

Signering av sluttrapportering fra Norsif til Finansmarkesfondet

Dokumentet er signert digitalt av følgende undertegnere:

- Fossland, Tine (16.10.1986), signert 31.10.2021 med Signicat Sign BANKID_MOBILE



Det signerte dokumentet inneholder

- En forside med informasjon om signaturene
- Alle originaldokumenter med signaturer på hver side
- Digitale signaturer



Dokumentet er forseglet av Posten Norge

Signeringen er gjort med digital signering levert av Posten Norge AS. Posten garanterer for autentisiteten og forseglingen av dette dokumentet.



Slik ser du at signaturene er gyldig

Hvis du åpner dette dokumentet i Adobe Reader, skal det stå øverst at dokumentet er sertifisert av Posten Norge AS. Dette garanterer at innholdet i dokumentet ikke er endret etter signering.

FINANSMARKEDSFONDET

Sluttrapport

Sendes per epost til prosjektets kontaktperson for rapportering. Forutsettes undertegnet av prosjektleder og prosjektansvarlig.

Prosjektnummer	326 895
Prosjekttittel	Publiseringsstøtte til Norsifs guide Guide to ESG evaluation in Fundamental Equity Evaluation
Prosjektleder	Tine Fossland (Norsif) Admin: Pia Rudolfsson Goyer (Norsif)
Kontraktspartner	Norges Handelshøyskole
Prosjektperiode	09.02.2021 – 31.10.2021

	Ja	Nei
Er resultatene i hovedsak i samsvar med hva som var angitt i prosjektbeskrivelsen?	X	
Har fremdriften i prosjektet vært som forutsatt i avtaledokumentet?	X	
Er det vesentlige avvik mht prosjektkostnader og/eller -finansiering?		X
Er det andre vesentlige avvik i forhold til hva som var forutsatt i avtaledokumentet?		X

Kommentarer:

Publikasjonen er ferdig og kommer i webversjon og trykket versjon i uke 44.

Sammendrag: Kort beskrivelse av hva som er oppnådd og hvilken betydning/verdi dette har hatt eller ventes å få for kontraktspartner.

Norsif har laget en guide for å integrere ESG i vurdering av selskaper. Guiden har vekket interesse blant investorer både i Norge og utlandet og fyller et behov da det ikke fantes mye litteratur på dette feltet tidligere.

Resultater: Hvilke resultater ble oppnådd? Hvordan er og/eller planlegges resultatene utnyttet? Hvilken betydning har prosjektet hatt eller ventes å ha for kontraktspartner?

Guiden skal brukes som pensum både i undervisning på Norges Handelshøyskole og i kurs hos Norske Finansanalytikerforening. I tillegg blir den lagt ut på Norsifs ressurside der innholdet er åpent tilgjengelig. Guiden kommer i tre versjoner, en trykt bok fra Fagbokforlaget, en e-bok fra Fagbokforlaget, samt en Open Access bok som blir fritt tilgjengelig.

Policyimplikasjoner og -relevans: Er det noen resultater fra prosjektet som kan ha policyimplikasjoner og/eller vurderes som policyrelevante?

Ja, da det er flere forskere som har bidratt til publikasjonen kommer den sikkert til å bli brukt i videre arbeid med ulike standarder og i undervisningen på dette feltet. Siden den er på engelsk er det forventninger også om internasjonal relevans.

Rapporter og publikasjoner:

Selve guiden er nå ferdig for webpublisering og i trykket versjon.

Allmennrettet kunnskapsformidling: Regelverket for Finansmarkedsfondet forutsetter at det – for forskningsprosjekter – skrives en kortfattet presentasjon av prosjektet, i form av en artikkel på inntil fem sider, hvor (resultater av) prosjektet presenteres på en lett tilgjengelig måte. Denne presentasjonen forutsettes å inngå som vedlegg til sluttrapporten.

Dette ble gjort som en egen, norskspråklig artikkel, «Bærekraft til hvilken pris?» som kom i Praktisk Økonomi og Finans nr 2/2021, med de samme forfatterne. (Vedlagt)

Presseomtale: Kopi av eventuell presseomtale av prosjektet forutsettes vedlagt sluttrapporten.

Norsif har også hatt et innlegg om guiden i et bilag til Finansavisen « ESG i verdsettelse – hvorfor og hvordan»: <https://www.xn--nringslivnorge-0ib.no/baerekraftige-investeringer/esg-i-verdsettelse-hvorfor-og-hvordan/#>

Dokumentet er signert digitalt av:

• Fossland, Tine (16.10.1986), 31.10.2021

Forseglet av



Posten Norge


Kontraktspartners sluttvurdering: I hvilken grad svarte prosjektet til de forventninger som opprinnelig ble lagt til grunn? I hvilken grad har prosjektet bidratt til Finansmarkedsfondets formål om økt kunnskap om og forståelse for finansielle markeders virkemåte, samt større innsikt og bevissthet med hensyn til etikk på finansmarkedsområdet? Er det andre forhold eller erfaringer kontraktspartner ønsker å informere om?

Forfatterne har lagt ned et solid arbeid når de har laget denne guiden. At guiden er et felles produkt der forfattere som er praktikere og akademikere fra NHH har arbeidet sammen har gjort produktet spesielt verdifullt.

Økonomi:

Utgifter (1000 kroner)			Inntekter (1000 kroner)			
	Budsjett	Regnskap		Budsjett	Regnskap	
Administrasjon/prosjektledelse	(Skriv her)	(Skriv her)	Finansmarkedsfondet	120 000	120 000	
Andre personalkostnader	(Skriv her)	(Skriv her)	Andre offentlige midler	(Skriv her)	(Skriv her)	
Innkjøpte tjenester	120 000	120 000	Finansiering fra utlandet	(Skriv her)	(Skriv her)	
Utstyr	(Skriv her)	(Skriv her)	Egne midler	(Skriv her)	(Skriv her)	
Andre kostnader	(Skriv her)	(Skriv her)	Andre private midler	(Skriv her)	(Skriv her)	
Sum	120 000	120 000	Sum	120 000	120 000	

Finansmarkedsfondet kan kreve at prosjektansvarlig legger frem et mer detaljert prosjektrekskap, og kan også kreve revisorattestasjon av regnskapet.

31. oktober 2021		
Dato	Prosjektleder Tine Fosslund	Prosjektansvarlig Pia Rudolfsson Goyer

Dokumentet er signert digitalt av:

- Fosslund, Tine (16.10.1986), 31.10.2021

Forseglet av



Posten Norge

Bærekraft til hvilken pris?

NORSIF OG NORGES HANDELSHØYSKOLE UTVIKLER EN VEILEDER TIL INTEGRERING AV ESG I VERDSETTELSE

JOSÉ ALBUQUERQUE DE SOUSA, ANNIE BERSAGEL, CARSTEN BIENZ,
AKSEL MJØS, MARTE SIRI STORAKER OG ISABELLE JUILLARD THOMPSEN

José Albuquerque de Sousa, Assistant Professor, Norges Handelshøyskole
jose.albuquerque.de.sousa@nhh.no

Annie Bersagel, Porteføljeforvalter ESG, Folketrygdfondet
annie.bersagel@fff.no

Carsten Bienz, Førsteamanuensis, Norges Handelshøyskole
carsten.bienz@nhh.no

Aksel Mjøs, Førsteamanuensis, Norges Handelshøyskole
aksel.mjos@nhh.no

Marte Siri Storaker, Senioranalytiker - ansvarlige investeringer, KLP Kapitalforvaltning
marte.siri.storaker@klp.no

Isabelle Juillard Thompsen, Portfolio Manager, Global Equities, DnB Asset Management
isabelle.Juillard.Thompsen@dnb.no

Interessen i finansmarkedet for ESG (environmental, social and governance) temaer har aldri vært større. Samtidig ser vi at det finnes lite litteratur om hvordan bærekraft skal tas med i selskapsverdsettelse. Norsif (Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer) har derfor utviklet en veileder til integrering av ESG i verdsettelse gjennom et unikt samarbeid med Norges Handelshøyskole. Artikkelen skisserer hovedpunktene i veilederen og viser gjennom et stilisert eksempel hvordan metodene kan brukes i praksis.

NØKKEWORD

ESG | verdsettelse | bærekraftig finans | finansanalyse

<https://doi.org/10.18261/issn.1504-2871-2021-02-04>

© Universitetsforlaget AS
Praktisk økonomi & finans, Årg. 37, 2/2021



MYE OM ESG, MEN LITE OM VERDSETTELSE

Det siste året har det vært rekord i antall nye grønne selskaper på Oslo Børs. Tilbudet av bærekraftige fond øker, og kundene strømmer til fondene. Ifølge Verdipapirfondenes forening var en tredjedel av personkundernes netto kjøp i aksjefond i 2020 i fond som profilerer seg selv som bærekraftige eller grønne.

Til tross for en sterk interesse for bærekraft i finansbransjen finnes det lite litteratur om hvordan bærekraftshensyn skal tas med i selskapsverdsettelse. Med dagens kunnskap om hvordan selskaper påvirker samfunnet de er en del av, stilles det nye og høyere krav til selskapene. Dette påvirker verdien av selskapet.

I *Norsif Guide to ESG Integration in Fundamental Equity Valuation (Albuquerque de Sousa m.fl. 2020)* viser vi hvordan informasjon om bærekraft kan påvirke selskapsverdi, og hvordan den kan inkluderes i verdsettelsen. I denne artikkelen presenteres hovedelementene i guiden med utgangspunkt i en ESG-analyse av matvareindustrien.

EIERSTYRING OG SELSKAPSLEDELSE

I analysen av miljø- og sosiale faktorer vil bransje, lokasjoner og andre forhold spille en viktig rolle for å identifisere vesentlige risikoer og muligheter for selskapet. Selskapsledelse, eller G'en i ESG, er av en mer generell karakter på tvers av bransjer, og er derfor tema innledningsvis.

Velfungerende styre

Styret skal ha kompetanse og erfaring til å utfordre og veilede ledelsen. Analytikeren bør vurdere styrets representanter både individuelt og som et kollegium. Styret bør reflektere ulike utdanninger, erfaring og bakgrunn slik at styremedlemmene evner å utfordre hverandre og sammen ta bedre beslutninger.

For å sikre effektiv overvåkning og kontroll av ledelsen er uavhengighet et viktig prinsipp. Ikke minst fordi styret har ansvar for ansettelse og avskjedigelse av daglig leder. Som analytiker er det viktig å vurdere om styret gjennomfører en effektiv kontroll av ledelsen.

Styremedlemmene har tilgang på mer informasjon om selskapet enn markedet, og signaliserer gjennom eierskap tillit til selskapets evne til verdiskapning. Styrets insentivstruktur bør bidra til å redusere interessekonflikter mellom aksjonærene og styrets representanter. En måte å gjøre dette på er å ha krav til kjøp av aksjer for styrerepresentanter. Styremedlemmers kunnskap om selskapets strategi og beslutninger begrenser deres mulighet til å handle i aksjen, noe som bidrar til å forsterke insentivene til å tenke langsiktig verdiskapning.



Eierstruktur

Styret skal maksimere verdien for alle aksjonærer, men ulike aksjonærer kan ha ulikt syn på hvordan det bør gjøres. En kontrollerende eier som tar en aktiv eierrolle kan redusere interessekonflikter mellom aksjonærer og ledelsen, men det er også en risiko for at minoritetsaksjonærer kan bli forfordelt. Det er styrets ansvar å vekte de ulike aksjonærenes interesser og handle i tråd med aksjonærfellesskapets beste. I den motsatte situasjonen, med mange småaksjonærer, kan det skje at ingen av aksjonærene prioriterer å følge opp selskapet. Det kan føre til et for ledelsesstyrt selskap der det ikke er tilstrekkelig kontroll av styret og ledelsen fra aksjonærene.

Analytikeren bør sette seg inn i eierskapsoppfølgingen av selskapet ettersom dette kan påvirke styrets prioriteringer, og dermed selskapets langsiktige suksess.

Ledelsens prestasjoner og godtgjørelse

Ved meldinger om skifte av daglig leder ser vi ofte store utslag i aksjepris. Det viser hvor viktig markedet mener daglig leder er for verdiskapningen til selskapet. Daglig leder har ansvar for å gjennomføre selskapets strategi. Hvordan daglig leder og ledelsen blir kompensert, påvirker risikovilligheten og hvilke mål de jobber for at selskapet skal nå. Et godt startpunkt for denne analysen er det selskapet skriver om godtgjørelse i årsrapporten, og i hvilken grad dette er i tråd med selskapets overordnede strategi og prioriteringer.

Styrets arbeid med bærekraftsrisiko

Det er styrets ansvar å forstå og styre den risikoen selskapet står overfor, også innenfor bærekraft. Det kan være strukturell risiko, for eksempel som et resultat av varige klimaendringer eller det kan være selskapsspesifikk risiko på grunn av forhold i verdikjeden. Styret må vurdere selskapets risiko, utvise aktsomhet og iverksette tiltak for å sikre at selskapet har en akseptabel risiko for innvirkning på mennesker og miljø gjennom hele virksomheten. God virksomhetsstyring og håndtering av bærekraftsrisiko kan også gi konkurransefortrinn i form av:

- Risikoreduksjon: Risikoreducerende tiltak vil redusere sannsynligheten for at selskapet havner i kriser.
- Økt/bedre tilgang på kapital: Økt tillitt til selskapets risikostyring og rapportering kan gi lettere tilgang til finansiering.
- Bedre beslutninger: Hvis selskapet har en god forståelse av interessenter, risiko og muligheter, kan det lede til bedre beslutninger og, alt annet like, økt selskapsverdi.

BÆREKRAFT TIL HVILKEN PRIS?



VESENTLIGHET

En vesentlighetsanalyse er ikke en vurdering av hvor bærekraftig selskapet er, men hvilke ESG-faktorer som påvirker selskapets finansielle posisjon, periodens verdiskapning eller risikoprofil på kort, mellomlang og lang sikt. Som analytiker må man identifisere og prioritere de faktorene som mest sannsynlig kan påvirke verdien av selskapet og inkludere disse i verdsettelsen. Mye kan være viktig i selskapets påvirkning og arbeid med bærekraft, men ikke alt er vesentlig.

Et godt utgangspunkt for vesentlighetsanalysen er hvilke ESG-risikoer som er mest fremtredende i industrien. Er det for eksempel forhold ved selskapet som gjør at de typiske risikoene for industrien er annerledes for dette selskapet? Analysen bør bygge på kunnskap om selskapet og industrien i tillegg til selskapets posisjonering. Posisjonering kan omfatte selskapets organisering, lokalisering, plassering i verdikjeden, markedet selskapet selger varene sine i eller annet som gjør selskaper mer eller mindre utsatt for bransjens typiske ESG-risikoer.

Geografisk plassering kan for eksempel gi selskapet økt ESG-risiko eller det kan skape en konkurransefordel for selskapet. Et industriselskap som krever mye energi kan nyte godt av å ha fabrikker plassert i et område med stabil tilgang på fornybar energi. Det gir både stabilitet i kraftforsyningen og det kan redusere selskapets kostnader knyttet til CO₂-avgifter. Men geografisk plassering kan også øke risikoen og kostnadene til selskapet. Kritisk infrastruktur eller fabrikker i områder der ekstremværhendelser blir mer vanlig kan gi økte kostnader med å sikre bygningsmasse og drift mot slike hendelser.

Kunders og interessenters forventninger vil også variere ut fra hvor selskapet er hjemmehørende og i hvilke markeder selskapet selger produkter. I Norden kan selskaper som er involvert i alvorlig miljøskade, eller brudd på arbeidstakerrettigheter (på egne arbeidsplasser eller i verdikjeden) forvente omfattende negativ medie-dekning. I andre enden av skalaen kan selskaper som i land med begrenset pressefrihet og yttringsfrihet i større grad slippe unna med mer fordi informasjonen ikke er tilgjengelig.

Vesentlige ESG-faktorer vil utvikle seg over tid. Det kan skyldes endring i konsumenters preferanser eller forventninger til selskapet. Reguleringer og innovasjon kan også føre til endringer i bransjen. Vesentlighetsanalyse er derfor en dynamisk prosess, og vesentlighetsvurderingen må gjennomgås med jevne mellomrom.

VESENTLIGE ESG-TEMAER: EKSEMPEL FRA MATVAREINDUSTRIEN

Hvilke ESG-temaer som er relevante for en selskapsverdsettelse vil variere på tvers av industrier. Veilederen skisserer eksempler på vesentlige ESG-relaterte temaer



for flere sektorer, inklusive konsumvarer, energi, oljeservice, bank og forsikring, industri, metaller og mineraler i tillegg til helse.

Teknikkene kan illustreres med et konkret eksempel fra matvareindustrien. Grovt forenklet består verdidriverne for selskaper i denne sektoren av forventningene til selskapenes margin og vekst. En viktig differensieringsfaktor blant selskapene er i hvilken grad deres merkevare tillater en høyere produktpris enn konkurrentene, samt hvor mye kontroll de har over egen verdikjede.

Ta for eksempel et selskap som selger et utvalg av matvareprodukter til nordiske dagligvarebutikker under egen merkevare. Vi tar utgangspunkt i bruk av en diskontert konstantstrømmmodell (*discounted cash flow*, eller «DCF») for å beregne verdien på selskapets aksjer.

Tabell 1 gir eksempler på spørsmål en analytiker kan bruke for å identifisere vesentlige ESG-temaer som kan tilsi at hun bør endre sine prognoser for selskapets kontantstrømmer. Spørsmålene kan stilles til selskapet direkte, men kan også finnes i andre informasjonskilder som selskapets rapportering, mediedekning av selskapet eller analyser fra ESG-leverandører eller meglerhus.

Tabell 1 Eksempler på spørsmål for selskaper som leverer stabile konsumvarer.

Spørsmål	Implikasjon
1. Hva er selskapets forventninger til kundenes preferanser for bærekraftige produkter?	Burde analytikeren justere fremtidige kontantstrømmer for å reflektere selskapets evne til å imøtekomme endringer i kundenes preferanser på lengre sikt?
2. I hvilken grad påvirker klimafaktorer selskapets FoU-strategi for produktutvikling? Kan selskapet gi noen eksempler?	Burde analytikeren justere prognosene for fremtidige investeringer?
3. Hva er de viktigste driverne for selskapets klimaavtrykk?	Øker driftskostnaden for å dekke fremtidige utslippsrelaterte kostnader (f.eks. EUs karbonvotesystemet) eller investeringer for å redusere utslipp (f.eks. bytte kraftforsyningen ved en fabrikk til en fornybar energi)?

Formålet med det første spørsmålet er å lage en mer realistisk prognose på topplinjevekst for selskapet. Bygger selskapets strategi på realistiske forutsetninger for utviklingen i kundenes preferanser? Hvis analytikeren tror at selskapet undervurderer et fremtidig skifte mot for eksempel vegetariske middagsretter, så kan hun for eksempel ta høyde for dette ved å justere ned sine prognoser for salgsinntekter fra segmentet for ferdigretter ut prognoseperioden.

Det er ikke bare innholdet i et matvareprodukt som kan være relevant for dets bærekraftsegenskaper. Emballasjen kan også utgjøre en betydelig del av selskapets miljøavtrykk – både gjennom utslippet i produksjonsfasen samt hvorvidt den

BÆREKRAFT TIL HVILKEN PRIS?



består av materialer som er nedbrytbare i naturen eller kan resirkuleres. Spørsmål to i tabellen gir et eksempel på hvordan dette kan være relevant for en verdsettelse. Er selskapets investeringer for å utvikle mer miljøvennlig emballasje reflektert på en realistisk måte i prognosen, eller bør de justeres opp eller ned?

Det siste spørsmålet i tabellen er et eksempel på en mulig driftskostnadsjustering. Hvis for eksempel EUs karbonkvotesystem utvides til transportsektoren, bør det i så fall reflekteres i selskapets fremtidige kostnader? Ville økte kostnader for transport og distribusjon av selskapets innsatsfaktorer og ferdige produkter innenfor Europa absorberes av underleverandører eller må selskapet dekke noe av kvoteutgiftene gjennom høyere transportkostnader? Vil selskapet igjen kunne dytte kostnadsøkningen over til sine kunder gjennom økte salgspriser, eller konkurrerer selskapet mot andre matvareprodusenter med redusert eksponering mot karbonprisøkningen? Svarene på disse spørsmålene vil igjen kunne påvirke analytikerens marginforventninger.

BRUK AV SCENARIOER

En mer avansert form for justering er å bruke scenarioer for å ta høyde for ESG-relatert finansiell risiko. Ved denne teknikken legger man til grunn forskjellige utfall for selskapenes kontantstrømmer over prognoseperioden, samt varierer forutsetningene for normalisert årlig kontantstrøm og vekstrate i terminalleddet. Hvert scenario bør gi et konsistent fremtidsbilde. Analytikeren kan da vekte de ulike scenarioer basert på estimert sannsynlighet, for eksempel 25 % for det mest pessimistiske, 50 % for hovedscenarioet og 25 % for det mest optimistiske. Resultatet blir et vektet snitt av verdsettelsen under de forskjellige scenarioene.

Tabell 2 viser eksempler på temaer som kan være relevante for industrien, samt hvor analytikeren kan gjøre justeringen: via resultatregnskapet eller balansen, som grunnlag for scenarioer.

Fortsetter vi med eksempelet fra matvareindustrien, kan vi bruke et svært forenklet eksempel med scenarioer knyttet til arbeidstakerrettigheter i verdikjeden. Forestill deg at matvareselskapet blir anklaget for å kjøpe inn tomater fra en underleverandør i Italia som har grovt utnyttet migrantarbeiderne som høster avlingene. En nordisk avis rapporterer om uakseptable arbeidsvilkår og betaling langt under landets minimumslønn. En analytiker får i oppdrag å justere sin verdsettelse av selskapet dagen etter rapporten er publisert. Scenarioene tar utgangspunkt i verdsettelsesforutsetningene fra dagen før.



Tabell 2 Eksempler på ESG-relaterte finansielle justeringer for selskaper som lever stabile konsumvarer.

ESG-relatert finansiell matrise	Arbeidstakerrettigheter og miljøutfordringer i leverandørkjeden	Økt kundettespørsel for bærekraftige produkter	Fysisk klimarisiko
Tidshorisont	Kortsiktig og langsiktig	Kortsiktig og langsiktig	Langsiktig
Effekter på resultatregnskap			
Inntekter	Tapte salg grunnet skadet omdømme	Økte (reduerte) inntekter basert på skifte i kundepreferanser relativt til selskapets produktportefølje	Lavere salgsvolum grunnet redusert tilgang til/økte kostnader for viktige innsatsfaktorer
Driftskostnader	Økte kostnader grunnet mer begrenset tilgang til innsatsfaktorer, sertifiseringskrav eller bytte til nye leverandører med høyere bærekraftsstandarder	Økte enhetskostnader for mer bærekraftige råvarer, reduserte kostnader fra økt energieffektivitet/mer effektiv ressursutnyttelse	Økte driftskostnader grunnet tapte avlinger f.eks. på grunn av flom eller tørke
Investeringer	--	FoU for utviklingen av nye bærekraftige produkter	Investeringer for å tilpasse driften til klimaendringer, f.eks. isfjerning fra laksemerder
Effekter på balansen			
Provisjoner/avsetninger	Bøter/rettsaker i de alvorligste tilfellene	--	--

Scenario 1: Full krise

I det første scenarioet får selskapets omdømme en alvorlig knekk og kundene reagerer ved å bytte til konkurrentenes produkter. Det er ikke bare de produktene som inneholder tomater som rammes, men alt som selges med firmaets merkevare. Dessuten viser det seg at selskapets konsernsjef har blitt påspandert flere luksus golfputer i Toscana av den italienske leverandøren. Dagen etter dette blir kjent, sender selskapet ut en børsmelding om at konsernsjefen går av med umiddelbar virkning. Analytikeren halverer sine prognoser for salgsinntekter i år 1, samt for salgsvæksten ut prognoseperioden. Både volum og salgspris rammes, og hun tviler

BÆREKRAFT TIL HVILKEN PRIS?



særlig på om selskapet klarer å gjennomføre sin strategi midt i et sjefsbytte og en omdømmekrise.

På kostnadssiden estimerer analytikeren en 30 % økning i driftskostnader ut prognoseperioden fordi selskapet må bytte til en leverandør med høyere priser som kan dokumentere akseptable arbeidsvilkår, samt innføre løpende sertifisering av vilkårene fra en tredjepart.

Scenario 2: Moderat skade

I scenario 2 er selskapets kunder mindre opptatt av reportasjen, da det viser seg at også konkurrenter bruker den samme leverandøren. Salgsinntekter faller kun 10 % i år 1 grunnet tapt volum og veksten vender tilbake fra år 2. Effekten er begrenset til kun produkter som inneholder tomat.

Selskapet finner en underleverandør med akseptable arbeidsvilkår til kun 10 % høyere pris enn forgjengeren, grunnet høy konkurranse blant tomatleverandører.

Scenario 3: Fra «laggard» til leder

I scenario 3 faller salgsinntekter for selskapets produkter med 20 % i år 1. Selskapets konsernsjef stiller på Dagsnytt 18 dagen etter at nyheten braker løs, legger seg helt flat og lover en full opprydning. Selskapet bruker skandalen til å reposisjonere seg som en leder innenfor bærekraftig matproduksjon. Analytikeren estimerer videre at driftskostnader øker med 20 % for år 1 og 5 % for år 2. Deretter klarer selskapet å differensiere seg fra konkurrenter og oppnår en 10 % premie på salgspriisen for sine produkter. Dessuten øker analytikeren den langsiktige vekstraten i terminalleddet fra to til fire prosent fordi selskapet er bedre posisjonert til å kapre markedsandeler fra det voksende segmentet for bærekraftige matvarer.

Analytikeren vurderer at sannsynlighetene for de tre scenarioene er like, slik at verdsettelsen blir et snitt av verdiene. Spennet i verdsettelsene under de ulike scenariene viser også noe om risikoen i selskapets verdi. Dette er selvfølgelig et svært forenklet eksempel, men viser hvordan en analytiker kan integrere ESG-relaterte hensyn i en verdsettelse.

AVSTEMMING MED MULTIPLER

Scenarioanalysen hjelper oss til å se sammenhengen mellom ulike forutsetninger og konsekvensene av disse. Ved å benytte verdsettelsesmultipler kan man alternativt sjekke forutsetningene mot hva markedet tenker. Verdsettelsesmultipler er et forholdstall mellom en markedsverdi og en operativ størrelse. De kan komme i ulike former, for eksempel Price/Earnings (P/E), Price/Book (P/B) og Enterprise Value/EBITDA. P/E og P/B er forholdet mellom markedsverdien av egenkapitalen



og egenkapitalens resultat eller bokførte verdi. EV/EBITDA er forholdet mellom den samlede markedsverdien av egenkapital og gjeld, og driftsresultatet før avskrivninger.

Multipler brukes i hovedsak for tre forskjellige formål:

- Å verdsette et selskap ved å bruke relevante multipler fra sammenlignbare selskap og multiplisere disse med den aktuelle regnskapstørrelsen fra det selskapet man verdsetter.
- Å teste rimeligheten av budsjetterte kontantstrømmer ved å estimere implisitte multipler fra en kontantstrøms (DCF)-modell og sammenligne disse med sammenlignbare selskap.
- Å identifisere markedets syn på et selskaps prestasjoner og strategiske posisjon sammenlignet med sine konkurrenter.

Generelt sett er fordelene med multipler at de er enkle å bruke og gir umiddelbar markedskalibrering. Utfordringene er at multiplene er sårbare for presist estimat av nevneren, og kan heller ikke fange opp at ting forandrer seg over tid.

I dette caset er det dessuten vanskelig å finne sammenlignbare selskaper blant de relativt få børsnoterte selskapene i Norge og Norden. Selskapene må drive i samme bransje og bør ha tilsvarende størrelse, produktutvalg, markedstilgang, samt risikoeksponering. I et ESG-perspektiv er det dessuten aktuelt å sammenligne selskaper som også er sammenlignbare ut fra ESG-kriterier, enten det gjelder risikoeksponering, muligheter eller ansvarlighet. ESG-baserte nøkkeltall er generelt mer relevante for å velge sammenlignbare selskap enn å benyttes direkte i verdsettelsen.

BRUK AV REALOPSJONER FOR HALERISIKO

Realopsjoner er som finansielle opsjoner, bare anvendt i vurdering av et selskaps virksomhet og strategi. Realopsjoner er aktuelt når vi vet det kommer ny og viktig informasjon i fremtiden, og når selskapets strategi og selskapets beslutninger vil påvirkes vesentlig av dette. Slike analyser kan benyttes i et ESG-perspektiv som i dette caset.

Realopsjonsmetodikk kan for eksempel benyttes til å verdsette muligheten for å utvikle en vegansk produktserie. Da er usikkerheten hvilken aksept dette vil få i markedet, og det er verdien av denne usikkerheten (=muligheten) man fastsetter på samme måten som finansielle opsjoner. Man må da estimere investeringsbeløpet, hvor lang tid det går før man kjenner markedsinteressen, og så selvsagt verdien betinget av disse utfallene. Analysen kan enten gjøres som en beslutningstre-analyse eller ved å bruke Black Scholes-modellen, som også krever inputs på standardavvik og andre parametre.

Mange andre situasjoner kan også analyseres med opsjonsmetodikk. Et eksempel er rettssaker rundt produktansvar, utslippseksponering eller risiko for ny lov-

BÆREKRAFT TIL HVILKEN PRIS?



givning. Slike negative hendelser har lav risiko, men kan bety betydelige utbetalinger hvis de slår til, og i verste fall kan de slå et selskap konkurs. I motsetning til ekspansjonsopsjonen ovenfor, så er dette opsjoner man er såkalt *kort* i, det vil si eksponert mot et tap hvis opsjonen slår inn. Verdien av denne opsjonen blir derfor en fradragspost i en selskapsverdsettelse.

JUSTERING AV AVKASTNINGSKRAVET?

Er det slik at de mest bærekraftige selskapene også har et lavere krav til avkastning på sin kapital? Rent mekanisk er det selvsagt konsistent med de høye prisningene man ser i dag, om man benytter en kontantstrømmmodell.

Avkastningskrav er den alternativavkastningen en veldiversifisert investor krever som kompensasjon for markeds- eller systematisk risiko. Enkelte forskere finner at høye ESG-scores samsvarer med lav systematisk risiko, eksempelvis at selskap med bedre CSR-scores viser lavere implisitt avkastningskrav eller opplever redusert avkastningskrav etter at de kunnngjør sine CSR-aktiviteter.

Utfordringen er at et avkastningskrav må estimeres i forkant, på investerings-tidspunktet, ut fra kjent informasjon/forventninger da. Implisitt historisk avkastning beregnet ut fra oppnådd verdi har i et effektivt kapitalmarked ingen prediksjonsverdi for neste periode. Dessuten påvirker ESG-forhold alle selskap i markedet slik at det vil være ukjent i hvilken grad kunnskap om ESG-forhold allerede har påvirket aksjeverdier og derfor grunnlaget for å estimere systematisk risiko.

I kortere perioder kan markedet feilprise ESG-dimensjoner ved et selskap på grunn av mangelfull informasjon og/eller analytisk forståelse. Dette blir så en mulig kilde til risikjustert meravkastning (alpha) på samme måte som andre inefektiviteter i markedet.

Kapitalmarkedets håndtering av ESG-dimensjonen er fortsatt i en tidlig fase og det gjenstår mye forskning før man kan konkludere. Det er også mulig at betydningen av ESG-forhold for avkastningskravet vil endre seg over tid, enten ved at markedet fullt ut priser dem inn, eller at det finnes grunnlag for å hevde at det er en egen, systematisk ESG prisingsfaktor i markedet. Samlet sett er det såpass mye uklarhet her, at den pragmatiske løsningen er å estimere avkastningskravet gjennom beta-faktoren fra kapitalverdimodellen.

FRA VERDSETTELSE TIL AKSJEKURS

Innsikt i hvordan ESG-spørsmål påvirker selskapsverdier er fremdeles begrenset. Miljø-, sosiale- og styringsdimensjoner hver for seg, og i kombinasjon, kan påvirke forventede kontantstrømmer på ulikt vis over tid og gjør denne analytiske utfordringen enda større. Det er to hovedutfordringer med å bestemme verdsettelsesef-



fekten av ESG-dimensjonene: 1) Aksjekursene reflekterer ikke til enhver tid et selskaps grunnleggende verdi, 2) ESG-dimensjonene er vanskelig å måle.

Mange prøver å analysere dette spørsmålet ved å sammenligne aksjeavkastningen til selskaper med høy ESG-score med aksjeavkastningen til selskaper med lav ESG-score. utfordringen er at i tillegg til alle måleproblemene, gjenspeiler forskjeller i aksjeavkastning ikke nødvendigvis grunnleggende forskjeller i verdi. Mange ser ut til å finne at firmaer med høyere ESG-score har høyere risikjustert avkastning. Selv om høyere avkastning på aksjer med høy ESG-score faktisk kan indikere at de er mer verdifulle, kan dette også skyldes økt investoretterspørsel etter aksjer med høy ESG-score.

Kapitalforvalterne har økt allokeringen til selskaper med høy ESG-score betydelig de siste årene. Om denne allokeringen har vært så stor at den har drevet opp prisene, er usikkert. Det er likevel et faktum at prisene ikke kan fortsette å øke frikoblet fra en underliggende verdi. Hvis dette er en aksjeboble, så vil også denne «ESG-boblen» sprekke – og resultere i fallende aksjekurser.

Det er imidlertid viktig å merke seg at siden markedet bare relativt nylig har begynt å ta hensyn til ESG-dimensjonene, er det også mulig at særlig bærekraftige selskaper fremdeles er undervurderte.

Prissetting av immaterielle eiendeler er alltid utfordrende. Sammenlignet med fysiske eiendeler er immaterielle eiendeler mer utsatt for skjønn i verdsettelsen, noe som bare forverres av høyere nivåer av informasjonsasymmetri. Slike utfordringer forklarte delvis «Dot-com-boblen». Det var mulig å rasjonelt rettferdiggjøre prisøkninger i en periode, gitt skjønnet som var involvert i verdsettelsen av teknologiske muligheter. For øyeblikket har verdsettelsen av ESG-dimensjoner flere likheter med verdsettelsen av teknologibedrifter. Akkurat som «Dot-com-boblen» vil en «ESG-boble» sannsynligvis bare bli oppdaget i ettertid.

De siste årene har det vært forsøkt å bygge inn ESG-dimensjoner eksplisitt i prissettingsmodeller for eiendeler. Dette er imidlertid fortsatt i sin spede begynnelse. Det beste rådet vi kan gi i denne overgangsperioden er å nærme seg disse problemene med stor varsomhet. Bruk av scenarioanalyse og opsjonsbaserte tilnærminger kan bidra til å unngå å være altfor pessimistisk eller optimistisk i forutsetningene.

REFERANSE

Albuquerque de Sousa, José, Annie Bersagel, Carsten Bienz, Aksel Mjøs, Marte Siri Storaker og Isabelle Juillard Thompsen. 2020. «Norsif Guide to ESG Integration in Fundamental Equity Valuation.» *Norsif.org*. 9. oktober. Funnet 4. mars 2021. https://5130b511-fcf2-4733-83b5-3c2fa5027618.filesusr.com/ugd/9a099f_d2b3dd8e7d30474082ccc85dd616a03d.pdf

BÆREKRAFT TIL HVILKEN PRIS?



ESG i verdsettelse – hvorfor og hvordan?



Den allmenne fokuseringen på bærekraft øker forventningene til selskaper, og på- virker derfor verdien av selskaper. Foto: Getty Images

Oppmerksomheten om bærekraftig finans og bærekraftige og «grønne» aksjer og obligasjoner har økt betydelig de siste årene. Med stadig økende integrering av ESG (Environmental, Social and Governance)- og ny EU-regulering på trappene som får direkte effekt i norsk lovgiving, er interessen for bærekraftig finans rekordstor.

Dette ser vi i Norsif (Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer) tydelige spor av, både i form av sterkt voksende medlemstall og omfanget av aktiviteter vi selv og andre iverksetter.

På ESG-området har en arbeidsgruppe i Norsif sammen med forskere ved Norges Handelshøyskole i Bergen (NHH) laget en håndbok – *Guide to ESG Integration in Fundamental Equity Valuation*. Det var mangelen på materiale om hvordan man kunne innlemme ESG i verdsettelse som utløste dette arbeidet. De mest sentrale lærebøkene om verdsettelse diskuterer nemlig egentlig ikke ESG. Vi ønsket en ressurs designet for investeringsfagfolk og analytikere som kan verdsettelse, men som ikke har mye erfaring med ESG.



Janicke Scheele

Styreleder i Norsif

Litt om innholdet i håndboken

Den allmenne fokuseringen på bærekraft øker forventningene til selskaper, og påvirker derfor verdien av selskaper. Når bærekraft skal inkluderes i verdsettelse er det, sammenlignet med tradisjonell verdsettelse, ny informasjon som skal vurderes.

Et tema som genererte mye debatt i arbeidet med håndboken, var justeringer av kapitalkostnadene for å redegjøre for ESG. Dette er vanlig praksis i «sell-side»-analyser, for eksempel å redusere diskonteringsrenten for et «grønt» selskap – men praksisen har svært svak faglig støtte. I utgangspunktet, for å argumentere for lavere kostnad for egenkapital, må du bruke arbitrasjeprismodellen i stedet for CAPM. Utfordringen er at det ikke er mye empirisk støtte for eksistensen av en systematisk ESG-faktor slik som momentum eller small-cap premium. Dette kan til dels skyldes vanskeligheter med å finne en felles definisjon av «ESG» til å begynne med.



Det er lett å forstå hvorfor analytikere foretar denne justeringen: Det er en enkel måte å ta hensyn til mange «vanskelige å tallfeste»-vurderinger på. Likevel gir NHH-teamet i del II av veiledningen et overbevisende argument for hvorfor beste praksis inkluderer justering for ESG i kontantstrømmene, snarere enn i diskonteringsrenten.



Vi håper vi har klart å lage en håndbok som bygger en faglig solid bro mellom vårt felles bærekraftsengasjement og solid, faglig fundert selskapsanalyse og verdsettelse. Finansiell verdsettelse er fundamentalt for alle investeringsbeslutninger, og da er det viktig at disse for framtiden gjøres med faglig forankret innsikt i ESG-dimensjonene og hva de betyr. Vi arbeider nå med å gjøre håndboken tilgjengelig digitalt for alle som er interessert, i tillegg til at den kommer i bokformat for de som ønsker å kjøpe den.

Fakta

Norsifs arbeidsgruppe besto av Annie Bersagel (Folketrygdfondet), Isabelle Juillard Thompsen (Gjensidigestiftelsen) og Marte Siri Storaker (KLP Kapitalforvaltning), og Aksel Mjøs, Carsten Bienz og Jose Albuquerque de Sousa fra NHH.

Av Janicke Scheele, styreleder i Norsif



Av
Operations
10. mars 2021

 DEL

 DEL

 DEL

 DEL

Emner

[bærekraft](#)



Vedlegg til sluttrapportering prosjektnummer 326895

Vedlagt er faktura fra Fagbokforlaget som viser våre kostnader for publisering av Norsifs Guide to ESG Integration in Fundamental Equity Valuation.

Vi takker for støtten og kommer til å nevne deres bidrag ved fremtidig bruk av guiden, slik som avtalt.

Vennlig hilsen

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Pia Goyer', written over a light blue rectangular background.

Pia Rudolfsson Goyer

Sekretariatsleder i Norsig

Norsif
Rådhusgata 30
0151 OSLO

999341993
Norsif
Rådhusgata 30
0151 OSLO

Vigmostad & Bjørke AS
Kanalveien 51
5068 Bergen
Tel +47 55 38 88 00
ordre@fagbokforlaget.no
www.fagbokforlaget.no
Org no. 964234973MVA
Register: Foretaksregisteret

Kundenr 999341993	Deres ref	Fakturadato 08.11.21	Side 1
Rekv. nr. NFR 326895	Vår ref	Forfallsdato 08.12.21	

Faktura 3682399

Antall	Varenr.	Beskrivelse	Enhetspris	Beløp
1	1006	Produksjonsstøtte - 9788245038804 - Setting, trykking og språkvask	120000.00	NOK 120.000,00
		Vekt: 0,00 kg		

Subtotal	Grunnlag mva	MVA %	MVAbeløp	Total NOK
120.000,00	0,00	0,00	0,00	120.000,00

Betalingsbetingelser: Pr. 30 dager
Ved betaling etter forfallsdato, beregnes morarente i.h.t norsk lov

IBAN : NO6295811398560
SWIFT : VVELNO21
Bank navn : Voss Veksel og Landmandsbank ASA

KID-nummer: 11036823992
Konto nr. : 95811398560
Forfallsdato: 08.12.21