

KAPITALFORVALTNING I STIFTELSEF

- styrets oppfatninger av forsvarlig forvaltning



CAROLINE D. DITLEV-SIMONSEN professor ved Handelshøyskolen BI. Hun har en mastergrad innen Energy and Environmental Studies fra USA og en ph.d.-grad fra Handelshøyskolen BI. Ditlev-Simonsen har bred og internasjonal erfaring fra næringslivet innen miljø og andre samfunnsrelaterte fagområder. Hun er co-director ved BI Centre for Corporate Responsibility og Associate Dean for BI Executive Master of Management, og har bred styreeerfaring.



KNUT MYRUM NÆSS er vitenskapelig assistent ved handelshøyskolen BI. Han har bachelorgrad i arabisk og midtøstenstudier og mastergrad i Culture, Environment and Sustainability, begge fra Universitetet i Oslo og med opphold i Egypt. Næss har forsket på reguleringer, økonomi og politisk kommunikasjon innenfor hydropolitikk og energipolitikk. Han er senterkoordinator ved BI Senter for energi, og programkoordinator for Arne Næss-programmet ved UiO.

SAMMENDRAG

Samlet bokført egenkapital i norske stiftelser var i 2016 på mer enn 160 milliarder kroner. Samtidig er det lite kunnskap om hvordan stiftelseskapitalen er forvaltet, og hvordan styret i stiftelser arbeider med kapitalforvaltningen. I denne studien ser vi nærmere på hvordan fem tilfeldig valgte stiftelser med egenkapital på fem til syv millioner kroner forholder seg til stiftelseslovens § 18 om forvaltning av stiftelsens kapital.

Det fremkommer at fire av stiftelsene forvalter hoveddelen av kapitalen som bankinnskudd, og at

risikominimering er hovedbegrunnelsen for dette. Vedtektene stiller i liten grad krav til styrets forvaltningskompetanse, og det er variasjon knyttet til hvem som treffer forvaltningsavgjørelser i stiftelsen. Studien bidrar på flere nivåer. Fra et akademisk ståsted bidrar studien til kunnskap rundt oppfatning av begrep, avgjørelsesprosesser og valg av strategi. Fra et mer praktisk perspektiv bidrar studien til kunnskap om hvordan styret arbeider. Funnene kan også være av praktisk nytte for stiftelser generelt.

INNLEDNING OG BAKGRUNN

Ifølge stiftelsesloven § 1 er en stiftelse «en formuesverdi som ved testament, gave eller annen rettslig disposisjon selvstendig er stilt til rådighet for et bestemt formål av ideell, humanitær, kulturell, sosial, utdanningsmessig, økonomisk eller annen art». Det er uten betydning om

stiftelsen betegnes som stiftelse eller som legat, institusjon, fond eller annet.

Ifølge Lotteri- og stiftelsestilsynet (2018A) var det 6 814 stiftelser i Norge ved inngangen til 2018. I 2016 hadde de da 6 968 registrerte stiftelsene en samlet bokført egenkapital på mer enn 160 milliarder kro-

ner (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2018B). De fleste stiftelsene er alminnelige stiftelser, mens rundt 800 er næringsdrivende. Rundt halvparten av norske stiftelser er fond/legater med formål å støtte veldedige og allmenntillegte formål. Til sammen i 2014 delte stiftelsene ut 4 milliarder kroner (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2016).

Den største stiftelsen i Norge i dag er Gjensidigestiftelsen med 30 907 millioner kroner i egenkapital (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2018B). I Norge er det noe få veldig store stiftelser og mange små, over halvparten av norske stiftelser har mindre enn 2 millioner i egenkapital.

I henhold til stiftelsesloven § 18 Forvaltning av stiftelsens kapital skal stiftelsens kapital «forvaltes på en forsvarlig måte, slik at det til enhver tid tas tilstrekkelig hensyn til sikkerheten og mulighetene for å oppnå en tilfredsstillende avkastning for å ivareta stiftelsens formål». Per i dag er det ikke tilgjengelig noen oversikt over valg av forvaltningsløsning for stiftelser. Vi vet at de største stiftelsenes kapital forvaltes aktivt av profesjonelle aktører. Studier viser at mellomstore stiftelser (10–100 millioner i egenkapital) har en relativt passiv holdning til kapitalforvaltning (Gammersvik & Axelsson, 2012). Når det gjelder mesteparten av norske stiftelser, altså de med under 2 millioner i egenkapital, antas det at kapitalen forvaltes i form av bankinnskudd (Urnes, 2016).

I denne studien vil vi se nærmere på hvordan stiftelser oppfatter stiftelseslovens begrep om forsvarlig forvaltning. Basert på fem stiftelser med mellom fem og syv millioner kroner i egenkapital vil vi kartlegge hvordan egenkapitalen er forvaltet, intervjuer styret i stiftelsen for å avdekke hvordan denne løsningen er valgt, grad av tilfredshet med forvaltningen, og videre forvaltningsplaner. I tillegg til forståelse for interne prosesser i stiftelser vil denne studien bygge opp under forslaget til ny stiftelseslov (NOU 2016: 21), der det stilles eksplisitte krav til redegjøring for plan for kapitalforvaltning NOU, kap. 21, § 20 Forvaltning av stiftelsens kapital.

STYREARBEID I STIFTELSE

I stiftelseslovens § 30 heter det at «Styret er stiftelsens øverste organ. Forvaltningen av stiftelsen hører under styret. Styret skal sørge for at stiftelsens formål ivaretas, og at utdelinger foretas i samsvar med vedtektene.

Styret skal påse at regnskap og formuesforvaltning er gjenstand for betryggende kontroll.»

Videre fremgår det av § 18 at «Stiftelsens kapital skal forvaltes på en forsvarlig måte, slik at det til enhver tid tas tilstrekkelig hensyn til sikkerheten og mulighetene for å oppnå en tilfredsstillende avkastning for å ivareta stiftelsens formål». Stiftelsesloven går ikke videre inn på hva som ligger i begrepet *forsvarlig forvaltning*.

Stiftelser har ikke eiere, og deres formål er beskrevet i vedtektene. Det er slik opp til styret å tolke og forholde seg til disse vedtektene. Dette kan ses i motsetning til for eksempel et aksjeselskap, der det er *aksjonærene* som eier selskapet, og styret skal representere og handle i samsvar med eierinteressene. Ledelsens og styrets mål i et aksjeselskap er å skape avkastning for eierne. Måloppnåelse er derfor relativt enkelt å måle (overskudd og underskudd) sammenlignet med stiftelser, der målet er beskrevet i vedtektene. Stiftelser har ikke avkastning i seg selv som mål, men å nå formålet i vedtektene. Jo større avkastning, desto mer midler til å dele ut til formålet.

Mens det i aksjeselskaper er eierne som utpeker alle eller flertallet av styremedlemmene, er det vanlig at styremedlemmer i stiftelser er selvsupplerende. Det vil si at styret selv velger ut sine medlemmer etter hvert som noen går av, med mindre annet er beskrevet i vedtektene. Styrearbeid er i stor grad basert på kompetanse, og det er derfor viktig at styremedlemmer har kompetanse knyttet til stiftelsens formål.

Styresammensetningen i de 48 største stiftelsene i Norge viser at et typisk styremedlem er mann, 59 år gammel og siviløkonom. I mindre stiftelser, altså de det er flest av, vet vi lite om kompetansen (Ask, 2015). Det kan hevdes at det er minst like viktig at styret har kompetanse innen forvaltning som kompetanse knyttet til stiftelsens formål, siden forvaltning av stiftelsens egenkapital er forutsetningen for hvor mye stiftelsen får tilgjengelig til utdeling. Allikevel vet vi altså lite om i hvilken grad styremedlemmer i stiftelser faktisk har kompetanse innen kapitalforvaltning.

Når det gjelder forvaltning av kapital i stiftelser, ser vi fra tidligere undersøkelser at kun 37 prosent av stiftelsesstyrene oppgir at de er engasjert i kapitalforvaltning, og 25 prosent har kontakt med ekstern kapitalforvalter (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2016).

I neste seksjon vil vi gi en oversikt over ulike valg innen kapitalforvaltning og resultat over flere år. Formålet er å vise hvor stor konsekvens valg av kapitalforvaltningsstrategi kan ha for avkastningen og dermed midler tilgjengelig for å oppfylle stiftelsens formål.

ULIKE ALTERNATIVER FOR KAPITALFORVALTNING

Kapitalforvaltning kan deles inn i fire hovedkategorier: bankinnskudd, obligasjoner, fond og enkeltaksjer. Bank og obligasjoner har vært ansett som den sikreste plasseringen, men også den løsningen med minst avkastning.

Fondsforvaltning er en annen løsning for kapitalforvaltning. Avkastning og risiko forbundet med fondsforvaltningen varierer stort. Fond med stor risiko kan også gi stor avkastning, mens fond med liten risiko kan gi lavere avkastning over tid. Her kan kunden, i dette tilfellet stiftelser, legge seg på ulike nivå når det gjelder hva slags fond de velger, og dermed også risiko. Fond tilbys gjennom banker og andre forvaltningstjenester, og man får råd om hva som er «best» forvaltningsløsning for stiftelsen. Fondsforvaltning består av en sammensetning av mange forskjellige aksjer, mens plassering i enkelte aksjer (plukking) innebærer mer risiko og fordrer detaljert kunnskap for den som er ansvarlig for plasseringen.

Hovedindeksen for Oslo børs steg fra omkring 430 i januar 2007 til rundt 830 i januar 2018, en samlet økning på nesten 100 prosent. I løpet av siste år hadde indeksen en økning på over 21 prosent (Oslo Børs, 2018). Til sammenligning var gjennomsnittlig utlånsrente for banker i 2017 på under 1 prosent (SSB, 2018), mot en prisstigning på rundt 1,5 prosent (Norges Bank, 2018). Det vil si at å forvalte kapitalen gjennom bankinnskudd innebar et reelt verditap for stiftelser. For obligasjoner har utviklingen i stor grad gått i samme retning som med bankinnskudd.

Statens Pensjonsfond Utland – Oljefondet er verdens største fond med verdens fremste eksperter innen forvaltning involvert. Siden fondet ble etablert i 1998 «og frem til utgangen av første kvartal 2017, har fondet hatt en årlig avkastning på 5,8 prosent. Etter fradrag for forvaltningskostnader og prisstigning var avkastningen 3,9 prosent» (NBIM, 2018).

En annen forvaltningsløsning som innebærer mindre kostnader og også følger markedet generelt, er

indeksfond. Et indeksfond er et aksjefond som følger en bestemt børsindeks eller aksjekursindeks slik at fondets sammensetning og avkastning bestemmes av indeksen det følger (Store norske leksikon). Indeksfond er et relativt nytt tilbud i Norge.

Valg av sammensetning av de ulike forvaltningsalternativene er knyttet til risikobærende evne (referanse), og porteføljen må justeres i forhold til dette (NOU 2016: 20). For stiftelser vil dette innebære å ta hensyn til planlagte fremtidige utdelinger og tilpasse avkastnings- og risikokrav etter dette. Dette forutsetter at fremtidige utdelinger kartlegges.

I henhold til Lotteri- og stiftelsestilsynet rapport *Styrearbeid i norske stiftelser – nivå på honorar og kostnader* (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2016) hadde som tidligere nevnt 20 prosent av norske stiftelser ekstern kapitalforvalter i 2014. Jo større egenkapital i stiftelsen, desto større sannsynlighet for at ekstern kapitalforvalter ble benyttet. Mens bruk av ekstern forvalter var på 23 prosent for stiftelser med 1–10 millioner kroner i egenkapital, var tallet 78 prosent for stiftelsene med over 1 milliard i egenkapital. Av pengeutdelende stiftelser med opptil 1 million i egenkapital hadde bare 10 prosent ekstern kapitalforvalter (Lotteri- og stiftelsestilsynet, 2016). Dette indikerer at jo større stiftelsen er, desto mer profesjonelt blir midlene forvaltet. Med referanse til at de fleste stiftelser er små (mindre enn 2 millioner i egenkapital), antyder det mindre profesjonell forvaltning i disse.

Som det kommer frem, eksisterer det ulike muligheter for å forvalte egenkapitalen i stiftelsene, og hva som kan oppfattes som forsvarlig, kan diskuteres. Kan det for eksempel oppfattes som forsvarlig å sette pengene i banken når dette medfører et verditap? Kan det anses som forsvarlig å ta større risiko gjennom investering i aksjer som potensielt kan gi mye større avkastning enn bank, men samtidig kan medføre større reduksjon i egenkapitalen dersom man satser på feil aksje(r), eller å gi oppgavene til en forvalter hvis arbeid kun kan vurderes på bakgrunn av plasseringens resultater?

Hvis en stiftelse kontakter flere forvaltere og ber om et tilbud på løsning basert på stiftelsens formål og kapital, får ikke stiftelsen nødvendigvis samme råd. Således kan det være forvirrende for styret i en stiftelse som ikke har kunnskap om kapitalforvaltning, å velge forvaltningsløsning. Hvordan en stiftelse velger å forvalte, henger også sammen med styrets kunnskap

innen kapitalforvaltning. Er styret kjent med de ulike kapitalforvaltningsalternativene, innhenter de tilbud eller lytter de utelukkende til en ekstern forvalter – eller noe midt imellom?

TEORETISK TILNÆRMING TIL ATFERD KNYTTET TIL STIFTELERS STYRE OG KAPITALFORVALTNING

Forståelse av hvordan mennesker tar avgjørelser, altså beslutningsteori, har vært et sentralt forskningstema over lang tid. Det eksisterer et bredt spekter av teorier for å forklare hva som er bakgrunnen for hvordan avgjørelser tas, men det eksisterer lite forskning på hvordan styret i stiftelser tar avgjørelser.

Kapital i stiftelser skal forvaltes forsvarlig, men siden begrepet *forsvarlig forvaltning* ikke har noen absolutt definisjon, kan avgjørelser for å tilnærme seg dette begrepet være bygget på ulike teorier for ulike personer i ulike stiftelsers styre. Hva som oppfattes som forsvarlig, avhenger altså av styremedlemmenes oppfatning av hva dette innebærer. Således har valg av kapitalforvaltningsløsninger med forhold som styremedlemmenes kunnskap, referanse, erfaringer, verdier og motiver å gjøre. Vi vil nå se nærmere på teorier knyttet til avgjørelser, og knytte disse til atferd forbundet med styret i stiftelsers avgjørelser når det gjelder forsvarlig forvaltning.

Rational choice theory (teori om rasjonelle valg) (Coleman & Fararo, 1992) er et rammeverk for å forstå sosial og økonomisk atferd. Dette tar utgangspunkt i at vi er rasjonelle, altså tar fornuftige avgjørelser basert på den kunnskapen vi har. Ifølge *rational choice*-teori vil styret i stiftelser velge den forvaltningsløsningen som har best utfall for stiftelser i lys av vedtektene. Avkastning og risikobærende evne er sentrale forhold her. Samtidig er avgjørelsen i styret i stiftelsen avhengig av styrets kompetanse om forvaltning og informasjon om ulike alternativer. Hvis styret vet lite om forvaltning, altså har begrenset kunnskap, og avgjørelser blir tatt med basis av denne kunnskapen, kan avgjørelsen bli dårligere enn om styret hadde bedre kunnskap innen forvaltning.

Bounded rationality (begrenset rasjonalitet) (Jones, 2002) påpeker at når folk ikke har nødvendig kunnskap om avgjørelsene de skal ta, blir avgjørelsene heller ikke optimale. I henhold til *begrenset rasjonalitet* er handlingen i situasjoner preget av begrenset

kompetanse heuristisk. En heuristisk handling eller avgjørelsesprosess har i mindre grad en god begrunnelse og handler om antagelser, tommelfingerregler og gjetting (Tverksy & Kahneman, 1974). Dette kan bidra til forståelse av hvordan mindre stiftelser der det er mindre kompetanse knyttet til kapitalforvaltning, tar sine forvaltningsvalg. Spørsmålet blir da hva disse antagelsene, tommelfingerreglene osv. bygger på blant styremedlemmene. En vanlig forståelse av slike avgjørelser bygger på hva andre gjør. Dette kan forklares gjennom isomorfisme-teori.

Isomorfismen argumenterer med tre forklaringer på hvordan vi tar avgjørelser: press utenfra, mimetisk press og normativt press. (DiMaggio, 1983). Press utenfra, for eksempel gjennom kunder, leverandører og myndigheter, er mindre relevant for styret i stiftelser. I motsetning til i bedrifter, der kunder, leverandører og media kan påvirke dem til å endre produksjon og produkter, er dette mindre aktuelt for kapitalforvaltningen i stiftelser. Mimetiske prosesser er kanskje det som best forklarer styreavgjørelser knyttet til kapitalforvaltning i stiftelser. Generelt er det vanskelig å forutsi avkastning på ulike forvaltningsløsninger, og styret opererer altså i situasjoner preget av usikkerhet og tvetydighet. Da blir avgjørelser ofte tatt ved å etterape hva andre i samme situasjon har gjort. Som tidligere nevnt er det begrenset kjennskap til hvordan stiftelser forvalter sine midler, og derfor vanskelig for stiftelser å «imiterer» andre. De stiftelser som flest kjenner til, er kanskje de som har fått størst dekning i media. Denne dekningen har ofte vært knyttet til kritikk av kapitalforvaltningen (for eksempel Heje-fondet og Olof Nylin-stiftelsen).

Når det gjelder isomorfisme-teorien til DiMaggio og Powell, kan det således tenkes at ikke-omtalte stiftelser velger å gjøre det motsatte av stiftelser som får omtale, fordi omtale av stiftelser i media ofte er knyttet til negativ omtale av kapital forvaltet gjennom fond og aksjer. Stiftelser som får god avkastning gjennom forvaltning i aksjer og fond, blir ofte oversett av media, mens de som har plassert pengene slik at det medfører tap, blir kritisert offentlig. Ved å sette kapitalen i banken, som er vanlig for stiftelser, unngår styret potensiell negativ medieomtale – selv om kapitalen i stiftelsen blir mindre, og avkastning til å støtte formålet kan utebli.

I stedet for å analysere i hvilken grad valg av kapitalforvaltning i stiftelsen er basert på mer eller min-

dre rasjonelle avgjørelser, vil denne studien heller se nærmere på *prosessen* stiftelsen har gått gjennom for å gjøre det valget den har gjort – ut fra styreleders oppfatning av hva som er forsvarlig forvaltning. *Organizational storytelling* er et begrep og en tilnærming for å forstå og tolke hvordan organisasjoner fungerer (Czarniawska-Joerges, 1997; Czarniawska, 2004). En konkretisering eller mer definert ramme for anvendelse av storytelling i forskningsøyemed, er *Knowledge Transfer as Translation* (KTT), eller translasjonsteori (Røvik, 2007).

KTT brukes ofte for å forstå hvordan kunnskap overføres og integreres i organisasjoner, altså prosessen fra forståelse av et begrep til hvordan dette anvendes i organisasjonen. I denne studiens tilfelle er det snakk om styrets forståelse av *forsvarlig forvaltning* og anvendelse av begrepet. Denne prosessen er delt i to: dekontekstualisering og kontekstualisering.

Dekontekstualisering omhandler hvordan organisasjoner identifiserer kunnskap i andre organisasjoner, altså plukker disse opp. Dette kan for eksempel være at stiftelsen legger merke til hvordan en annen stiftelse forvalter sin kapital, og bestemmer seg for å gjøre det samme i egen stiftelse.

Kontekstualisering har å gjøre med hvordan dette temaet eller begrepet så blir integrert i egen organisasjon. Dette er knyttet til mange forhold, som dagens situasjon, posisjonen til den som plukker opp temaet, begrepet, kunnskap, struktur, og så videre. I stiftelser er dette nært knyttet til styrets sammensetning, holdninger og kompetanse.

Når det gjelder kapitalforvaltning i stiftelser og denne studien, er kontekstualiseringen viktig. *Forsvarlig forvaltning* er ikke et begrep som en stiftelse kan velge å forholde seg til eller plukke opp, tvert imot er det et begrep som en stiftelse er pålagt å forholde seg til, i henhold til stiftelsesloven. Fokus i denne studien er derfor knyttet til kontekstualiseringen, altså hvordan begrepet *forsvarlig forvaltning* blir tolket i stiftelser, som igjen leder til hvordan kapitalen blir forvaltet.

METODE OG DATAINNSAMLING

Det faktum at oppfatningen av begrepet *forsvarlig forvaltning* i stiftelser er et område med lite kunnskap, krever en eksplorativ tilnærming til problemstillingen. Målet er økt kunnskap både om oppfatninger og

atferd knyttet til kapitalforvaltning. Dette krever en nærmere studie av prosessen stiftelsens styre har gått gjennom for å forvalte stiftelsen egenkapital forsvarlig. I casestudier kan man studere enkeltcaser (stiftelser) eller sammenligne flere, fra to og oppover. I såkalt komparative casestudier anvendes en induktiv prosess (erfaringsvitenskap) for å sammenligne likheter og forskjeller i utvalgte caser, altså stiftelser (Andersen, 2003; Eisenhardt, 1989; Yin, 2000). Denne metoden er anvendbar og nyttig til å besvare forskningsspørsmålet i denne studien.

UTVALG

Stiftelsene vi her har studert, består av et tilfeldig utvalg av fem stiftelser med egenkapital på mellom fem og syv millioner. Grunnen til at vi valgte dette egenkapitaluniverset, er at med en såpass stor kapitalbase er det rom for eksterne tjenester som bruk av forvalter. Som tidligere antas det at de fleste stiftelser (altså de med mindre enn to millioner i egenkapital) forvalter egenkapitalen gjennom å sette pengene i banken. Dette er kanskje ikke så overraskende, da beløp under to millioner etter dagens tilbud i forvaltningsmarkedet kan bli uforholdsmessig dyrt å sette bort. Noen forvaltere hevder også at de ikke er interessert i å bistå stiftelser med forvaltningsløsninger med mindre kapitalen er over et visst beløp. Dette ekskluderer i så fall halvparten av de norske stiftelsene. Noen stiftelser med mindre kapital har løst utfordringen ved å slå seg sammen med andre mindre stiftelser, slik at den samlede kapitalbasen blir stor nok til at det kan være lønnsomt med profesjonell forvaltning. UNIFOR, som forvalter kapital for over 200 stiftelser, er et slikt eksempel.

FREMGANGSMÅTE FOR INNHENTING AV DATA

Det første vi gjorde, var å hente en oversikt over stiftelser med fem til syv millioner i egenkapital på det sentrale Østlandet fra Stiftelsesregisteret. Av disse trakk vi så ut et systematisk tilfeldig utvalg.

Vi hentet stiftelsenes vedtekter fra stiftelsesregisteret og undersøkte om de hadde noen spesifikke regler for forvaltning. Samme sted fikk vi tilgang til navn og kontaktinformasjon for styreleder. Gjennom proff.no fikk vi tilgang til de utvalgte stiftelsenes regnskap for 2015 og 2016. Fra disse regnskapene kartla vi forvaltningsløsninger og resultat av disse.

TABELL 1

STIFTELSE	SUM EIENDELER KR	ANDEL I BANK	ANDEL I ANNEN PLASSERING
Alfa	7 000 000	60 %	40 % aksje
Beta	over 15 000 000	100 %	-
Gamma	6 000 000	100 %	-
Delta	12 000 000	15 %	85 % i eiendom og fordringer
Epsilon	5 000 000	5 %	95 % aksjer, obligasjoner og fordringer

Brev ble så sendt ut til styreleder via post med forespørsel om deltagelse i intervju. Styreleder ble deretter kontaktet per telefon. I noen tilfeller henviste styreleder til andre personer i stiftelsen for å besvare spørsmålene. Telefonintervjuet varte i mellom åtte og 20 minutter.

Innsamlet data er anonymisert, derfor har vi rundet av tallene når det gjelder for eksempel eiendeler for at stiftelsene ikke skal kunne gjenkjennes. Felles for alle stiftelsene var at de gjennom avkastning på kapital skulle støtte gode forhold. Vi har gitt de fem stiftelsene fiktive navn for å beholde anonymiteten og samtidig gjøre analyse og sammenlignbarhet funksjonell.

Intervjuprosessen var gruppert rundt følgende tre tema:

1. *Valg av forvaltningsløsning.* Beskrivelse av intervjuobjektets valg av forvaltningsløsning. Hvorfor og hvordan de tok denne avgjørelsen, og spesifikt hva var avgjørelsen, fordeling på for eksempel bank, aksjer, og så videre.
2. *Refleksjoner rundt avgjørelse og resultat.* I hvilken grad intervjuobjektet er fornøyd med valg av forvaltningsløsning, og begrunnelse for dette.
3. *Veien videre.* I hvilken grad vurderer intervjuobjektet alternative forvaltningsløsninger og eventuelle planer.

FUNN - FORVALTNING

I tabell 1 kommer det frem at en stor del av kapitalen i de fem stiftelsene forvaltes gjennom bankinnskudd. Tallene viser også at bankrenten, og dermed også avkastningen, har vært lav. I neste seksjon vil vi gå nærmere inn på de fem stiftelsene og prosessen rundt valg av forvaltningsløsning med utgangspunkt i de tre spørsmålene over. I utgangpunktet ønsket vi altså å snakke

med styreleder, men som det kommer frem, var det tilfeller hvor styreleder henviste til andre som passet bedre til å svare på spørsmålene. I ett tilfelle svarte en annen i stiftelsen før vi fikk tak i styreleder. Vi har valgt å inkludere svarene til disse personene også.

Som det kommer frem av tabell 1, er oppførte «sum eiendeler» både over syv millioner og under fem millioner, som var søket på «egenkapital» i stiftelsesregisteret. «Sum eiendeler» er ikke et søkeord i stiftelsesregisteret, og «egenkapital» var det som kom nærmest. Av regnskapsmessige grunner er data knyttet til «Sum eiendeler» standard i regnskapet og derfor bedre å forholde seg til når data skal sammenlignes.

FUNN FRA ANALYSE AV DE FEM STIFTELSENE

ALFA

Stiftelsens vedtekter angir at midler skal forvaltes av styret, og at forretningsfører skal være en tilknyttet forening, men setter ellers ingen spesielle krav eller begrensninger til forvaltningsstrategi. Vedtektene stiller krav om at styremedlemmer skal være tilknyttet nevnte forening. Det stilles ellers ingen krav til styremedlemmers bakgrunn og kompetanse.

Styreleder meldte at vedkommende ikke hadde noen rolle innen stiftelsens kapitalforvaltning, men at dette var daglig leders rolle. Daglig leder henviste til forretningsfører. Denne er også økonomiansvarlig i en større norsk forening og forretningsfører for en rekke stiftelser. Personen samarbeider med en profesjonell investeringsrådgiver som «har gode analyse-systemer». Forretningsfører har hatt sin nåværende posisjon i flere år. Styreleder har med andre ord delegert det løpende arbeidet med kapitalforvaltningen til daglig leder, som igjen har overlatt dette til forretningsfører. Sistnevnte var derfor intervjuobjekt i denne studien.

Per 2016 hadde stiftelsen omtrent 60 prosent av kapitalen i bank og 40 prosent i aksjer. Forretningsfører uttalte at «[Det har ikke vært en så] gjennomtenkt forvaltningsløsning i [Stiftelse Alfa]». Noe av grunnen til dette har vært at forretningsfører har ansvaret for flere andre stiftelser med betydelig høyere verdier. Alfa beskrives dermed som en stiftelse med noe lavere prioritet. Forretningsfører har beholdt samme fordeling som da denne overtok ansvaret for forvaltningen.

Forretningsfører er ikke helt fornøyd med dagens forvaltning, da bankinnskudd har gitt lav avkastning, og aksjekapital er plassert i få aksjer i ett stort selskap. Dette har ført til høy risiko og lav avkastning.

Bankinnskudd anses som utilstrekkelig grunnet den lave renten. Derfor har forretningsfører i samarbeid med investeringsrådgiver, og på bakgrunn av lave renter og den høye risikoen ved fondets nåværende aksjer, utarbeidet en ny strategi. Målet med denne er lav risiko og stabil avkastning ved plassering av penger i aksjer og obligasjoner.

BETA

Stiftelsens vedtekter angir at styret er ansvarlig for forvaltning av midler i overensstemmelse med stiftelsens vedtekter og givernes intensjoner. Vedtektene angir at styret bør settes sammen av medlemmer med den kompetansen som er nødvendig for forvaltning av stiftelsens midler og aktiviteter knyttet til stiftelsens aktivitetsområde.

Oppført kontaktperson for stiftelsen ble først kontaktet slik at vi kunne få kontaktinformasjon til styreleder. Kontaktperson, ansatt i juridisk avdeling ved en tilknyttet institusjon, uttrykte også selv interesse for å svare på spørsmål.

Per 2016 stod all kapital i bank. Kontaktperson mente det hadde begrenset nytteverdi å snakke med styreleder, da denne ikke hadde ansvar for regnskapet. Personen forklarte videre at all kapitalen var plassert i bank, etter anbefaling fra institusjonens regnskapsavdeling, men at denne selv har foreslått en «mer spenstig plassering». Dette hadde stoppet opp da ansvarlig ved regnskapsavdelingen gikk ut i permisjon.

Styreleder har sittet siden stiftelsen ble opprettet, og har erfaring fra flere lokale forvaltningsorganer, blant annet som økonomiansvarlig. Styreleder anså seg selv for å være en «modererende faktor i styret»

og så det «som sin oppgave å hindre at [midler fra arv og gaver] går tapt, og har derfor har vært konservativ». Hen rapporterer enighet i styret rundt en konservativ forvaltning.

Styreleder var «generelt fornøyd» med dagens forvaltning – lave renter setter begrensninger på hva man kan få i avkastning.

Styreleder opplyser at det under dennes ledelse nå er utarbeidet en ny strategi der hoveddelen av midlene skal plasseres i bank, og en mindre andel i obligasjoner og aksjer.

GAMMA

Stiftelsens vedtekter angir at styret er ansvarlig for forvaltning av midler, med mål om å sikre best mulig forrentning av kapital med minst mulig risiko. Videre spesifiserer de at en andel av årlig avkastning skal avsettes og tillegges grunnkapitalen, og hvilke personer styret skal bestå av.

Styreleder og forretningsfører (samme person) har sittet siden stiftelsen først ble opprettet. Stiftelsen ble opprettet på bakgrunn av testamentert kapital, og styreleder var avdødes advokat. De øvrige styremedlemmene hadde også tilknytning til avdøde gjennom bank og økonomisk rådgivning.

Per 2016 stod all kapitalen i bank, og i henhold til styreleder har det alltid vært slik. Avdøde etterlot seg aksjer, disse ble solgt, og pengene satt i banken. Basert på sin oppfatning av stiftelsens vedtekter mener styreleder at dagens forvaltningsstrategi «gav seg selv, fordi (...) [kapital] skal plasseres risikofritt». Plassering av midler i bank ses på bakgrunn av dette «nærmest som en forpliktelse». Dette er videre en «gjennomgående holdning» i styret for øvrig. Andre forvaltningsløsninger vurderes «i realiteten ikke».

Styreleder er fornøyd med dagens forvaltning, men ikke med avkastning. Stiftelsen har mindre penger til utdeling grunnet konservativ plassering. Styreleder gir imidlertid inntrykk for at dette er en oppveining som aksepteres.

DELTA

Deltas formål er ikke direkte utdeling, men tilbud om bolig til visse grupper uten profitt. Stiftelsens vedtekter angir at styret er ansvarlig for forvaltning, og at en tilknyttet organisasjon skal være forretningsfører, men setter ellers ingen spesielle krav eller begrensninger til

forvaltningsstrategi utover at det skal oppfylle formålet. Vedtektene angir ingen krav til styremedlemmers bakgrunn eller kompetanse.

Styreleder ble kontaktet først, og på dennes oppfordring ble også regnskapsansvarlig kontaktet. Basert på intervjuet virker det som regnskapsansvarlig og styreleder sammen har avgjort forvaltningsløsning. Styreleder har sittet i flere år og har ikke bakgrunn innen kapitalforvaltning. Regnskapsansvarlig er ansatt som regnskapsansvarlig i organisasjonen som er stiftelsens forretningsfører.

Per 2016 stod omtrent 15 prosent i bank, resterende verdier var plassert i eiendom og bundet opp i kundefordringer. Styreleder mener alle midler burde investeres i eiendom, regnskapsansvarlig «stoler ikke på aksjemarkedet» og melder at beslutningen om å plassere penger i bank ble tatt på bakgrunn av vedtektene. Styreleder uttaler at andre forvaltningsløsninger ikke har vært vurdert.

Styreleder er ikke fornøyd med dagens forvaltning fordi hen mener at alt burde plasseres i eiendom. Regnskapsansvarlig vektlegger viktigheten av at kapital forvaltes på en ansvarlig måte slik at stiftelsen kan oppfylle formålet sitt. Sistnevnte «er mer opptatt av stiftelsens formål enn av kapitalforvaltning».

EPSILON

Stiftelsens vedtekter angir at styret er ansvarlig for at fondets midler forvaltes på en forsvarlig måte som tar hensyn til sikkerhet og mulighetene for å oppnå en avkastning som gjøre at stiftelsens formål kan ivaretas. Vedtektene angir ingen krav til styremedlemmers bakgrunn eller kompetanse.

Styreleder har sittet siden stiftelsen ble opprettet. Alle styremedlemmer, leder inkludert, beskrives av leder som «lekfolk».

Per 2016 stod omtrent fem prosent i bank, med resterende verdier bundet opp i kundefordringer og plassert i aksjefond. Ulike løsninger har vært brukt, de har gått fra å ha mesteparten i bank, til å ha det meste i fond. Styreleder mener stiftelsen er unik fordi det er et eksplisitt mål at pengene skal brukes opp og fondet avsluttes innen en gitt tidsramme. Altså er det en følge av formålet at fondet blir mindre hvert år. Fondet har en profesjonell forvalter, og styret har utarbeidet en plan for hvor stor andel av kapital som skal stå henholdsvis i aksjer og bank. De har styremøte tre ganger

i året, med gjennomgang av forvaltningsstatus hver gang. Avgjørelser rundt hvordan kapital skal forvaltes, tas én gang i året. Forvalter ble valgt etter «å ha hørt rundt. Godt tilbud, god pris. Litt tilfeldig, [har gått på] referanser».

Stiftelsen har altså gått fra å ha det meste av kapitalen i bank, til å ha det meste i aksjer og obligasjoner. Styreleder er «generelt fornøyd [med dette], men 2016 var et skuffende år. [Det] er vanskelig å si om [de] tok riktig valg med større plassering i fond. Opptatt av lav risiko, bevisst valg av lavrisikoportefølje».

OPPSUMMERING AV FUNN

For alle stiftelsene angir vedtektene at styret er ansvarlig for forsvarlig kapitalforvaltning. For Beta, Gamma og Epsilon angir vedtektene ytterligere detaljer rundt hva som er å anse som 'forsvarlig' forvaltning.

Ikke overraskende er det en sammensetning av styreleder, forretningsfører og/eller økonomiansvarlig som står for kapitalforvaltningen i stiftelsen. Stiftelse Alfa skiller seg ut ved at styreleder eksplisitt delegerer fra seg ansvaret. I stiftelse Beta er det tilsynelatende uklarhet innad i stiftelsen rundt ansvaret for kapitalforvaltningspraksis. For stiftelse Delta synes kapitalforvaltningsbeslutninger å være tatt i fellesskap av styreleder og regnskapsansvarlig. For Gamma og Epsilon er det styreleder som har tatt avgjørelsene rundt forvaltningsløsninger. For stiftelse Alfa og Beta har styreleder arbeidserfaring innen økonomi.

Av fem stiftelser satser fire (Alfa, Beta, Gamma og Delta) hovedsakelig på bankinnskudd grunnet ønske om å minimere risiko. Epsilon har nylig gått over fra bank til aksjer grunnet lav rente. Styret har her selv valgt en forvalter som tar seg av forvaltningen.

Beslutningstakere for Beta, Gamma og Epsilon rapporterer at de generelt er fornøyd med valg av kapitalplassering, til tross for lav avkastning. Beslutningstakere for Alfa og Delta rapporterer at de generelt er misfornøyd med valg av kapitalplassering, enten grunnet lav avkastning eller grunnet egne prinsipper for plassering.

To av stiftelsene (Alfa og Beta) har startet prosesser for å revurdere forvaltningen i lys av lave renter. Begge lener seg på større apparater som også er knyttet til andre stiftelser, og slik er tilknyttet kompetanse innenfor kapitalforvaltning.

DISKUSJON OG KONKLUSJON

I denne studien har vi sett nærmere på hvordan stiftelser tolker stiftelseslovens begrep om å forvalte på en «forsvarlig måte». Basert på fem stiftelser med mellom fem og syv millioner kroner i egenkapital vil vi kartlegge hvordan egenkapitalen er forvaltet. Styreleder og/eller andre som har ansvar for kapitalforvaltning i stiftelsen, er intervjuet for å avdekke hvordan denne løsningen er valgt, tilfredshet med forvaltningen samt videre forvaltningsplaner.

Funnene i studien viser at det er variasjon i oppfatningen av stiftelseslovens begrep *forsvarlig forvaltning*. Bankinnskudd er vanligste praksis. Funnene er således i tråd med *begrenset rasjonalitet* og heuristiske handlinger: Styreledere tar avgjørelser ut fra sin kunnskap og kompetanse, og avgjørelsene blir derfor avhengige av dennes kunnskap og kompetanse. De gjennomførte intervjuene avdekker generelt lav kapitalforvaltningskompetanse for de mellomstore stiftelsene.

I dagens situasjon, der inflasjon er større enn renter på bankinnskudd, kan det objektivt diskuteres om bankinnskudd er forsvarlig forvaltning. Fra profesjonelle forvalteres side er det få eller ingen som ville anbefalt bankinnskudd som forsvarlig forvaltning. På den andre siden har disse heller ikke noen felles forslag til hva som ville være forsvarlig forvaltning. Således styres også forvaltere av heuristiske handlinger. Men i motsetning til styret i stiftelser der de ansvarlige ikke har kompetanse innen forvaltning, har profesjonelle forvaltere mer kompetanse, og deres avgjørelser kan i større grad være basert på fakta, og ikke antagelser, tommelfingerregler og gjetting. I de stiftelsene som er analysert i denne studien, er det bare to som har hatt kontakt med profesjonell forvalter.

Mens mange stiftelser er blitt kritisert for å utøve uforsvarlig aktiv forvaltning (Heje-fondet, Oluf Nylin og så videre), er det så langt ingen stiftelser som er blitt kritisert for uforsvarlig passiv forvaltning, som bankinnskudd – verken av Lotteri- og stiftelsestilsynet eller media. Det er forståelig at stiftelser der styret ikke har kompetanse innen forvaltning, velger en løsning med minst risiko, altså bankinnskudd. Et sentralt funn er altså at risiko for tap synes å tillegges større vekt enn risiko som følge av lav avkastning. Siden stiftelser er uavhengige av oppretter, og oppret-

ter i mange tilfeller er død, er det heller ingen, utenom Lotteri- og stiftelsestilsynet og media, som følger opp stiftelsers valg av forvaltningsløsninger. Det kan også stilles spørsmål ved om styrene i stiftelser er motivert for en mer aktiv forvaltning. Negative konsekvenser som tap eller lav avkastning vil være mer negativt for styret enn tilsvarende positiv avkastning (Breiter mfl., 2011). Videre påvirker stiftelsens avkastning i mindre grad styret personlig. Man kan stille spørsmålet: Ville disse valgt bankinnskudd som forvaltning av egen formue (eller pensjon)?

Ifølge NOU 2016: 21 Stiftelsesloven – Forslag til ny stiftelseslov er det foreslått økt bevissthet og krav til styret når det gjelder kapitalforvaltning i § 20.¹ Det kan se ut som et positivt bidrag. Men «økt bevissthet og krav til styret» er ikke nok dersom styret ikke har kompetanse innen forvaltning. For stiftelser med styre uten kompetanse innen forvaltning kan en eventuell ny lov innebære endret styresammensetning som tar høyde for kompetanse innen forvaltning, eller alternativt at forvaltningen settes bort til noen med slik kompetanse. Her igjen blir det en utfordring for styret å velge forvalter. Anvender man den som er best til å markedsføre seg selv, eller noen andre er fornøyd med? Også her kan heuristiske betraktninger og isomorfisme bidra til å forstå handlingene.

Med utgangspunkt i definisjonen på risikobærende evne i NOU 2016: 20 vil regelmessig utdeling av midler i evigheten tilsi lav risiko og lav aksjeandel. Uregelmessig utdeling av midler i evigheten kan tilsi større risiko og større aksjeandel. Problemet for stiftelsene vi har sett på, er mangel på mål for årlige utdelinger, og følgelig manglende kunnskap om nødvendig avkastning og risikobærende evne.

-
1. Styret skal fastsette en plan for den nærmere forvaltningen av stiftelsens kapital innenfor rammen av bestemmelsen i første ledd og loven ellers, samt regler om kapitalforvaltningen i stiftelsens vedtekter. Styret skal minst én gang i året behandle planen og vurdere behovet for å endre den. Den fastsatte planen skal tas inn i eller vedlegges protokollen for styrets behandling av saken. I årsberetningen skal det opplyses om det i samsvar med bestemmelsene i dette ledd er fastsatt en plan for kapitalforvaltningen, og om det er foretatt en årlig vurdering av denne. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-21/id2516646/sec4?q=forvaltning>

For videre forskning kan det være interessant å se nærmere på variasjonen i tilbud fra ulike eksterne aktører når det gjelder forvaltning, også i lys av kostnader knyttet til ekstern forvaltning. Tolkning av avgjørelser ut fra agent teori, altså forholdet mellom prinsippal (stiftelsen) og agent (styret og/eller ekstern forvalter), vil være et relevant område for videre forskning (Bøhren, 2011). Eierstyringsmodellen har i hovedsak blitt anvendt på eierstyring i selskaper, men kan ha

en like viktig og relevant rolle som analyse av styret i stiftelsers arbeid. ■

Vi vil gjerne takke professor Tore Bråthen, Institutt for rettsvitenskap og styring ved BI, for gode og konstruktive innspill til artikkelen.

Intervju av representant for stiftelsene er gjennomført av Knut Myrum Næss.

REFERANSER

- Andersen, S.S. (2003). *Case-studier og generalisering*. Bergen: Fagbokforlaget Vigmostad & Bjørke.
- Haga, A. (2015). *Styresammensetning i norske stiftelser* (Masteroppgave). Universitet i Agder, Agder.
- Breiter, H.C., Aharon, I., Kahneman, D., Dale, A., & Shizgal, P. (2001). Functional imaging of neural responses to expectancy and experience of monetary gains and losses. *Neuron*, 30(2), 619–639.
- Bøhren, Ø. (2011). *Eierne, styre og ledelsen – Corporate governance i Norge*. Bergen: Fagbokforlaget.
- Cohen, M.D., March, J.G., & Olsen, J.P. (1972). A garbage can model of organizational choice. *Administrative Science Quarterly*, 17(1), 1–25.
- Coleman, J.S., & Fararo, T.J. (1992). *Rational choice theory*. New York: Sage.
- Czarniawska-Joerges, B. (1997). *Narrating the organization. Dramas of institutional identity*. Chicago & London: The University of Chicago Press.
- Czarniawska, B. (2004). *Narratives in social science research*. London: Sage.
- DiMaggio, P.J., & Powell, W.W. (1983). The iron cage revisited. Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, 48(2), 147–160.
- Eisenhardt, K.M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of Management Review*, 14(4), 532–550.
- Gammersvik, S.F., & Axelsson, S.O. (2012). *En bekymringsfull tilstand? En analyse av risikostyring og internkontroll i norske stiftelser*. (Masteroppgave). Norwegian University of Life Sciences, Ås.
- Goode, W.J., & Hatt, P.K. (1952). Some problems in qualitative and case analysis. I W.J. Goode, & P.K. Hatt, *Methods in social research* (s. 313–340). New York: McGraw-Hill.
- Jones, B.D. (2002). Bounded rationality and public policy: Herbert A. Simon and the decisional foundation of collective choice. *Policy Sciences*, 35(3), 269–284.
- Lotteri- og stiftelsestilsynet (2016). *Styrearbeid i norske stiftelser – nivå på honorar og kostnader. Rapport fra Stiftelsestilsynet*. Førde: Lotteri- og stiftelsestilsynet. <https://lottstift.no/wp-content/uploads/2017/10/Temaundersokinga-2016-ferdig-rapport-ver2.pdf>
- Lotteri- og stiftelsestilsynet (2018 A). *Statistikk*. Hentet 3.09.2018 fra lottstift.no/stiftelsesregisteret/statistikk
- Lotteri- og stiftelsestilsynet (2018 B). *Statistikk*. Hentet 3.09.2018 fra lottstift.no/nb/stiftelser/statistikk-stiftelses-sektoren-norge/
- Norges Bank Investment Management NBIM (2018). *Avkastning*. Hentet 3.09.2018 fra <https://www.nbim.no/no/fondet/avkastning/>
- NOU 2016: 20. (2016). *Aksjeandelen i Statens pensjonsfond utland*. Hentet 3.09.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-20/id2516269/sec1>
- NOU 2016: 21. (2016). *Stiftelsesloven*. Hentet 3.09.2018 fra <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/nou-2016-21/id2516646/>
- Oslo børs (2018). *Hovedindeksen*. Hentet 3.09.2018 fra <https://www.oslobors.no/markedsaktivitet/#/details/OSEBX.OSE/overview>
- Røvik, K.A. (2007). *Trender og translasjoner. Ideer som former det 21. århundrets organisasjon*. Oslo: Universitetsforlaget.
- Sirnes, E. (2018, 8. februar). Indeksfond. I: *Store norske leksikon*. Hentet 26. april 2018 fra <https://snl.no/indeksfond>
- Statistisk sentralbyrå (2018). *Bankenes utlåns- og innskuddsrenter*. Hentet 3.09.2018 fra <https://www.ssb.no/statbank/table/08175>
- Stiftelsesloven. *Lov om stiftelser*. Hentet 3.09.2018 <https://lovdata.no/dokument/NL/lov/2001-06-15-59>
- Stiftelsesregisteret. Tilgjengelig fra <https://lottstift.no/stiftelsesregisteret/>. Hentet mars 2017.
- Tversky, A., & Kahneman, D. (1974). Judgment under uncertainty: Heuristics and biases. *Science*, 185(4157), 1124–1131.
- Urnes, B. (2015). *Hva er forsvarlig kapitalforvaltning?* Hentet 3.09.2018 fra <https://lottstift.no/wp-content/uploads/2016/04/sk2015-Hva-er-forsvarlig-kapitalforvaltning-Bjarte-Urnes.pdf>
- Weick, K.E. (1995). *Sensemaking in organizations*. Thousand Oaks, CA: Sage.
- Yin, R.K. (2000). *Case study research*. Thousand Oaks, CA: Sage.