hybridmodell</b>	Balanserer hovedmålsettingene	Komplisert modell, med usikre input

**Tabell 4: Fordeler og ulemper ved utdelingsmodellene**

## 5.2 Simulering

---

Det er klart at man generelt sett er tryggere når man bruker historiske tall i en analyse. Likevel er det flere forhold som gjør at simulering er den foretrukne metoden i denne oppgaven. For det første er problemstillingen og fokuset i oppgaven framoverskuende. Den usikre fremtiden vil ha effekt på den beslutningen vi tar i dag, og det er dette som ønskes belyst. For det andre har enkelte egenskaper i Kavlifondet over tid endret seg slik at historiske tall ikke lenger er like representativt for dagens beslutning. Blant annet har vi strategiendringer i Kavlifondet og en særegen sammensetning av kapital som er i endring. I tillegg var det heller ikke noe spesielt fokus på oppbygging og forvaltning av et sidefond før 2004.

Diskusjon rundt likviditet har vært en viktig faktor til nå i oppgaven, spesielt i forrige delkapittel, og vil derfor være sentral videre i analysen. Hovedfokuset i analysen vil bestå av simuleringer av nøkkelfaktorer som er gjenstand for input i utdelingsmodellene. Dette vil i hovedsak være utbyttebetalinger og verdiutvikling i Kavlikonsernet, samt avkastning og verdiutviklinger i sidefondet. Med disse nøkkelfaktorene på plass kan vi analysere hvordan de ulike utdelingsmodellene vil oppføre seg. Se vedlegg 4 for detaljer knyttet til simuleringen.

### **Ingen behov for kapital til Kavlikonsernet – base case**

Vi ser først på en modell der det forutsettes at det ikke oppstår behov for ekstra lån eller innskutt egenkapital til Kavlikonsernet fra Kavlifondet. En rask titt på den økonomiske situasjonen til Kavlikonsernet i dag, avslører at det ikke er utenkelig at dette kan være en mulighet. Konsernet har de siste årene levert gode resultater og synes å ha en god drift med videre gode utsikter. Av resultatet går også en del tilbake til selskapet som tilbakeholdt overskudd. Dessuten har konsernet en stor ubenyttet lånekapasitet. Ser vi bort i fra lånet fra Kavlifondet hadde konsernet en samlet rentebærende gjeld på 78 millioner kroner ved utgangen av 2010. Siden kontantbeholdningen på samme tidspunkt var på hele 133 millioner kroner får vi en negativ netto rentebærende gjeld. Dette gjør konsernet lavt gearet og ubenyttet lånekapasitet stor. Dersom vi forutsetter at konsernet først får finansiering i banken og at man ikke har noen aggressiv oppkjøpsstrategi, kan det tenkes at det ikke blir behov for kapitalhjelp fra Kavlifondet.

Tabell 5 over viser resultater fra dette scenarioet og presenterer de mest sentrale faktorene. Se også vedlegg 4 for detaljert forklaring av de ulike utdelingsmodellene.



Utdelingsmodell	Stabilitet formue (St.avvik) <sup>19</sup>	Stabilitet utdelinger (St.avvik)	Stabilitet sidefond (St.avvik)	Antall reduksjon i utdeling	Antall trekk fra sidefond	Gj.snitt trekk fra sidefond	Maks trekk fra sidefond
<b>Inntektsmodell</b>	17,5 %	350,9 %	8,3 %	9,1	1,8	0,9 %	1,1 %
<b>Inntektsmodell</b> inkludert sidefond	17,4 %	164,6 %	6,6 %	8,6	5,9	2,7 %	5,7 %
<b>Inntektsmodell</b> glidende snitt (3 år)	18,4 %	127,8 %	12,6 %	8,4	7,5	4,8 %	9,6 %
<b>Markedsverdimodell</b>	18,7 %	18,7 %	14,0 %	6,8	7,9	5,6 %	10,0 %
<b>Markedsverdimodell</b> glidende snitt (3 år)	18,7 %	10,9 %	15,0 %	5,2	8,4	6,4 %	11,9 %
<b>Inflasjonsjustert/vekst</b>	18,1 %	0,0 %	27,8 %	0,0	7,8	6,1 %	13,1 %
<b>Hybridmodell</b> (markedsverdi + vekst)	18,2 %	8,4 %	14,0 %	2,9	7,8	5,7 %	10,5 %
<b>Hybridmodell</b> (inntektsmodell + vekst)	18,1 %	17,5 %	13,0 %	6,5	7,7	5,2 %	9,7 %
<b>Alfa-beta</b>	17,6 %	45,2 %	12,7 %	7,1	7,2	4,3 %	8,5 %

Tabell 5: Simulering - base case

De to første kolonnene i tabellen viser effekten de ulike utdelingsmodellene vil ha i forhold til de to målsetningene vi til nå har vært innom flere ganger. I simuleringen benytter vi gjennomsnittlig standardavvik som målet på stabilitet. Det første vi legger merke til er at stabiliteten i formuen er relativt lik for alle utdelingsmodellene. Forklaringen ligger i Kavlikonsernet som er lite påvirket av hvilken modell som benyttes fordi utbytteprosenten forutsettes fast og at verdiene i konsernet er relativt store i forhold til resten av formuen. Selv med stor variasjon i sidefondet for enkelte utdelingsmodeller, påvirker dette i liten grad formuens totalvariasjon. Med en forutsatt verdirisiko på 20 % i Kavlikonsernet virker det ikke usannsynlig at Kavlifondets verdirisiko ligger noe lavere slik som resultatene viser. Dette målet på stabilitet blir uansett lite nyttig for å skille modellene.

Ser vi derimot på variasjonen i utdelingene får vi mye større utslag mellom modellene. Inntektsmodellene kommer dårligst ut som et direkte resultat av usikre utbyttebetalinger fra Kavlikonsernet. Konsernet kan oppleve dårlige år med negative resultat, noe som fører til at utbyttet

<sup>19</sup> Formuen er beregnet på samme måte som høyre del av tabell 2, det vil si Kavlikonsernet + lån til Kavlikonsernet + sidefondet.

blir redusert til et minimum. Styrken til inntektsmodellene er effekten de har på sidefondet. I tredje kolonne ser vi at variasjonen i sidefondet er lavest. Dette henger sammen med det vi ser i de tre siste kolonnene. Den tradisjonelle inntektsmodellen har et beskjedent behov for trekk fra sidefondet og man kan forvente mindre enn to små kapitalbehov på hele perioden. Årsaken til at den tradisjonelle inntektsmodellen kan føre til trekk på sidefondet er driftskostnadene (typisk lønn og administrasjon) som er faste på kort sikt, slik at disse kan overstige inntekten i et enkelt år. Dersom vi inkluderer avkastningen fra sidefondet i inntektsmålet forbedres stabiliteten i utdelingene noe, men den må fortsatt karakteriseres som svært høy. Relativt bedre blir det dersom vi bruker et glidende snitt, for eksempel av de tre siste årene. Ulempen er større behov for trekk fra sidefondet.

Ikke uventet vinner vekstmodellen på stabilitet i gaveutdelinger. Siden vi her øker utdelingene hvert år med en fast prosentsetning, har vi ingen variasjon. Dette fører også til at vi i perioden aldri får noen reduksjon i utdelingsnivået. Fra tabellen ser vi imidlertid at prisen vi må betale for dette er høy i form av avhengighet til sidefondet. Simuleringen viser at likviditetsbehovet er størst for denne modellen med 6,1 % trekk på sidefondet i snitt de gangene vi må benytte oss av dette. Vi kan dessuten risikere en gang i perioden å måtte benytte over 13 % av verdien til sidefondet for å ha nok penger til utdeling. Husk her at selv om det er høye overføringer fra sidefondet i dårlige år, er det tilsvarende høye overføringer til sidefondet i gode perioder. Forskjellen mellom modellene er derfor bare variasjonen. En variasjon så stor som i vekstmodellens tilfelle er nok svært lite hensiktsmessig for et langsiktig fokusert sidefond, som her blir nødt til å allokere mer til korte likvide papirer.

Vi har allerede vært inne på problematikken rundt markedsverdimodellene. Resultatene viser at de to markedsverdimodellene ikke skiller seg mye. Modellen med glidende snitt er imidlertid noe bedre på stabilitet i utdelingsnivå og bør foretrekkes på bekostning av noe høyere bruk av sidefondet.

Simuleringsmodellen tar også med to hybridmodeller. Modellene presterer relativt likt, men også her får vi det største skillet i utdelingsstabilitet. Modellen som tar utgangspunkt i inntektsmodellen og vekstmodellen har over dobbelt så stort standardavvik – noe som er forventet da vi allerede vet at inntektsmodellen i utgangspunktet har et svært høyt standardavvik.

Alfa-beta er den siste modellen vi ser på. Resultatene viser at denne oppfører seg slik som forventet. Vi ser tendenser til at standardavviken til stabiliteten i formuen er noe lavere enn markedsverdimodellene og hybridmodellene. Variasjonen i utdelingene er imidlertid mye høyere.

Fra teorikapitlet husker vi tabell 1 som viser hvordan de ulike modellene rangeres med hensyn på de to hovedmålsettingene. Sammenligner vi dette med funnene over ser vi de samme tendensene.

For å oppsummere resultatene ser vi at de to modellene som er enklest å ta i bruk ligger i hver sin ytterkant. Hybridversjonen av denne ligger som forventet midt i mellom. Vi ser klart og tydelig en tradeoff mellom størrelse og variasjon i trekk fra sidefond og variasjon i utdelinger. Med andre ord, dersom vi godtar høy variasjon i utdelingene er det mindre sannsynlig at vi trenger å trekke fra sidefondet. Og omvendt, dersom vi ikke ønsker variasjon i utdelingene må vi akseptere større trekk på sidefondet i de årene inntektene ikke strekker til.

### Bufferfond

Som vi nettopp så, krever alle modellene at det innimellom trekkes fra sidefondet for å møte utdelingsnivået som de spesifiserer. Dette skjer spesielt i år der utbyttebetalinger fra konsernet er lave. For å redusere hyppighet og størrelse på trekk fra sidefondet, og for å la sidefondet operere mer uavhengig, kan det tenkes at man oppretter et bufferfond som er adskilt fra sidefondet. Bufferfondet er tenkt slik at det bygges opp i gode tider og trekkes på i dårlige tider. Er det ikke nok i bufferfondet må man som før trekke på sidefondet.

Et spørsmål som tidlig dukker opp er hvor stort dette bufferfondet bør være og hvilken regel man skal bruke for å sette denne størrelsen. Et enkelt eksempel vises i (9).

$$\mathbf{Bufferfond}_t = x \cdot \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \mathbf{Utdeling}_{t-i} \quad (9)$$

Eksemplet over sier at det ønskede buffernivået er en prosentandel ( $x$ ) av gjennomsnittlig utdeling over de  $n$  siste utdelingene. Det finnes så klart mange andre muligheter å spesifisere dette nivået. I eksemplet brukes et glidende snitt for å stabilisere ønsket nivå på bufferen.

Selv om bufferfondet kan være hjelpelig, vil det ikke være gratis. Det vil helt klart ligge en alternativkost i bufferfondet da denne kapitalen kunne vært forvaltet i sidefondet med høyere forventet avkastning. Likevel er det naturlig å tro at forvalters administrasjonskostnader knyttet til rebalansering og annen oppfølging er høyere uten bufferfondet, slik at alternativkostnaden i realiteten er mindre.

Etter implementasjon av bufferfondet ble samme simulering kjørt på nytt. I tabell 6 presenteres resultatene fra simuleringen.

Utdelingsmodell	Stabilitet formue (St.avvik)	Stabilitet utdelinger (St.avvik)	Stabilitet sidefond (St.avvik)	Antall reduksjon i utdeling	Antall trekk fra sidefond	Gj.snitt trekk fra sidefond	Maks trekk fra sidefond
<b>Inntektsmodell</b>	17,6 %	339,3 %	8,4 %	9,1	0,0	0,0 %	0,0 %
<b>Inntektsmodell</b> inkludert sidefond	17,3 %	163,2 %	6,8 %	8,7	1,4	1,5 %	2,1 %
<b>Inntektsmodell</b> glidende snitt (3 år)	17,8 %	125,4 %	10,5 %	8,4	3,5	3,0 %	5,2 %
<b>Markedsverdimodell</b>	17,9 %	17,9 %	11,7 %	6,8	5,0	4,0 %	7,2 %
<b>Markedsverdimodell</b> glidende snitt (3 år)	18,7 %	10,9 %	12,2 %	5,2	5,5	5,2 %	9,8 %
<b>Inflasjonsjustert/vekst</b>	17,5 %	0,0 %	12,3 %	0,0	5,2	4,7 %	10,8 %
<b>Hybridmodell</b> (markedsverdi + vekst)	17,6 %	8,3 %	11,3 %	2,8	5,0	4,1 %	8,0 %
<b>Hybridmodell</b> (inntektsmodell + vekst)	17,8 %	17,6 %	10,6 %	6,5	4,5	3,3 %	6,3 %
<b>Alfa-beta</b>	17,5 %	45,0 %	11,4 %	7,1	4,6	3,7 %	6,8 %

Tabell 6: Simulering - m/bufferfond

Før simuleringen er det klart at bufferfondet ikke vil ha effekt på de to første kolonnene. Formuesverdien er lik uansett om vi bruker bufferfondet eller ikke, og utdelingsnivået blir fortsatt satt av de samme utdelingsmodellene. Dissen tallene kan imidlertid variere litt i forhold til tabell 5 fordi simuleringen ikke gir nøyaktig det samme resultatet hver gang. De små forskjellene har uansett ingen effekt på det endelige resultatet.

Fokuset i tabellen blir på de målene som inkluderer sidefondet. Dersom vi sammenligner med utgangspunktet i tabell 5 blir det klart at bufferfondet gir de ønskede effektene. Bufferfondet gir imidlertid ikke utslag på rangering av utdelingsmodellene. Størst effekt får bufferfondet på vekstmodellen og minst effekt får den tradisjonelle inntektsmodellen.

Når det kommer til valg av prosentandel (x) bør denne settes individuelt for de ulike utdelingsmodellene. Bakgrunnen til dette er at vi allerede har sett at det er stor forskjell i hvor avhengig man er av sidefondet i de ulike utdelingsmodellene. En utdelingsmodell basert på inntekt bør således ha et lavere bufferfond enn hva en markedsverdi- eller vekstmodell trenger.

## Behov for kapital i Kavlikonsernet

Analysen har til nå forutsatt et Kavlikonsern uten ekstra kapitalbehov utover selvfinansiering og låneopptak begrenset til en konservativ lånekapasitet. I denne delen utvider vi utgangspunktet ved å legge inn muligheter for større kapitalsjokk i modellen. Som oppgaven har vært inne på tidligere kan dette bli aktuelt dersom det skjer oppkjøp eller andre store investeringer.

I utgangspunktet (base case) ble det forutsatt en fast underliggende vekst i EBITDA. Dersom Kavlikonsernet også i noen år gjennomfører større oppkjøp, vil det være naturlig å tro at EBITDA oppfører seg mer sprangvis. Det blir derfor en ekstra utfordring å modellere EBITDA-veksten da det er vanskelig å vite hvor stort spranget blir. I noen tilfeller kan det dessuten være innkjøringsproblemer og arbeidet med å hente ut synergier kan pågå over flere år. I andre tilfeller vil vi ikke oppleve disse utfordringene. Vi kan kalle et kapitalbehov for et «sjokk», selv om det ikke automatisk menes noe negativt i det. Sjøkket vil i de fleste tilfeller ikke være eksogent, men heller komme som et resultat av en beslutning styret har tatt. Det er naturlig å tro at slike beslutninger er gode.

En simulering som implementerer to sjokk med et mellomrom på 4 år, viser at utdelingsmodellene blir lite påvirket av sjokkene. Rangeringen mellom modellene påvirkes ikke. I praksis blir dette bare en reallokering av kapital som fortsatt vil forbli i totalformuen. Utdelingsmodellene er ikke direkte involvert, men indirekte via avhengigheten til sidefondet. Er man uheldig og får noen år med dårlige resultater etter et sjokk vil man risikere å måtte bruke en mye større andel av sidefondet til å dekke likviditetsbehovet til utdelinger. Med andre ord så vil forventet maksimal trekk fra sidefondet øke. Dette taler for en inntektsmodell som vi vet fra tidligere simuleringer er minst avhengig av sidefondet.

Kjernen i denne utfordringen er noe avvikende fra oppgavens problemstilling, men er i aller høyeste grad relatert. Det sentrale spørsmålet vil her bli hvor stort sidefondet bør bygges opp. For å justere opp graden av oppbygging må gaveutdelinger reduseres slik at mer penger spyttes inn i sidefondet. Denne mekanismen skjer gjennom utdelingsregelen ved å justere parameterne i denne. Et enkelt eksempel kan være å justere inntektsmodellen ned fra å dele ut 60 % av inntekten til 40 % av inntekten. Med flere parametere i hver utdelingsmodell er det ikke mulig å gjøre en god analyse på dette i denne oppgaven. Usikkerheten blir uansett veldig stor, og det er begrenset hva man kan få ut av en sånn analyse. Justering av parametere er uansett noe som bør gjøres etter valget av utdelingsmodell.

Når det kommer til hvilken modell som passer best til en slik situasjon er dette også vanskelig å analysere. Mange usikre faktorer vil spille inn, som for eksempel forventet størrelse på sjokkene, hvor ofte disse kommer, lønnsomheten i sjokkene, osv.

Med en større forventet variasjon i sidefondet vet vi at vekstmodellen nå kommer dårlig ut, siden det er denne modellen som er mest avhengig av sidefondet fra før. Dessuten vil høyere vekst i konsernet føre til at modellen lett drifter bort fra det langsiktige optimale utdelingsnivået.

### 5.3 Kritikk og svakheter ved modellen

---

Modellering og estimering av det som skjer i fremtiden er svært vanskelig. Det er umulig å treffe rett, og små faktorer kan føre til store utslag. For eksempel tar styret i Kavlifondet og Kavlikonsernet beslutninger flere ganger i året som kan være utslagsgivende for inneværende år eller flere år frem i tid. Videre er ulike forutsetninger i modellen basert på historiske tall som også kan være problematisk. Ved å bruke en simulering kjører man mange ulike scenarioer for å plukke opp ulike hendelser - men det er likevel lett å drifte bort fra det som faktisk kommer til å skje.

Modellen gjør også noen forenklinger i beregning av nøkkeltall i Kavlikonsernet. Det brukes for eksempel multipler og en noe grov anslag på kontantstrøm. Alternativet er å modellere finansregnskapet ned i detalj, som også er meget krevende. Det blir til slutt en avveining mellom hvilken metode som benyttes, og begge modellene vil uansett være svært usikre. Det er tvilsomt om vesentligheten blir noe særlig bedre om man går mer detaljert til verks.

I analysen så vi også på andre selskaper i samme bransje for å finne estimater på multipler eller andre mål. En svakhet rundt dette er bruken av et noe begrenset utvalg, slik at man risikerer å ende opp med å sammenligne ulike selskaper innenfor samme bransje.

Modellens kanskje mest utslagsgivende estimat er Kavlikonsernets EBITDA. Bare dette gjør det til en svakhet. Det kan videre tenkes at EBITDA for eksempel er mer syklisk enn modellert eller at variasjonen i fremtiden er ulik dagens. Næringsmiddelbransjen er ikke kjent for å være syklisk, men dersom man ser på et enkelt selskap kan det likevel tenkes at det vil være sykliske trender over tid. I tillegg er den positive driften i EBITDA selvsagt usikker, og mer usikkerhet får vi dersom oppkjøp blir gjennomført.

Som vi har sett er det flere svakheter i modellen. Mange av disse svakhetene knytter seg til viktige input-variabler. Neste delkapittel foretar derfor en sensitivitetsanalyse på ulike faktorer.

## 5.4 Sensitivitetsanalyse

I tabell 7 presenteres en sensitivitetsanalyse på fire forutsetninger for de antatt mest sentrale utdelingsmodellene.

Utdelingsmodell	Stabilitet utdelinger (St.avvik)	Stabilitet sidefond (St.avvik)	Antall trekk fra sidefond	Gj.snitt trekk fra sidefond	Maks trekk fra sidefond
<b>Inntektsmodell</b>					
EBITDA-volatilitet	-9,7 %	-3,8 %	-15,9 %	-3,9 %	-9,1 %
Utbyttefaktor	-12,5 %	6,1 %	-13,8 %	-24,3 %	-27,3 %
Korrelasjon	-1,7 %	-1,4 %	-1,1 %	-0,4 %	0,4 %
Verdirisiko konsern	-2,5 %	-0,5 %	-2,5 %	-1,2 %	-1,8 %
<b>Inflasjonsjustert/vekst</b>					
EBITDA-volatilitet	0,0 %	-53,6 %	-2,9 %	-4,2 %	-0,8 %
Utbyttefaktor	0,0 %	-31,7 %	11,6 %	6,7 %	39,3 %
Korrelasjon	0,0 %	19,3 %	0,1 %	-2,5 %	-1,3 %
Verdirisiko konsern	0,0 %	-2,1 %	-4,0 %	-3,2 %	-0,8 %
<b>Markedsverdimodell</b>					
EBITDA-volatilitet	-12,1 %	-8,2 %	-2,4 %	-2,5 %	-0,1 %
Utbyttefaktor	-5,3 %	-3,3 %	11,0 %	-0,9 %	4,6 %
Korrelasjon	-3,1 %	-5,0 %	0,0 %	-0,8 %	0,2 %
Verdirisiko konsern	-9,7 %	-3,5 %	-5,1 %	-2,7 %	-1,1 %
<b>Hybridmodell (inntekt, vekst)</b>					
EBITDA-volatilitet	-7,4 %	-9,0 %	-3,0 %	-7,5 %	-5,1 %
Utbyttefaktor	-6,0 %	-4,4 %	6,1 %	-6,9 %	-4,1 %
Korrelasjon	0,4 %	-3,3 %	0,0 %	-2,0 %	-1,8 %
Verdirisiko konsern	-2,0 %	1,9 %	-2,7 %	-3,6 %	-1,1 %

**Tabell 7: Sensitivitetsanalyse**

Tallene i tabellen vises på endringsform der utgangspunktet er en endring på -10 % på hver av de fire forutsetningene. For EBITDA-volatilitet vil dette si at vi reduserer denne med 4 prosentpoeng (-10 % \* 40 % = -4 %) til 36 %, og deretter kjører simuleringen på nytt. I inntektsmodellen finner vi da for

eksempel at dersom EBITDA-volatiliteten reduseres med 10 %, så reduseres standardavviket i årlige utdelinger med 9,7 %.

Dersom vi ser på inntektsmodellen først, er det klart at denne er mest sensitiv til EBITDA-volatilitet og utbyttefaktor. De tre siste kolonnene for inntektsmodellen skal vi likevel ta med en klype salt. Som vi husker fra utgangspunktet vårt var disse tallene nær null, noe som kan skape store utslag selv om vi får et ganske likt tall. Vi får videre bekreftet at stabiliteten i sidefondet er lite sensitiv. Korrelasjonen og verdirisikoen har også liten effekt på inntektsmodellen.

For vekstmodellen ser vi at en endring i EBITDA-volatiliteten har stor effekt på stabiliteten i sidefondet. At utbyttefaktoren har gir såpass stor utslag er imidlertid overraskende.

Markedsverdimodellen er mest sensitiv til EBITDA-volatilitet. Også utbyttefaktoren fra Kavlikonsernet viser seg å være sensitiv. Korrelasjonsfaktoren har imidlertid ingen effekt. Ser vi på verdirisikoen i konsernet, vil denne ha mest utslag dersom vi bruker markedsverdimodellen.

Hybridmodellen virker å havne midt i mellom de andre modellene. Den er sensitiv til mange faktorer, men ingen skiller seg særlig ut. Jevnt over er EBITDA-volatiliteten også her mest sensitiv.

Totalt sett er det EBITDA-volatiliteten som er mest sensitiv. Bare hybridmodellen havner under 10 % på alle de fem målene. Dette kan tyde på at modellen er mer robust og mindre sensitiv totalt sett enn de andre modellene. Likevel er det ikke sikkert alle tallene i tabellen er helt konsistente. Det kanskje viktigste å ta med seg fra denne sensitivitetsanalysen er at modellene reagerer på ulike faktorer, og i noen tilfeller motsatt vei. Dette hjelper oss ikke mye videre mot problemstillingen, men vi får i hvert fall belyst ved denne sensitivitetsanalysen at dette er noe som er viktig å være observant på.



## 5.5 Oppsummering

---

Vi har i dette kapitlet gått i detalj på de ulike utdelingsmodellene. Hovedtrekkene viser at det ikke er lett å rangere modellene dersom vi ser på det totale bildet. Alle modellene har sine styrker og svakheter. Med sensitivitetsanalysen friskt i minnet husker vi også hvordan de ulike modellene reagerer på endringer i forskjellige nøkkelfaktorer. Dette gjør en vurdering og rangering av utdelingsmodellene enda mer komplisert.

Et bufferfond kan imidlertid være noe til hjelp, men vi har sett at størrelsen på dette må være relativt stort for at det skal gi god effekt. Selv med et bufferfond endres ikke utdelingsmodellenes egenskaper nevneverdig slik at vi i prinsippet står ovenfor samme utfordring som før.

En ting vi kan lære fra analysen, er at en finansstrategi bør være koblet mot hvilken utdelingsmodell som brukes. Dette på grunn av at vi har noen modeller som gir liten stabilitet i sidefondet, og andre modeller som gir høyere stabilitet. Dersom en modell som fører til lav stabilitet i sidefondet blir valgt, må det jobbes med å bygge opp sidefondet relativt hurtigere. Det kan gjøres, som vi har vært inne på, ved å justere ned parametere i utdelingsmodellen. En finansstrategi bør altså samsvare med utdelingspolicyen.

Vi har sett at for eksempel markedsverdi og EBITDA er meget volatile. Dette avsnittet presenterer en alternativ utradisjonell tankegang i å fastsette en utdelingspolicy. Felles med alle modellene vi har sett på er bruk av historiske tall for å definere dagens utdelingsnivå. Som vi vet er det ikke alltid historien forteller oss så mye om det som kommer til å skje. I stedet for å se seg tilbake, er det også en ide å se fremover. Mest sannsynlig har stiftelsen og konsernet tanker om framtiden – både gjennom felles diskuterte saker og beslutninger i styremøter, samt andre individuelle tanker. Dessuten kan ting komme mye mer overraskende på en historiefokusert utdelingsmodell, enn for styret som gjerne har hatt informasjon om viktige saker lenge. Tanken bak dette er å etablere et stemningsbarometer for utviklingen neste tre år, der hver deltager angir på en skala fra, for eksempel, -3 til +3 hvordan han eller hun ser for seg de økonomiske utsiktene i kommende periode. Dersom resultatet forventes å være presset angir personen en lav score, og er utsiktene gode gis en god score. Til slutt legges disse stemmene sammen og man får en totalscore.

Denne totalscoren kan så implementeres som en parameter i en utdelingspolicy. For eksempel kan den kombineres med vekstmodellen eller inntektsmodellen. Poenget er å forutse dårlige og gode tider for så å justere modellen etter dette.

## 6 Konklusjon

---

Opgavens problemstilling var å bruke teori og bransjepraksis for å finne den mest hensiktsmessige utdelingspolicyen for Kavlifondet. Gjennom oppgavens reise ble det stadig plukket opp nye nødvendige vurderingsmomenter som førte til at kompleksiteten økte merkbart.

Dette gjør at det er utrolig vanskelig å anbefale en utdelingspolicy til Kavlifondet. Verken bransjepraksis eller simuleringsmodellene gav noe entydig svar på hva som bør velges, noe som kanskje er årsaken til at mange stiftelser ikke har noen spesifikk utdelingspolicy. Oppgaven har analysert og belyst de fleste sidene av de ulike modellene. På denne måten er det kanskje en like god ide at Kavlifondet selv luker ut de modellene med minst ønskelige egenskaper, og foretar det endelige valget – dersom det i det hele tatt er hensiktsmessig med en fast regel.

Et annet viktig aspekt er likviditet. Skal man følge en fast utdelingspolicy har vi i analysen sett at man mest sannsynlig må benytte seg av sidefondet. Dette taler for en større andel i korte papirer som er lettere å komme seg ut av. En økende andel langsiktige forpliktelser taler også for dette.

En utdelingspolicy bør i det minste være robust, og for å være effektiv bør den være utformet slik at det ikke skal være nødvendig å endre den ofte. Å være robust kan for eksempel innebære at den bør holde i minst 5 år. Som vi har sett kan dette være en stor utfordring med dagens kapitalallokering. Hybridmodellen er derfor en interessant tanke, da denne kan eliminere ekstremvariasjoner som vi ellers risikerer å få hos andre utdelingspolicyer.

## 7 Vedlegg

### 1. Næringsdrivende stiftelser

Navn	Land	Næringsvirksomhet
<b>A.P. Møller og Hustru Chastine Mc-Kinney Møllers Fond til almene Formaal (Almenfonden)</b>	Danmark	A.P. Møller - Maersk Group <i>41 % av aksjene, 51 % av stemmene</i>
<b>Af Jochnick Foundation</b>	Sverige/Nederland	Oriflame Cosmetics S.A. <i>11 % av aksjene og stemmene</i>
<b>Alfried Krupp von Bohlen und Halbach Foundation</b>	Tyskland	ThyssenKrupp AG <i>33 % av aksjene, 25 % av stemmene</i>
<b>Bertelsmann Stiftung</b>	Tyskland	Bertelsmann AG <i>80 % av aksjene, 0 % av stemmene</i>
<b>Bitten og Mads Clausens Fond</b>	Danmark	Danfoss A/S <i>46 % av aksjene, 85 % av stemmene</i>
<b>Carlsberg Foundation</b>	Danmark	Carlsberg A/S <i>30 % av aksjene, 74 % av stemmene</i>
<b>GC Rieber Fondene</b>	Norge	GC Rieber AS <i>18 % av aksjene og stemmene</i>
<b>Egmont Fonden</b>	Danmark	Egmont <i>100 % av aksjene</i>
<b>Gjensidigestiftelsen</b>	Norge	Gjensidige ASA <i>62 % av aksjene</i>
<b>Grieg Foundation</b>	Norge	Grieg Group AS <i>25 % av aksjene</i>
<b>Lundbeck Foundation</b>	Danmark	H. Lundbeck A/S <i>70 % av aksjene</i>

Navn	Land	Næringsvirksomhet
<b>Novo Nordisk Fonden</b>	Danmark	Novo Nordisk A/S <i>26 % av aksjene, 73 % av stemmene</i> Novozymes A/S <i>26 % av aksjene, 70 % av stemmene</i>
<b>Robert Bosch Stiftung</b>	Tyskland	Robert Bosch GmbH <i>92 % av aksjene, 0 % av stemmene</i>
<b>Sparebankstiftelsen DnB NOR</b>	Norge	DnB NOR ASA <i>10 % av aksjene og stemmene</i>
<b>Stiftelsen Kaare Berg</b>	Norge	Kaare Berg AS <i>91 % av aksjene</i>
<b>Stiftelsen Kristian Gerhard Jebsen</b>	Norge	Kristian Jebsen Skipsrederi AS <i>8 % av aksjene</i>
<b>The Lilly Endowment</b>	USA	Eli Lilly & Company <i>12 % av aksjene</i>
<b>The Robert Wood Johnson Foundation</b>	USA	Johnson & Johnson <i>0,5 % av aksjene</i>
<b>Villum Fonden</b>	Danmark	VKR Holding A/S <i>81 % av aksjene, 45 % av stemmene</i>

## 2. Utdelingspolicyer i praksis

Under viser resultatene av en undersøkelse gjennomført blant stiftelsene i vedlegg 1. På grunn av ønsket anonymitet kobles ikke utdelingsmetoden direkte opp mot stiftelsene. Undersøkelsen ble gjennomført via epost og telefon i april 2011.

<b>Regel/Policy</b>	<b>Antall</b>	<b>%</b>
<b>Inntekt/dividende-basert</b>	2	11 %
<b>Prosentandel av formuen/markedsverdi</b>	3	16 %
<b>Inflasjonsjustert/Vekstjustert</b>	0	0 %
<b>Hybridmodell</b>	1	5 %
<b>Ingen regel</b>	6	31 %
<b>Ikke besvart</b>	7	37 %
<b>Sum</b>	<b>19</b>	<b>100 %</b>

## 3. NACUBO-undersøkelse

Størrelse (\$ 000 000)	Inntektsbasert metode		Prosent av porteføljeverdi (glidende snitt)		Bestemme passelig beløp hvert år		Øke utdelinger med en forhåndsbestemt inflasjon		Forhåndsdefinert andel av startverdi på porteføljen		Førrige års utdeling pluss inflasjon med tak/gulv		Hybridmodell		5 % (IRS minimumskrav)		Andre		
> 1 000	2	2	56	8	4	0	19	15	0	13	0	0	0	0	0	0	0	0	9
500 < 1000	2	7	70	7	0	0	5	12	0	9	0	5	12	0	0	0	0	0	9
100 < 500	5	6	75	6	2	2	5	7	2	7	5	5	7	0	0	0	0	0	7
50 < 100	4	7	82	7	0	5	1	7	5	4	1	1	7	0	0	0	0	0	4
25 < 50	4	12	79	12	0	7	1	4	7	12	1	1	4	0	0	0	0	0	12
< 25	6	14	68	14	0	6	1	2	6	9	1	1	2	1	1	1	1	1	9
Offentlige	5	14	68	14	1	5	3	7	5	9	3	3	7	1	1	1	1	1	9
Private	4	6	77	6	1	4	4	6	4	9	4	4	6	0	0	0	0	0	9
Totalt	4	9	74	9	1	4	3	6	4	9	3	3	6	-	-	-	-	-	9

Kilde: NACUBO-Commonfund Study of Endowments 2009 (NACUBO, 2010)

#### 4. Simulering

Dette vedlegget utdyper detaljene rundt metode og forutsetninger i simuleringen som benyttes i kapittel 5.

##### Konsernresultat

Som diskutert er konsernresultatet essensielt for inntektene til Kavlifondet. Med en høy verdirisiko i konsernet, er det naturlig også å anta risiko i overskuddet konsernet gir. Som vi vet fra før er årsresultatet grunnlaget for utbyttebetalingene, og simuleringsmodellen må derfor forutsette en risiko rundt dette. Vi finner et estimat på denne risikoen ved å se på andre næringsmiddel- og meieriselskap i Norge. Siden vi sammenligner flere ulike selskaper bruker vi brutto driftsmargin (EBITDA) som sammenligningsgrunnlag. Resultatene av dette vises i tabell 8. Tabellen viser en snittvolatilitet, med Kavlikonsernet inkludert, på 41 %. Dette kan være en ok antagelse, men vi ser at dette er noe under Kavlikonsernets historikk på 53 %. I tillegg har meieriselskapet Tine høyest volatilitet, noe som tilsier at EBITDA-volatiliteten bør ligge over snittet i utvalget.

Selskap	Periode	Standardavvik EBITDA <sup>20</sup>
Agra	1999-2010	31 %
Orkla	1998-2010	30 %
Rieber & Søn	1998-2010	31 %
Tine	2000-2010	61 %
Kavli	1998-2010	53 %
<b>Snitt</b>		<b>41 %</b>
<b>Median</b>		<b>31 %</b>

Tabell 8: EBITDA-volatilitet

Vi beregner oss videre frem til et årsresultat via avskrivninger, finansposter, og skattekostnad. Avskrivningene er vanskelig å predikere, og størrelsen er helt avhengig av hvilken situasjon selskapet er i. Likevel ser vi fra historiske tall at denne kostnaden har en tendens til å øke noenlunde jevnt. Som en forenkling forutsettes dette i simuleringsmodellen da det er naturlig å tro at et selskap i vekst har

<sup>20</sup> Regnskapstall er hentet fra Proff Forvalt (<http://www.forvalt.no>)

større reinvesteringer enn avskrivninger. Finanspostene er også vanskelig å spå, og forutsettes til å være en funksjon av størrelsen på kontantbeholdning og størrelsen av eventuelle låneopptak hos eksterne kreditorer. Skatteprosenten forutsettes 35 %, og er basert på forholdet mellom sum skattekostnad og sum resultat før skatt i perioden 1999-2010. Ved et eventuelt negativt resultat før skatt tar modellen hensyn kontantbeholdningseffekten dette medfører, og fører frem skattefordelen. De siste årene har utbytteprosenten fra konsernet ligget rundt 40-50 % av overskuddet, og det antydes fra styret at det samme vil gjelde fremover under naturlige omstendigheter. Oppgaven forutsetter derfor et utdelingsnivå tilsvarende 50 % av årsresultat, med 5 millioner kroner som minimumsutbytte (Frode Sagen). Det må imidlertid påpekes at utbytteprosenten kontrolleres fullt og helt av Kavlifondet, og sensitivitetsanalysen ser på effekter ved endring av denne faktoren.

Det vil også være naturlig å forutsette en vekst i EBITDA. Fra 1998 til 2010 har EBITDA i konsernet hatt en årlig vekst tilsvarende 8 %. Dette tallet virker rimelig og forutsettes videre i modellen.

### Konsernverdi

Vi ønsker også et estimat på markedsverdien til konsernet. Siden vi allerede modellerer EBITDA kan vi gå via multiplene EV/EBITDA for å komme til markedsverdien. EV står for «Enterprise Value» og sammenhengen til markedsverdi (MV) er forklart i ligning (10).

$$EV = MV_{EK} + MV_{Rentebærende\ Gjeld} - \text{Kontantbeholdning} \quad (10)$$

Fordelen med EV/EBITDA er at multiplene bare reflekterer det operasjonelle. Dette gjør det mulig å sammenligne selskaper med ulik finansiering og gearing. Vi kan derfor se på bransjetall eller selv analysere børsnoterte selskaper for å finne et estimat. Damodaran Online har beregnet EV/EBITDA på ulike bransjer årlig siden 1998 (Damodaran, 2011). Fra nettsiden kan vi se på årlige tall for næringsmiddelindustrien (food processing) og vi finner resultatene som vist i tabell 9.

Bransje	EV/EBITDA		
	Snitt	Min	Maks
Food Processing	8,5	7,03	11,13

Tabell 9: EV/EBITDA, næringsmiddel, 1998-2010

Fra tabellen over ser vi en gjennomsnittlig EV/EBITDA på 8,5. Det dårligste året hadde en multiplene på rett over 7 og det beste året hadde en multiplene på litt over 11. Dette må regnes som stabile tall, noe som er naturlig da næringsmiddelindustrien ikke er spesielt syklisk. Multiplene på selskapsnivå varierer mest sannsynlig en del mer. Bruker vi Kavlikonsernets estimerte markedsverdi i 2010 på om



lag 1,6 milliarder kroner, justerer denne i henhold til ligning (10), finner vi en EV/EBITDA på rundt 8,5. I tabell 10 har vi sett på 8 enkeltelskaper i perioden 1998-2011.

Selskap	Periode	EV/EBITDA <sup>21</sup>
<b>Group Danone</b>	1998-2011	10,9
<b>Nestlé</b>	1998-2011	10,4
<b>Unilever</b>	1998-2011	10,1
<b>Kraft Foods</b>	2002-2011	11,8
<b>Kerry Group</b>	1998-2011	10,4
<b>Procter &amp; Gamble</b>	1998-2011	12,6
<b>Robert Wiseman Dairy</b>	1998-2011	5,0
<b>Dairy Crest</b>	1998-2011	6,9
<b>Snitt</b>		<b>9,8</b>
<b>Median</b>		<b>10,4</b>

**Tabell 10: EV/EBITDA**

Av tabellen over ser vi at flestparten av selskapene har en EV/EBITDA over 10. På utvalget får vi et snitt på 9,8 og en median på 10,4. Snittet er lavere enn medianen på grunn av lav multiplum for Robert Wiseman og Dairy Crest. Dersom vi undersøker disse selskapene nærmere, finner vi at begge produserer melkeprodukter og opererer i Storbritannia. Videre undersøkelser avdekker at denne bransjen i Storbritannia er preget av sterk priskonkurranse og høye råvarepriser – noe som kan være forklaringen til lav multiplum.

Observasjonene i tabell 10 noe høyere enn de vi har tabell 9. En grunn til det kan være at vi har et skjevt utvalg i tabell 10 siden denne bare tar med sterke selskaper som har overlevd over en lengre tidsperiode. Bransjetallene i tabell 9 derimot, bruker mange flere selskaper over flere land, noe som gir et mer gyldig resultat siden de som sliter også er med.

Konklusjonen rundt EV/EBITDA blir her at en sannsynlig multiplum for Kavlifondet ligger på mellom 8,5 – 10 som forutsettes i modellen.

<sup>21</sup> Kilde til markedsdata er Datastream. Årlige data. Hentet ut 1. desember 2011.

## **Kontantbeholdning**

Kontantbeholdningen i konsernet vil også være sentralt siden analysen har et sterkt likviditetsfokus, samtidig som større kapitalbehov kan oppstå. Vi fokuserer på konsernets totale kontantbeholdning da kontanter lett kan forflyttes mellom de ulike selskapene i konsernet. Modellering av kontantbeholdning krever kanskje aller helst en detaljert fremgangsmåte via balanse og kontantstrømoppstilling. En slik modell vil uansett være usikker og krevende og kan like gjerne inneha flere feil. Det velges derfor å forenkle dette, og beregning av årets kontantstrøm tar utgangspunkt i årsresultatet og justerer denne for alle poster som ikke påvirker kontantstrømmen, samt eventuelle kapitalkostnader. Det implementeres også en funksjon for tømming av kontanter dersom det ligger for mye av dette i selskapet. Nødvendig driftskapital settes til en andel av omsetning tilsvarende 50 millioner per 2 000 millioner i omsetning. Dersom kontantbeholdning overstiger 4 ganger nødvendig driftskapital blir det foretatt en tømming, for å plassere pengene i sidefondet. Modellen tar videre hensyn til nedbetaling av lån dersom det blir aktuelt med denne type finansiering.

## **Rentebærende gjeld**

I forbindelse med mulige fremtidige kapitalbehov i Kavlikonsernet er det også aktuelt å ha et forhold til konsernets lånekapasitet. Kilder til kapital er flere, der banklån og egenkapitalinnskudd i denne sammenheng er de mest aktuelle. Fra regnskapet for 2010 ser vi at konsernet har svært lav netto rentebærende gjeld. Dette impliserer en stor ubrukt lånekapasitet. I tabell 11 under har vi sett på gjeldsgraden til noen norske selskaper.

Selskap	Periode	Rentebærende gjeld i % av EK <sup>22</sup>	
		Maks	Snitt
Agra	1999-2010	87 %	58 %
Orkla	1998-2010	123 %	62 %
Rieber	1998-2010	78 %	49 %
Tine	2000-2010	58 %	36 %
Synnøve	1998-2010	292 %	151 %
<b>Snitt</b>		<b>128 %</b>	<b>71 %</b>
<b>Median</b>		<b>87 %</b>	<b>58 %</b>

Tabell 11: Analyse lånekapasitet

Som vi ser fra tabellen over varierer den relative størrelsen på rentebærende gjeld. Synnøve Finden skiller seg imidlertid ut med en høy gjeldsgrad, og trekker snittet mye opp. Medianen kan derfor være et bedre mål. Vi finner at medianen i utvalget er 87 % dersom vi ser på maksimal observert gjeldsgrad, og 58 % dersom vi ser på gjennomsnittlig gjeldsgrad hos de ulike selskapene. Oppsummert ser vi at den rentebærende gjelden i prosent av egenkapital gjerne kan være over 100 %, men at den normalt ligger en del under dette. Kavlikonsernet har normalt hatt en lav andel rentebærende gjeld. Ved årsslutt 2010 var den rentebærende gjelden ca. 35 % av egenkapitalen dersom vi tar med lånet til Kavlifondet. For Kavlikonsernet forutsetter oppgaven at en rentebærende gjeld som andel av egenkapital kan nærme seg 100 %, men at den over tid ligger lavere.

### Egenkapital

For å kunne bruke målet på lånekapasitet må vi også vite nivået på egenkapitalen i konsernet. Siden vi beregner årsresultatet og har en gitt utbyttepolitikk, vet vi hvor mye det tilbakeholdte overskuddet er. Dette legges til den opptjente egenkapitalen fra fjoråret.

### Lånet til Kavlikonsernet

Lånet på 125 millioner kroner forutsettes urørt. Renten på lånet er, som vi har sett, stegvis variabel. Hvordan den fremtidige rentebanen vil utarte seg er meget usikkert i dagens marked, og modellen forutsetter samme rente som dagens. Det er naturlig å tro at renten går litt opp og ned, og at det i

<sup>22</sup> Regnskapstall er hentet fra Proff Forvalt (<http://www.forvalt.no>)

det lange løp utjevner seg, og effekten vil uansett bli liten. For enkelhets skyld forutsetter modellen at lånet ikke blir tilbakebetalt.

### **Sidefondet**

Modellen simulerer avkastningen til sidefondet. Basert på forvaltningsrapport fra forvalter Gabler Wassum finner vi tall på historisk avkastning og risiko. Historiske tall er ingen garanti for fremtidige tall, men vi anser likevel dette til å være beste estimat, forutsatt uendret risikoprofil og aktivaallokering. Siden starten i 2004 har sidefondet hatt en avkastning på 6,0 % og standardavvik på 6,8 % (Wassum Investment Consulting, 2011).

I tillegg er det naturlig å tro at sidefondet korrelerer med Kavlikonsernet. Gevoll (2010) antar en korrelasjon på 60 %, som også forutsettes i denne oppgaven.

Modellen forutsetter også at Kavlifondet legger ubenyttede inntekter i sidefondet. Motsatt, trekkes det av sidefondet dersom inntektene ikke er nok til gaveutdelingene.

### **Andre forutsetninger**

Modellen benytter en tidsperiode på 20 år. Vi så i kapittel 4 at langsiktighet er viktig for stiftelsen. Man kan argumentere for både lenger og kortere tidsperiode, og det blir til slutt en avveining mellom større usikkerhet og ønsket om langsiktig analyse. Mehrling (2004) bruker for eksempel 20 år i sin analyse, og den samme tidsperioden vurderes som god i denne oppgaven. For hver utdelingsmodell oppgaven analyserer, blir det generert 1000 forskjellige scenarios.

Modellene er satt slik at sidefondet bygges opp relativt mer enn konsernet, slik at sidefondet aldri tømmes. I tillegg tømmes konsernet for kontanter hvert femte år gjennom ekstraordinære utbytter dersom det er overskuddskapital tilgjengelig.

Driftskostnader i Kavlifondet settes til 20 % av gjennomsnittlig utdeling siste tre år. Med tanke på at mesteparten av denne kostnaden er lønn er det naturlig å tro at denne øker parallelt med utdelingsnivået. Det er også naturlig å forutsette små endringer i lønnskostnader fra år til år, slik at vi da bruker et 3-års glidende snitt som grunnlag.

Alle modellene er satt opp med parametere slik at man deler ut ca. 1 milliard norske kroner over 20 år. Med andre ord får vi et utdelingsbeløp på 50 millioner kroner i snitt hvert år. Dette er ikke utenkelig da Kavlifondet per dags dato ikke er langt i fra å dele ut 20 millioner kroner i året.

I tillegg til dette forutsettes utbytteandelen å være fast – selv om denne i praksis kontrolleres av Kavlifondet. Sensitivitetsanalysen ser nærmere på endringer i denne.

## Simuleringsverktøy

Oracle Crystal Ball er brukt som simuleringsverktøy. Crystal Ball er en tilleggspakke til Excel.

## Modeller

1. Tradisjonell inntektsmodell. Vi velger en høy prosentandel siden det allerede holdes tilbake overskudd fra Kavlikonsernet gjennom utbyttefaktoren:

$$Utdeling_t = 0,85 \cdot (Utbytte_t + Renteinntekter_t - Adm._t),$$

2. Inntektsmodell der vi inkluderer observerbar avkastning fra sidefondet:

$$Utdeling_t = 0,5 \cdot (Utbytte_t + Renteinntekter_t + Avk.sidefond_{t-1} - Adm._t),$$

3. Inntektsmodell med et glidende snitt over 3 år:

$$Utdeling_t = 0,85 \cdot \frac{1}{3} \sum_{i=1}^3 (Utbytte_t + Renteinntekter_t - Adm._t)$$

4. Markedsverdimodell:

$$Utdeling_t = 1,5 \% \cdot Markedsverdi_{t-1},$$

5. Markedsverdimodell med glidende snitt over 3 år.

$$Utdeling_t = 1,5 \% \cdot \frac{1}{3} \sum_{i=1}^3 Markedsverdi_{t-i}$$

6. Vekstmodellen justeres med en faktor på 9 %. Dette kan kanskje synes å være noe høyt. Men med et konservativt startnivå og et mål om å dele ut et totalbeløp:

$$Utdeling_t = (1 + 9 \%) \cdot Utdeling_{t-1}$$

7. Hybridmodell nummer 1 består av markedsverdimodellen og vekstmodellen. Modellene er vektet likt:

$$Utdeling_t = 0,5 \cdot 1,5 \% \cdot Markedsverdi_{t-1} + 0,5 \cdot (1 + 9 \%) \cdot Utdeling_{t-1},$$

8. Hybridmodell nummer 2 består av en likevektet inntekt- og vekstmodell:

$$Utdeling_t = 0,5 \cdot 0,85 \% \cdot (Utbytte + Renteinntekter + Adm)_{t-1} + 0,5 \cdot (1 + 9 \%) \cdot Utdeling_{t-1}$$

9. Alfa-beta: Parametere er valgt basert på tips fra artikkelen til Mehrling (2004), samt målet om å dele ut et gitt beløp over 20-års-perioden:

$$Utdeling_t = 1 \% E_{t-1} + 2,5 \% F_{t-1}.$$

Alle modellene har en sidefunksjon som gjør at gaveutdelinger ikke kan bli negative. Det forutsettes derfor at minimumsutdelingen er 5 millioner kroner ved periodens start, og at dennes justeres med forventet inflasjon.

$$Utdeling_t = \text{Max}(Utdeling_t, 5 \text{ MNOK} \cdot 1,025^t)$$

## 8 Referanseliste

---

- Allison, G. (2009). *Why foundations should care about UPMIFA*. Chicago, IL: Northern Trust Corporation.
- Ameriks, J., & Jaconetti, C. (2006). *Endowment and Foundation Spending Guidelines*. Valley Forge, PA: Vanguard Marketing Corporation.
- Bertelsen, M., Flæte, A., Riisnæs, I. G., & Vanvik, H. (2011, 6. april). 523 mill. avslørt unndratt. *Dagens Næringsliv*, ss. 8-9.
- Blume, M. E. (2009). *Institutional Spending Rules and Asset Allocation*. Philadelphia, PA: The Rodney L. White Center for Financial Research.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2009). *Investments* (8. utg.). New York, NY: McGraw Hill.
- Butler, A. S. (1995). Modern Portfolio Theory and Investment Powers of Trustees: The New Zealand Experience. *Bond Law Review*, 7(1).
- Damodaran, A. (2011). *Useful Data Sets*. Hentet 1. desember, 2011 fra Damodaran Online: [http://w4.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/data.html](http://w4.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html)
- Dugstad, L., & Lorentzen, H. (2010). *Stiftelser i det moderne Norge*. Oslo: Institutt for samfunnsforskning.
- Ellis, C. D. (1993). *Investment Policy: How To Win The Loser's Game* (2. utg.). Chicago, IL: Irwin Professional Publishing.
- Gevoll, M. (2010). *Forvaltningsstrategi i Kavlifondet*. Bergen: Utredning ved siviløkonomutdanningen, Norges Handelshøyskole.
- Golding, S. T., & Momjian, L. S. (1998). *Endowment-Spending Policies*. New York, NY: Morgan Stanley Institutional Investment Management.
- Harvard Management Company. (2010). *Harvard Management Company Endowment Report*. Cambridge, MA: Harvard Management Company.
- Helgerud, F. (2011, 7. mars). *Fra sparebanker til sparebankstiftelser - egenart og formål*. Presentert på fagseminaret Formål og Effekt - hånd i hånd?, Grieg Investor, Oslo.

- Herring, A., & Seth, A. (2008, juni). Endowment Spending Policy at MIT. *MIT Faculty Newsletter*, XX(5), ss. 6-8.
- Institusjonen Fritt Ord. (2011). *Historikk*. Hentet 25. mai, 2011 fra Institusjonen Fritt Ord: [http://www.fritt-ord.no/no/om\\_fritt\\_ord/category/historikk/](http://www.fritt-ord.no/no/om_fritt_ord/category/historikk/)
- Kaufman, R. T., & Woglom, G. (2005). Modifying Endowment Spending Rules: Is it the Cure for Overspending? *Journal of Education Finance*, v31, ss 149-171.
- Kavli. (2011a). *Produkter*. Hentet 6. oktober, 2011 fra Kavli: <http://kavli.no/produkter/Pages/Nyeprodukter.aspx>
- Kavli. (2011b). *Tall og fakta*. Hentet 6. oktober, 2011 fra Kavli: <http://www.kavli.com/no/about-kavli-group/Sider/Faktaogtall.aspx>
- Kavli. (2011c). *Kavli kjøper svenske Druvan AB*. Hentet 9. oktober, 2011 fra Kavli: <http://www.kavli.com/no/about-kavli-group/news/Sider/KavlikjøperDruvan.aspx>
- Laugen, S. T. (2011, 23. mars). Gir bort 40 millioner. *Dagens Næringsliv*, s 29.
- Lotteri- og stiftelsestilsynet. (2005). *Generell informasjon om stiftelser m.v.* Førde: Lotteri- og stiftelsestilsynet.
- Lotteri- og stiftelsestilsynet. (2006). *Årsmelding 2005*. Førde: Lotteri- og stiftelsestilsynet.
- Lotteri- og stiftelsestilsynet. (2011). *Årsmelding 2010*. Førde: Lotteri- og stiftelsestilsynet.
- Marshall, J., & McCracken, D. (2011). *Understanding UPMIFA and its evolution from UMIFA*. Valley Forge, PA: Vanguard Marketing Corporation.
- Mehrling, P. (2004). *A Robust Spending Rule: The  $\alpha$ - $\beta$  Approach*. The Commonfund Institute.
- Mehrling, P., Goldstein, P., & Sedlacek, V. O. (2005). Endowment Spending: Goals, Rates, and Rules. *Forum for the Future of Higher Education*, ss. 67-72.
- Moriarty, J. (2010). *Endowment Spending Policies Since the Passage of UPMIFA*. San Francisco, CA: Callan Investments Institute.
- NACUBO. (2010). *2009 NACUBO Endowment Study*. Washington, DC: National Association of College and University Business Officers.



- National Center for Charitable Statistics. (2011). *Number of Private Foundations in the United States, 2010*. Hentet 6. april, 2011 fra National Center for Charitable Statistics:  
<http://nccsdataweb.urban.org/PubApps/profileDrillDown.php?state=US&rpt=PF>
- O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond. (2010). *Årsberetning 2009*. Bergen: O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond.
- O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond. (2011a). *Årsberetning 2010*. Bergen: O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond.
- O. Kavli og Knut Kavlis Almennyttige Fond. (2011b). *Vedtekter*. Hentet 23. november, 2011 fra Kavlifondet: <http://kavlifondet.no/om-kavlifondet/vedtekter/>
- Salem, D. A. (1992). Endowment Management. I D. M. Greene, *College and University Business Administration* (5. utg.). Washington, DC: National Association of College and University Business Officers.
- Salole, G. (2011, 7. mars). *The impact and outlook for the third sector in times of fiscal crisis*. Presentert på fagseminaret Formål og Effekt - hånd i hånd?, Grieg Investor, Oslo.
- Sedlacek, V. O., & Jarvis, W. F. (2010). *Endowment Spending: Building a Stronger Policy Framework*. Wilton, CT: Commonfound Institute.
- Siftelsesloven. LOV-2001-06-15-59. (2005). Hentet 24. mai, 2011 fra <http://www.lovdata.no/all/tl-20010615-059-001.html>
- Sparebanken Sogn og Fjordane. (2011). *Årsmelding 2010*. Førde: Sparebanken Sogn og Fjordane.
- Sunnanå, L. M. (2011, 7. februar). *Eckbos legater samlet til ett*. Hentet 6. oktober, 2011 fra Aftenposten: <http://www.aftenposten.no/okonomi/innland/article4020291.ece>
- The Economist. (2006, 11. mai). *Flat-pack accounting*. Hentet 1. juni, 2011 fra The Economist: [http://www.economist.com/node/6919139?story\\_id=6919139](http://www.economist.com/node/6919139?story_id=6919139)
- The Robert Wood Johnson Foundation. (2005). *Annual Report 2004*. Princeton, NJ: The Robert Wood Johnson Foundation.
- The Robert Wood Johnson Foundation. (2010). *Annual Report 2009*. Princeton, NJ: The Robert Wood Johnson Foundation.

The Yale Endowment. (2011). *The Yale Endowment 2010*. New Haven, CT: The Yale Endowment.

UNIFOR. (2011). *Årsrapport 2010*. Oslo: Universitetet i Oslo.

Volkswagen Stiftung. (2011). *History*. Hentet 25. mai, 2011 fra Volkswagen Stiftung:

<http://www.volkswagenstiftung.de/foundation/history.html?L=1>

Wassum Investment Consulting. (2011). *Systemrapport januar 2011, Periode 07-2004 - 01-2011*.

Bergen: Wassum Investment Consulting.

Økonomi- og Erhvervsministeriet. (2006). *Aktiemarkedet og globaliseringen*. København: Danmarks Nationalbank.

## Tabeller

---

Tabell 1: Rangering av utdelingsmodeller (1=best, 4=dårligst).....	14
Tabell 2: Eiendeler i Kavlifondet (2010) .....	29
Tabell 3: Historiske kontantstrømmer (MNOK) .....	32
Tabell 4: Fordeler og ulemper ved utdelingsmodellene .....	39
Tabell 5: Simulering - base case .....	41
Tabell 6: Simulering - m/bufferfond.....	44
Tabell 7: Sensitivitetsanalyse .....	47
Tabell 8: EBITDA-volatilitet.....	55
Tabell 9: EV/EBITDA, næringsmiddel, 1998-2010 .....	56
Tabell 10: EV/EBITDA.....	57
Tabell 11: Analyse lånekapasitet.....	59

## Figurer

---

Figur 1: Pengeutdelende stiftelser som er næringsdrivende .....	20
Figur 2: Oversikt Kavlifondet .....	26