

UTGAVE 0122
FINANSIELL ANALYSE
OG BÆREKRAFT



PORTRETT
Klimakapitalisten
Siri Kalvig tror på at
alt skal gå bra.

SIDE 22



DIREKTE TALT
DNT-leder Trygve Sunde
Kolderup: Turte å tenke
annerledes.

SIDE 56



FORSKERPROFIL
Uten økonomer, klarer
vi ikke å løse miljøkrisen.
Aksel Mjøs, NHH.

SIDE 62



KARRIERE OG ARBEIDSLIV

Klimaåret 2021

Hvor sårbare er vi for klimaendringene?
Les analytikernes dom.

SIDE 8

FAGARTIKKEL
Kva betyr det at noko
er vesentleg i ein
berekraftssamanheng?

SIDE 87

FAGARTIKKEL
Grønn risikopremie i det
norske obligasjonsmarkedet.

SIDE 109

**Jobber du i
en moderne
økonomiavdeling?**



<https://www.exsitec.no/den-moderne-okonomiavdelingen>



Magmas formål er å bidra til kunnskapsutvikling, refleksjon og debatt innenfor hele feltet økonomi og ledelse. Tidsskriftet er en vitenskapelig publiseringskanal på nivå 1.

Utgiver og tidsskrifteier
ECONA V/NINA RIIBE

Ansvarlig redaktør
NINA RIIBE
e-post: nina.riibe@econa.no

Redaktør Econa magasin
GRY LJØTERUD

Econas fagansvarlig for livslang læring (Forskning og viten)
GRY SKJELLEVIK

Kontakt: magma@econa.no
www.magma.no

Forside illustrasjon
KRISTIAN HAMMERSTAD / BYHANDS

Design og Art Direction
SKILHAGEN

Sats
BØK OSLO AS

Språkvask
ANES TEKSTSMIE V/ANE SJØBU

Trykk og innbinding
ÅLGÅRD OFFSET AS

Merking av fagartikler:
* **VURDERT AV FAGFELLE**
VURDERT AV REDAKSJONEN

Neste nummer har tema *Pandmien og arbeidsmarkedet*. Kommer ut 8 juni 2022

MAGMAS FAGREDAKTØRER 2022



AKSEL MJØS
FØRSTEAMANUENSIS



BRAM TIMMERMANS
PROFESSOR



SISSEL JENSEN
PROFESSOR



THERESE E. SVERDRUP
FØRSTEAMANUENSIS



VIDAR SCHEI
PROFESSOR



FINN KINSERDAL
FØRSTEAMANUENSIS



KJELL OVE RØSOK
FØRSTEAMANUENSIS

MAGMAS FAGUTVALG

Magmas redaksjonsutvalg er Econas fagutvalg, som er ett av tre utvalg i Econa som rapporterer til styret. Fagutvalget har åtte medlemmer og ledes av Per Christian Ahlgren.

Magma redigeres etter Fagpressens redaktørplakat, Tekstreklameplakaten og Vær varsom-plakaten.

Meningsbærende kommentarer står for forfatters regning. Redaksjonen forbeholder seg retten til å forkorte innsendte innlegg.

Leverandørene i verdikjeden til Magmas produksjon er miljøsertifiserte, og dette er også hensyntatt ved valg av papir.

ABONNEMENT

Magma utkommer fem ganger i året. Abonnementet koster kr 1590,- per år. Abonnementet løper til det blir skriftlig oppsagt. For medlemmer av Econa er Magma inkludert i medlemsskapet. Alle henvendelser om abonnement, eller melding om adresseendring, skjer til Econa post@econa.no.

ANNONSER

e-post: magma@econa.no

ANNONSEPRISER

Se mediaplan på www.magma.no/medieplan-2022

ISSN: 1500-0788

Dramatiske verdensbegivenheter må få plass på regnearket

Spørsmålene om bærekraft kan virke meningsløse når Europa står midt i en krig. Å fokusere på FNs klimamål kan fremstå fänyttles når verden fremdeles er rammet av pandemi. Det samme har antakelig norske redaksjoner tenkt i over to år nå, for klimajournalistikken får stadig mindre plass i spaltene. Den offentlige debatten har flyttet seg fra MDGs og Greta Thunbergs høylytte protester, via Nakstads og Stoltenbergs smittevernråd, til Putins hårreisende verdensbilde. Plakatene som Thunberg nå deler i sosiale medier, handler ikke lenger om skolestreik for klimaet, men om menneskene i et krigsherjet Ukraina.

Men selv om de gode nyhetene om havvind, hydrogen og grønn energi ikke kan utkonkurrere krigsoverskriftene, er det heldigvis folk som fortsatt jobber målrettet med løsninger på den største krisen av dem alle: klimakrisen. Dessuten har krigen allerede påvirket energimarkedet og tilgangen på livsviktig energi. På veien mot bærekraftige løsninger vil den nødvendige teknologiutviklingen også bidra til å løse geopolitiske kriser.

I denne utgaven møter du Siri Kalvig, som styrer det statlige investeringselskapet Nysnø. I det hun kaller en mørkegrønn bølge, er deres mandat å investere fellesskapets midler med formål om å også mobilisere privatkapital. Midler som sammen skal bidra til å avkarbonisere verdens industrielle aktivitet. I temasaken om det grønne skiftet møter du flere investeringseksperter som snakker om eiermakt som kan brukes til å skape positiv endring. Ved å engasjere seg på generalforsamling kan man påvirke endringer innenfra, i stedet for å boikotte selskaper som ikke driver slik vi liker. Så er spørsmålet: Skal finansbransjen ordne krisen for oss? Selvsagt ikke. Men dersom investorene tar bærekraftige grep, politikerne styrer regulatorisk, og folk bruker forbrukermakten, blir det vanskelig for bakstrevenske selskaper å overse utviklingen.

Vi økonomer har også et ansvar. Som tidligere CFO har jeg alltid sett det som min oppgave å gi relevant informasjon til ledelsen – før de trenger den. Rett og slett å se de gule flaggene før de dukker opp i horisonten. Det som imidlertid slår meg i disse dager, er at dette virker klin umulig. Når vi ser hvordan et virus fra Kina kan påvirke en hel kulturnæring i Norge, eller hvordan transport av trevarer fra Canada kan påvirke en liten byggebedrift på Hamar, blir glasskula straks mer uklar. Gode økonomer løfter blikket fra tallene og følger med på nyhetsbildet.

I to år har folk pusset opp hytter fremfor å reise. Når vi nå reiser mindre i jobbmøter, vil reiselivsnæringen lide

Det holder ikke lenger å være en god økonom.

i lang tid framover. Sanksjonene mot Russland vil skape mangel på energi og varer fra øst og skape bølger i økonomien. Som økonom må du være i forkant og reflektere over hvordan det kan slå ut i virksomheten. De som evner å snu seg raskt, kan kanskje skape et mulighetsrom?

Vi økonomer er opptatt av utvikling, vekst og lønnsomhet. Men de siste par årene har tydeliggjort at vi er nødt til å se oss selv i et større bilde, være internasjonalt orientert. Det holder ikke lenger å være en god økonom. Vi må søke innsikt og kompetanse til å forstå samfunnet, de politiske svingningene og den globale megatrenden som tvinger oss til å tenke grønt for å være konkurransedyktige.

Noe annet ville være helt grønnskolling.



Foto: Julie Hrnčířová

Nina Riibe

NINA RIIBE

Adm. dir. i Econa

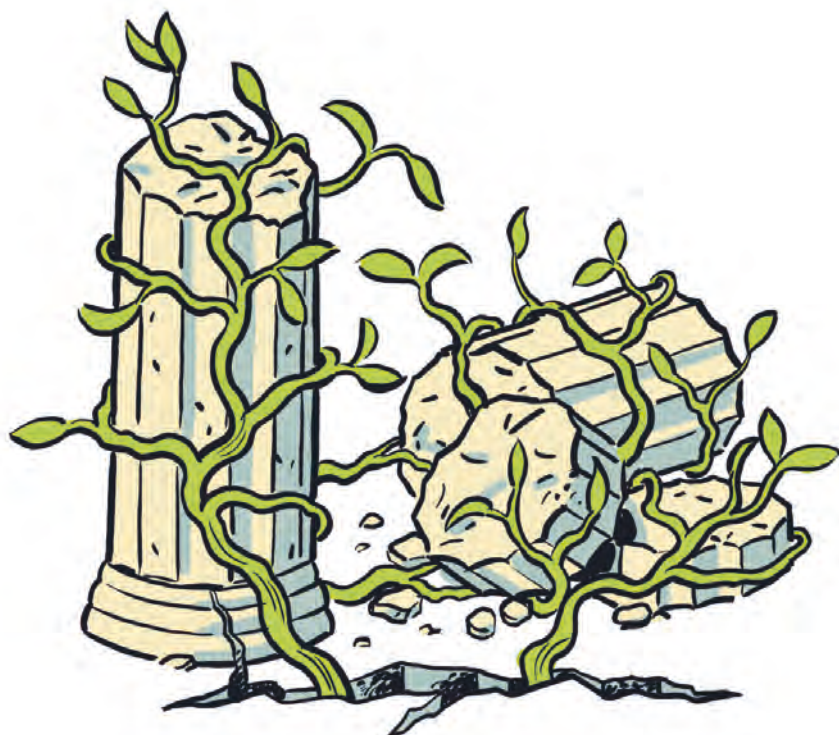
nina.riibe@econa.no



KLIMAMELDER

Med geofysikk, klima, vær og kommersiell teft har Siri Kalvig gjort en karriere på vår tids store spørsmål: klimaendringer og klimakrisen.

SIDE 22



– Før, når noen spurte «hvem er du?», fortalte vi hvor vi kom fra, og hvem foreldrene våre var. I dag er det første spørsmålet når vi møter nye mennesker: «Hva jobber du med?»

BJØRN ZAKARIASEKELUND

Psykolog

SIDE 44

DRAMATISK ÅR

Alle skulle bli bærekraftig i 2021. Ble de det? Les hva landets fremste analytikere mener.

SIDE 8

INNHold

KARRIERE OG ARBEIDSLIV

Leder
Dramatiske verdensbegivenheter må få plass på regnearket
5

Reportasje
Det grønne skiftet
Er analytikerne enig i sin dom?
8

Portrett
Klimakapitalisten
Siri Kalvig har en doktorgrad i offshoretteknologi, vært med i «Skal vi danse» og ble kåret til Årets Leder i 2021.
22

Kommentar
Nå blir det vanskeligere for arbeidsgivere å trekke deg i lønn ved feilutbetalinger
Har du mottatt feil lønnsutbetaling? Her er hva du kan gjøre.
36

Reportasje
Nye generasjoner finansutdannede vil tvinge frem et helhjertet fokus på bærekraft
Dette er de kommende lederne.
39

Reportasje
Profesjonalisering gjør økonomene mer og mer like
Men forskjeller er det. Og de kan deles inn i farger.
44

Direkte talt
Våg å tenke annerledes
DNTs bærekraftssjef advarer studenter mot å velge smalt.
56

FAGET VÅRT

Sjeføkonomen
Høye strømpriser gir muligheter for regjeringen
Griper de til riktige tiltak?
20

Din økonomi
Krav om pensjonsopptjening fra første krone i innskuddspensjon
Nye opptjeningsregler for alle ansatte.
48

Forskerprofil
Tilbake til naturen
– Bærekrafttemaene er blitt veldig viktige, selv for hardcore finansfolk, sier Mjøs.
62

STUDENT

Kommentar
Er dagens studenter gode nok på å måle verdiskaping?
Student Thomas Stangjordet savner en økonomiutdanning som er tilpasset realitetene
52

ECONA

Spørsmål og svar
Hva må jeg lønne en ansatt som er i foreldrepermisjon?
43

Ny jobb
Ane Berbu Kleppe skal etablere en kundereise hos boligkjøpere
54

FORSKNING OG VITEN

Fagleder
Kva er berekraftig finans – og kvifor bryr vi oss?
Aksel Mjøs
66

Klimastrategien til fire store olje- og gasselskaper og deres prising^R
Hvordan forskjeller i fire oljeselskapers klimastrategi gjenspeiles i prisingen av selskapene.
Terje Erikstad, Morten Jensen, Morten Monsrud og Kristian Ruth
69

Nordisk treforedling og det grønne skiftet^R
En sammenlignende bærekrafts-analyse av Borregaard, Stora Enso og UPM Kymmene
Kjetil Gregersen, Thomas Lie, Bjørn Morstad og Sindre Sørbye
77

Kva betyr det at noko er vesentleg i ein berekraftssamanheng?^R
Brukarar av berekraftsrapportering treng tydeleg kommunikasjon om vesentlegvurderingar i ikkje-finansielle rapportar.
Aksel Mjøs, Sveinung Jørgensen og Lars Jacob Tynes Pedersen
87

EU-taksonomien – erfaring fra praktisk implementering^R
Presentasjon av EU-taksonomien og skrittene en kartlegging og implementering medfører.
Jørn Gunnar Kleven
93

Hvordan kan banker vurdere ESG-risikoen i lån til små og mellomstore bedrifter?^R
Jørund Buen, Mathias Grude Eikseth, Paul Harper, Svein Bertil Rekdal og Kristine Kopperud Timberlid
103

Grønn risikopremie i det norske obligasjonsmarkedet^R
Analyse av om grønne obligasjoner gir tilgang til billigere finansiering i det norske markedet.
Robert Øvrebø
109

Etablering av grønne rammeverk for finansiering^R
En presentasjon av Green Bond Principles, som er å anse som bransjestandard på området.
Jørn Gunnar Kleven
114

Orkestrert læring og global kulturbygging^F
Hvordan Elkem ASA skaper prosess-forbedring i sin globale organisasjon
Torbjørn Hekneby, Jonas A. Ingvaldsen, Jos Benders, Jan Inge Jenssen og Katja Lehland
121



BÆREKRAFT

Det grønne skiftet

VANSKELIG KONFLIKT
Lokalt naturvern vs. global konflikt

2021 var året da «alle» plutselig ble opptatt av bærekraft. *Magma* tar et tilbakeblikk – sammen med noen av landets fremste analytikere.

TEKST: KRISTINE HOVDA

ILLUSTRASJON: KRISTIAN HAMMERSTAD / BYHANDS

– JEG SATT PÅ HJEMMEKONTORET MITT – som jeg har gjort de siste årene – og leste nyheter på nett, forteller Thina Saltvedt, som jobber med bærekraftig finansanalyse i Nordea.

Hun leste om lanseringen av den kjente IEA-rapporten fra Det internasjonale energibyrået. Innholdet var overraskende.

– Jeg må si at jeg fikk et lite hakeslepp. I rapporten sa de mer eller mindre rett ut at dersom vi skal nå 1,5-grader-målet, må forbruket av olje, kull og gass så mye ned at det ikke vil lønne seg å sette i gang flere prosjekter. Det var et ordentlig sjokk.

Saltvedt ler.

– Jeg følger med på den rapporten hvert år, og hvert år har det internasjonale energibyrået gjentatt og gjentatt at vi trenger mer olje og gass. Dette er oljeforbrukernes organisasjon, stiftet etter oljekrisen i 1973. Den jobber for deres interesser, men også mange av de store oljeprodusentlandene som Norge har omfavnet deres rapporter. Så når IEA plutselig sier at nå holder det, da ble det litt sånn: «Unnskyld, hva var det dere sa?»

Saltvedt gikk rett til IEAs nettsider og leste hele rapporten – for å forsikre seg om at journalistene hadde lest rett.

– Da skal jeg love deg at det var aktivitet her på hjemmekontoret, sier hun i dag.

2021 VAR ET DRAMATISK ÅR sett fra en analytikers side. Idet vi snakker med Thina Saltvedt, blåser det kraftig på Østlandet – et tegn på at dramatikken på ingen måte er over. Saltvedt er over gjennomsnittet opptatt av hvordan klimaet påvirker økonomien vår. Ikke minst når det gjelder hvordan vi skal leve i framtiden.

– De hendelsene vi har sett på Vestlandet og i Trøndelag i det siste, må vi si at er skremmende.

Saltvedt har gått gjennom Nordeas boligportefølje og testet den for ulike scenarioer som jordskred, flom, stormflo og havnivåstigning. 2021 var et år som også viste hvor sårbare vi er for klimaendringene, når det kommer til husene vi bor i.

– En ting er husene som står der de står, en annen ting er spørsmålet om hvor vi skal bygge i framtiden. Hvor er det trygt? Vi ser at man har lagt om en del av de naturlige vannveiene for å bygge ut, og når flommen kommer, ser vi plutselig at de finner tilbake til sine gamle løp. Det er skremmende.

Saltvedt tror ekstremværet kommer til å gjøre investorer ekstra påpasselige med å tenke langsiktig og ta hensyn til været når de satser på nye prosjekter. 2021 er et år som har gjort mange bevisst på hvor sårbare vi er for klimaendringene, mener hun.

– Det er veldig mye oppmerksomhet rundt prosjekter som kaller seg grønne. Ofte ser vi at det er ikke mangel på penger, men mangel på gode, grønne prosjekter, sier hun.



– Hva var de virkelig gode, grønne prosjektene i 2021?

– Elbil er jo en satsing som virkelig har tatt av i de senere årene, og i fjor utgjorde elbiler over 60 prosent av nybil-salget. Nå ser vi også at nye energiløsninger er under utvikling for fiskeri- og shippingsektoren. Elektriske ferger er allerede satt i drift, og hydrogenferger er under testing. Vi snakker gjerne om at vi venter på det grønne skiftet, men det grønne skiftet er allerede i gang. Jeg har vært et par turer rundt i Norge i løpet av 2021. I Ålesund ser vi at rederiene leter etter nye løsninger for å få båtene over på batteri- og hybridløsninger, og batterifabrikken i Mo i Rana er snart oppe og står. Bærekraft og klima er på alles agenda.

Saltvedt tenker.

– Jeg tror særlig at sirkulærøkonomi kommer til å bli stort. I Ålesund snakket man mye om å bruke hele fisken, bruke avskjæret til dyrefôr, for eksempel. Klær har også vært på agendaen i det siste – og elektronikk. I 2021 fikk vi oppmerksomhet rundt dette med å ikke bare sende brukte klær og elektroniske produkter ut av landet og la det ende opp på en dyng i et u-land. EU begynner å stramme inn grepet. Det skal være mulig – og lønne seg – å reparere ting.

Saltvedt følger særlig obligasjonsmarkedet tett. Der har det de siste ti årene vært en sterk vekst i såkalte grønne obligasjoner.

– I Norge har vi særlig snakket om miljø og klima når vi snakker om bærekraft. Men covid-pandemien har vist særlig de sosiale konsekvensene av de tøffe tiltakene vi har måtte gjennomføre for å få bukt med spredningen av viruset. Skjevfordeling har økt ytterligere. Kvinners posisjon mange steder i verden er satt flere år tilbake. Bærekraft handler også om menneskerettigheter og likestilling. Da kommer vi igjen tilbake til dette med sirkulære løsninger.

**HAKESLEPP**

Analytiker Thina Saltvedt fikk hakeslepp av IEA-rapporten fra Det internasjonale energibyrået. Foto: Gry May Ljøterud

Åpenhetsloven kommer nå i juli, og da må bedrifter rapportere ikke bare om sin egen rolle, men om hele produksjons- og leverandørkjeden. Det handler om at menneskerettigheter og arbeidsforhold blir tatt på alvor ved produksjon av varer og tjenester. I tillegg har vi blitt mer opptatt av hva som skjer når vi er ferdige med å bruke produktene vi kjøper. Kan de gjenbrukes, eller selges de på billigsalg til et u-land, der de ender på en søppeldynge? Disse problemstillingene har fått økende interesse i det siste, og det er bra.

Hun nevner presidentvalget i USA som en annen viktig faktor for det grønne skiftet, avhengig av at Joe Biden får gjennom pakkene sine. I dem ligger også mange viktige grønne endringer.

– Det positive med Glasgow-møtet var at så mange land ble enige om 1,5-gradersmålet. Vi ser mye engasjement fra bedrifter, næringslivet og finansmarkedet. Her hjemme så vi det i et mindre format under Arendalsuka. Det var først politikerne som dro. Nå ser vi at det er minst like mye næringslivs- og finansfolk som er der. Det er et positivt tegn. Man får push fra flere hold.

– JEG TROR AT VI OM FÅ ÅR vil gå bort fra å snakke om grønne selskaper, fordi det i framtiden vil være tydeligere at man må ha en bærekraftig forretningsmodell for å overleve på lang sikt. Enten er man bærekraftig, eller så eksisterer man ikke, sier Tore Vamraak, sjeføkonom i Econa.

– Det er riktig å si at 2021 var året da alle plutselig skulle investere i grønne selskaper. Det står ikke på viljen – utfordringen for mange har vært å finne selskaper som virkelig er grønne, mer enn i navnet.

– Mener du at selskaper driver med grønnvasking av profilene sine?

I rapporten sa de mer eller mindre rett ut at dersom vi skal nå 1,5 graders målet, må forbruket av olje, kull og gass så mye ned at det ikke vil lønne seg å sette i gang flere prosjekter. Det var et ordentlig sjokk.

THINA SALTVEDT

Sjefanalytiker i Sustainable Finance, Nordea



Det står ikke på viljen – utfordringen for mange har vært å finne selskaper som virkelig er grønne, mer enn i navnet.

TORE VAMRAAK
Sjeføkonom i Econa

GRØNT ÅR

2021 var året da alle plutselig skulle investere i grønne selskaper, mener Econas sjeføkonom Tore Vamraak.
Foto: Monica Jenssen

– Det skal man være forsiktig med å si. Men det var symptomatisk da Statoil byttet navn til Equinor – at markedet ikke setter pris på selskaper med olje i navnet. Så hadde selskapet også god grunn til å bytte, med tanke på den endrede profilen. Equinor er jo et av de største selskapene på børsen som satser på bærekraft. Men det sier også noe om trenden i markedet akkurat nå.

– Hva var de store hendelsene i året som gikk – med tanke på bærekraft?

– Det ble veldig tydelig rundt i landet hvilket potensial som ligger i grønn energi når det kommer til nye arbeidsplasser. Da tenker jeg spesielt på dette med batteri-økosystemet. Det synes jeg er veldig spennende. Og samtidig var 2021 et år da vindkraften fikk et alvorlig tilbakeslag. Jeg husker tilbake til 2015, da jeg fortsatt jobbet i politikken, hvor mye bråk det var rundt planene om vindkraftanlegg på Fosen i Trøndelag. Statkraft hadde vurdert det som ulønnsomt å bygge ut, men Stortinget presset det likevel gjennom. I dag står satsingen stille på grunn av søksmål fra reindriftssamer og mye lokalt engasjement mot inngrep. Det samme ser vi på Haramsøya, sier han.

– Handler det om hensynet til naturvern versus klima?

– Absolutt, og det er en vanskelig konflikt: lokalt naturvern versus den globale klimakrisen. Jeg har stor respekt for at det er et vanskelig dilemma å stå i, det handler også om storsamfunnet mot lokalsamfunnet. Det er lokalt man kjenner inngrepene på kroppen. Så skal ikke jeg si at det bare er negativt med utbygging av lokal infrastruktur, men det er likevel noe man må respektere at lokalsamfunnet må være med på å bestemme.

Vamraak trekker fram strømprisene som en av de virkelige store debattene mot slutten av fjoråret.

– Det paradoksale er at kraftproduksjonen i Norge i all hovedsak eies av det offentlige. Vi har alle forutsetninger for å la inntektene som kommer av høye europeiske strømpriser, komme befolkningen til gode. Likevel har politikerne malt seg inni et hjørne der de kompenserer mest til dem som bruker aller mest strøm. I tillegg har de vært tilbakeholdne med å la pengene komme tilbake til innbyggerne. Den debatten kommer til å prege hele dette året og også det neste. Så vil jeg også advare mot en proteksjonistisk linje der vi beholder strømmen selv, det ser jeg ikke på som noen god løsning.

Vamraak mener de høye strømprisene totalt sett kan føre til positive endringer blant nordmenn når det kommer til forbruk. Det kan også dryppe på bedrifter som jobber med energieffektivisering.

– Dette er en oppvåkning for mange norske husholdninger. Vi kan spare enorme summer på ting som etterisolering, varmepumpe og andre energieffektiviserende tiltak. Det vil bli mer populært og lønnsomt med passivhus

og såkalte plusshus – bygninger som produserer mer strøm enn de forbruker. Solcellebransjen vil nok også få en veldig fordel av de høye strømprisene.

– Så det er dem man burde kaste penger etter – hvis man vil investere?

– Nei, det man først og fremst burde kaste penger etter, er egen strømsparing. Jeg tror at selv om debatten i 2021 har handlet om hvordan vi skal kompensere mest mulig av strømregningen, vil den langsiktige løsningen være at vi bruker strømmen mer rasjonelt og heller bruker inntektene staten får, til velferd for alle innbyggerne.

AV ANDRE STORE HENDELSER i 2021 løfter Vamraak fram både regjeringsskifte og den pågående pandemien. Den større fleksibiliteten som har tvunget seg fram i arbeidslivet som følge av pandemien, kan også få bærekraftige følger, tror han.

– Vi har fått øynene mer opp for at vi kan jobbe fra hvor som helst. Det vil få betydning for bosettingsmønstre, kontorutforming og så videre. Vi kommer til å ha et annet forhold til arbeidsplassen enn at vi er nødt til å sitte der fysisk.

Han tenker.

– Fordi vi reiser mindre i jobbmøter, vil reiselivsnæringen fortsatt lide i flere år framover. De må kanskje satse på andre ting for å overleve.

– Det er jo bra for miljøet at folk reiser mindre?

– Absolutt. Å redusere antall dagsreiser vil absolutt være bra for miljøet. Men det er også bra for miljøet at folk bor tett sammen i store byer. Så dersom pandemien fører til at flere flytter på landet og får lengre reisevei til jobb, er ikke det totalt sett gunstig for miljøet. Pandemien har hatt en kjempestor påvirkning, men det er ikke godt å si ennå hvordan dette lander.

– Det er kanskje for tidlig å si at 2021 var året for det store, grønne skiftet?

– Ja, det er fortsatt en stor jobb å gjøre. Men det var i hvert fall året der mange skjønte at man kan tjene penger på bærekraft. Det har jo vært folk som har vært interessert i dette tidligere også, som kanskje har vært litt for langt forut for sin tid. Et eksempel er Jens Ulltveit-Moe, som tidlig satset på grønne selskaper og måtte gå på store tap. Han måtte selge aksjene på billigsalg, og de ble snappet opp av Kjell Inge Røkke. Så det er positivt at vi ser en større bevegelse i markedet nå.

– Hvem er den grønneste investoren vi har akkurat nå? Han ler.

– Det er et godt spørsmål. Den største norske investoren i grønn energi er jo staten, i form av blant annet Equinor og Statkraft. De bidrar tungt til det grønne skiftet. Det er kanskje et litt kjedelig svar på spørsmålet ditt, men det illustrerer også det faktum at vi har sørgelig lite privat norsk kapital investert i verdiskaping.

– JEG HUSKER GODT DAGEN da Otovo gikk på børs. Otovo var vår første investering i Nysnø, tilbake i november 2018, så det er et selskap alle i Nysnø har et forhold til. Da vi investerte, var selskapet aktivt i Norge og Sverige og på vei inn i Frankrike. Vi hadde en overordnet hypotese om at selskaper fra Norge med digitale forretningsmodeller

Jeg tror finansbransjen har gått fra å være litt passiv til klimainvesteringer til å bli en driver av det grønne skiftet.

EIVIND EGELAND OLSEM
Investeringsdirektør i Nysnø





rettet mot elektrifisering ville ha et godt utgangspunkt for å lykkes internasjonalt. På noteringstidspunktet hadde Otovo vokst til Spania, Polen og Italia. Senere har de lagt Tyskland til listen. Det er fantastisk å følge reisen – de har gjort en kjempejobb!

Investeringsdirektør Eivind Egeland Olsen i Nysnø snakker på inn- og utpust fra kontoret i Norges energihovedstad Stavanger. Han er begeistret over utviklingen det siste året. Selv har han jobbet med bærekraftige investeringer siden han startet sin karriere i London i 2009.

– I årene fram til 2011 var det en enorm interesse for såkalt *cleantech*, da mest sol- og vindenergi. Bransjen fikk masse kapital, men teknologiene var fortsatt ikke konkurransedyktige på samme måte som de er i dag. De leverte ikke til investorenes forventninger, og så forsvant kapitalen ut av markedet igjen. Jeg bruker mye tid på å tenke over hvorvidt ting er annerledes i dag, og det jeg kommer fram til, er at mange av grunnteknologiene er konkurransedyktige nå. Du ser hvor fenomenalt disse teknologiene har utviklet seg. De er nå bærebjelker for energiomstillingen. I tillegg kommer mobiliseringen fra myndighetene rundt om i verden. Ett eksempel er EUs *Green Deal*, som setter et enormt søkelys på det grønne skiftet. Det har dratt opp for eksempel

BEGEISTRING I STAVANGER

Investeringsdirektør Eivind Egeland Olsen i Nysnø er begeistret over det grønne skiftet i finansbransjen.
Foto: Nysnø

hydrogen, som de tror mener skal spille en nøkkelrolle i framtiden. Det er viktig med politikk som støtter opp om endringen. Jeg tror finansbransjen har gått fra å være litt passiv til klimainvesteringer til å bli en driver av det grønne skiftet. Det synes vi er fantastisk å se.

Egeland Olsen henviser til den enorme interessen på børsen for såkalte grønne selskaper gjennom særlig 2020 og 2021. Mange av dem ble priset høyt, og så kom det en korleksjon i løpet av 2021. Han understreker at det ikke bare trenger å ha med grønne investeringer å gjøre, men simpelthen at Oslo Børs åpnet for svært unge selskaper på børs gjennom den multilaterale handelsfasiliteten Euronext Growth.

– Dette skjedde parallelt med at Euronext Growth ble en attraktiv markeds plass for å ta unge selskaper på børs. Det ble rekordmange børsnoteringer, og mange av selskapene var mye yngre enn det du vanligvis ser, og flere ble priset ganske høyt. Når man da begynte å snakke om en grønn boble i Norge, tror jeg det ble satt likhetstegn mellom Euronext Growth og grønne selskaper generelt. Men unge selskaper har iboende mye høyere risiko enn modne selskaper. Så da vi så det, ble vi ikke særlig overrasket over de store svingningene. Det som overrasket meg, var at børs kapital ble så tilgjengelig for tidlig-fase-selskaper. Det må jeg si.

– Hvordan da?

– Jeg har jobbet i tilretteleggerbransjen selv, og jeg har sett at børs markedene har åpnet og lukket seg. I gode markeder, når ting ser bra ut, er det lettere å ta mindre selskaper inn på børs. Men den enorme interessen som kom i fjor, den overrasket meg. Så ser du kanskje litt av ettervirkningene nå, i og med at mange av dem har falt og interessen dabbet litt av. Fra et samfunns perspektiv er det veldig bra at disse selskapene har fått tilgang til kapital. Men for noen av disse skal det ta mange år å utvikle noe som kan generere inntekter og lønnsomhet. Når man slipper selskaper til på børsen, er det forventet at de skal levere noe på kvartals- eller halvårsbasis. Klimatilpassing er en megatrend, og forutsetningene og utsiktene er relativt sett veldig bra. Men det finnes ikke noen egen superkalkulator på Tesla-batterier for grønne investeringer som du kan bruke til å regne hjem disse i forhold til andre investeringer.

Egeland Olsen tror likevel interessen for de grønne selskapene kommer til å vedvare, til tross for svingningene de har opplevd det siste året. Det kommer blant annet av at både myndigheter, store selskaper og privatpersoner har begynt å ta klimaendringene ordentlig inn over seg. Det finnes en vilje til endring som ikke var der i like stor grad tidligere.

– Et banalt eksempel er at hvis du vil ha en cappuccino som er laget på noe annet enn melk fra kyr, må du betale ganske mye mer. Sånn må vi ha det for langt flere produk-

Selskaper som ikke arbeider aktivt for å redusere utslipp i tråd med Parisavtalen, der målet er null i nettoutslipp i 2050, vil ikke være attraktive investeringer for oss.

LEIF-RUNE HUSEBY REIN
Investeringsdirektør i Nordea

ter. Når selskaper skal gjøre innkjøpene sine, må de velge grønne produkter. Det kommer de nye EU-reguleringene til å hjelpe til med, samt selskapers egne målsetninger om å bli klimanøytrale innen 2050. Alt dette gjør at attraktiviteten til grønne investeringer blir en helt annen. Vi er avhengige av å få enormt mye kapital inn i dette markedet for å få til overgangen vi er inne i. Det som har skjedd de siste to årene, er en veldig bra start på det.

– DET ER INGEN TVIL om at siden 2019–2020 har fokuset endret seg veldig mye, sett fra en investors side.

Investeringsdirektør Leif-Rune Huseby Rein i Nordea Liv ser det grønne skiftet ikke minst ved at bedrifter blir tvunget til å forholde seg til målsetningene fra Parisavtalen.

– Selskaper som ikke arbeider aktivt for å redusere utslipp i tråd med Parisavtalen, der målet er null i netto-utslipp i 2050, vil ikke være attraktive investeringer for oss. Det er noen av de typiske tingene som skjer i forvaltningsbransjen akkurat nå, som vi som institusjonelle forvaltere er stolte av at vi holder på med.

Det er forskjell på å stille krav til selskapsporteføljen og å investere direkte i såkalte grønne selskaper. Mange av de tradisjonelle selskapene er i gang med å omstille seg til det grønne skiftet. Det finnes også mange nykommere som profilerer seg på å være helt grønne. Ikke alle disse har hatt livets rett. Rein mener at det egentlig var i 2020 at de grønne selskapene tok av på børsen. I fjor var året da mange av de grønne investorene fikk en kalddusj.

– Det handlet om mange som kastet seg på den grønne bølgen, for eksempel disse Euronext-selskapene som har ideer. De ble straffet i fjor. Det er ikke helt slik vi jobber med bærekraft. Vi driver med finansiell analyse og bærekraftsanalyse. Når de går hånd i hånd, mener vi det gir gode langsiktige resultater, sier Rein.

– Også når det gjelder kundegruppene, avdekker vi deres preferanser på bærekraft. Det blir diskutert i alle ledd. Sånn sett er dette overhodet ingen myte.

– Hva mener du med preferanser på bærekraft?

– Det er mange måter å være bærekraftig på. Helt siden begynnelsen av 2000-tallet har man operert med en såkalt minimumsstandard når det gjelder verdier. Det handler for eksempel om en nulltoleranse for selskaper som driver med klasevåpen, atomvåpen, barnarbeid, eller som bryter menneskerettighetene på andre måter. Nå ser vi at denne minimumsstandarden, som fører til eksklusjon, også blir trukket mer og mer over i det grønne. Så kan man diskutere lenge om det å ekskludere vil ha noen effekt.

Han fortsetter:

– Vi heller mot at det som fører til mest positiv endring, er å bruke eiermakten. Det vil si at man utover en minimumsstandard ikke boikotter selskaper som driver med sånt man ikke liker, men heller engasjerer seg på generalforsamlingen og presser fram endringer innenfra. Det er mer ressurskrevende, men også mulig å gjøre for de store aktørene. Hvorfor skal de høre på deg dersom du selger deg ut, liksom. Men hvis du forblir i selskapet som eier, må du også ha tro på at det blir en endring. Det er derfor vi holder på Parisavtalen som rettesnor. Når vi har sagt at vi skal være tro mot den, må vi stå for det.



**SKIFTE**

Annie Bersagel i Folketrygdfondet tror interessen for bærekraftige selskaper bare kommer til å fortsette i årene som kommer.

Foto: CF Wesenberg

Det var egentlig i 2020 at de grønne selskapene tok av på børsen.

ANNIE BERSAGEL
Porteføljeforvalter i Folketrygdfondet

– Hva er det viktigste dersom man skal få til det grønne skiftet: at finansbransjen tar tak, at politikerne styrer – eller at folk bruker forbrukermakten?

Han tenker.

– Fra finanssiden er dette mye i fokus om dagen, faktisk kanskje mer enn i den brede massen. Men for å være helt ærlig: Hvis vi skal klare å forbedre verden, er ikke det noe finansbransjen klarer alene. Det er noe konsumentene må være opptatt av, og myndighetene må regulere. Det må bli dyrere å forurense. Dersom både investorene, konsumentene og politikerne er opptatt av bærekraft, blir det veldig vanskelig for selskapene å overse det. Da kommer det til å bli endringer.

– Så 2021 var et viktig år for det grønne skiftet?

– Det er det ingen tvil om. Bærekraftsfondene våre steg fra seks til 13 milliarder i løpet av 2021. Det er ingen tvil om at dette er noe kundene våre ønsker. Det gjør oss optimistiske.

PORTEFØLJEFORVALTER Annie Bersagel i Folketrygdfondet mener det egentlig var i 2020 at de grønne selskapene tok av på børsen. I fjor kom korreksjonen.

– Kontraksjonen begynte egentlig i januar i fjor, og fortsatte mer eller mindre hele året. Hvis du tenker på aksjekursen som en refleksjon av den antatte verdien av kontantstrømmen i framtiden, satte man en mye høyere pris på den i 2020 enn i 2021. Det har kanskje sammenheng med at man ble litt mindre komfortabel med forutsetningene for vekst i framtiden.

– Hvorfor skjedde det, tror du?

– Det er vanskelig å si, men vi hadde et stort innslag av relativt nye selskaper på børsen i 2020. Når de ikke har historikk, er det vanskelig å prise dem riktig. Det har vært mye interesse og entusiasme for grønne selskaper i



energisektoren, og så begynner man kanskje å lure på om forretningsmodellene virkelig er så lønnsomme som man har trodd.

Hun fortsetter:

– Men hvis man ser bort fra aksjemarkedet, skjedde det viktige ting i den finansielle sektoren i 2021 når det kommer til bærekraft. En av de viktige tingene var at mange selskaper forpliktet seg til å nå netto null utslipp innen 2050. På mange måter kan man si at privat sektor har ledet an når det gjelder klima, enn så lenge. Det har vært utfordrende å komme til konsensus når det kommer til verdens politikere. Selskapene har gått foran, og noe av årsaken til det er at investorene har hatt det såpass mye i fokus.

Hun tror interessen for bærekraftige selskaper bare kommer til å fortsette i årene som kommer.

– Fra slutten av 2018 og fram til nå har vi sett en eksponentiell økning i interessen for bærekraft. Det viser seg både i form av fondstegninger, i interessen for fond som er merket som bærekraftige, og vi ser det i interessen analytikerne har for det, og hva selskapene selv kommuniserer.

I Folketrygdfondet, der Bersagel er porteføljeforvalter med ansvar for ESG, har interessen for bærekraft stått sterkt helt siden 2009. Nå er bærekraft noe som alle investorer må forholde seg til, mener Bersagel.

På det private plan, og på et mer symbolsk mikronivå, var 2021 året jeg begynte med bruktkjøpte julegaver til venner og familie.

ANETTE HJERTØ
Investeringsdirektør i DNB

FLEKSIBEL

Investeringsdirektør i DNB Livs forsikring, Anette Hjertø, påpeker at det er flere måter å hjelpe til med det grønne skiftet på.
Foto: Stig B Fiksdal

– Dermed blir det ikke like tungt å kjøre dette løpet som det var tidligere. Det var for eksempel ikke veldig vanlig å fokusere på bærekraft i meglerhusene før, for å si det sånn. Men nå vil jeg si at absolutt alle jobber med det. Det gjør de fordi kundene er interessert i det. Tiden da et selskaps ledelse svarte på spørsmål ved å bare henvise til bærekraftsjefen, er også definitivt forbi. Nå forventes det at toppledelsen har satt seg inn i, og er opptatt av, bærekraft. De forstår at de må ha konkrete svar på de vesentlige utfordringene i sin bransje. Modenhets- og kunnskapsnivået blant toppsjefer har definitivt økt, sier Bersagel.

ANETTE HJERTØ er investeringsdirektør i DNB Livs-forsikring og opptatt av bærekraftige investeringer. Hun bekrefter at investorenes etterspørsel etter akkurat dette har økt dramatisk det siste året, og det er hun glad for. Men hun påpeker at det er flere måter å hjelpe til med det grønne skiftet på – og det handler ikke nødvendigvis om å trekke seg ut av selskaper som ikke er så bærekraftige ennå.

– Vi har akkurat vært med på en undersøkelse sammen med Finansdepartementet og Klima- og energidepartementet der vi har sett på klimarisikoen i porteføljen vår. Da er det to aspekter man ser på: Det første kaller man fysisk risiko, rett og slett risikoen direkte relatert til klimaendringer, som storm, flom og andre ting. Den andre risikoen kaller man transisjonsrisiko, som er relatert til overgang til ny teknologi. Har man rett teknologi til utfordringene man har, og så videre. Det er en risiko vi ser veldig tydelig i energisektoren om dagen.

Hun fortsetter:

– Vi har en strategi som er forankret gjennom hele DNB-konsernet, der vi blant annet har som mål å redusere klimagassutslippene i porteføljen vår med 55 prosent innen 2030, som en start på veien til netto nullutslipp i 2050. Jeg kunne nådd det veldig lett ved å selge oss ut av de framvoksende markedene, ut av energisektoren slik den ser ut i dag, eller ut av norske aksjer, rett og slett. Vi ser at investorer til dels gjør det, særlig i energisektoren. Men det er vår målsetning å holde tilbake og heller være med som aktiv eier.

– Det kan man jo si er en bærekraftig strategi?

– Ja, og den er gjennomgående i DNB. Og så vil jeg også si at DNB er en av Norges største aktive forvaltere, og virkemidlene gjennom aktivt eierskap er mye sterkere enn som passiv investor. Forvalterne våre jobber gjennom dialog, avstemning, forventninger og *best practice*, og så har vi eksklusjon som riset bak speilet.

Hjertø nevner kull og tobakk som sektorer og investeringer DNB mener ikke kommer til å være en del av framtidens marked.

– Selskaper som har det som en vesentlig del av virksomheten, er ikke noe vi vil være med på å finansiere.

– Hva var det som gjorde mest inntrykk på deg når det gjelder bærekraft i 2021?

Hun tenker.

– I starten av 2022 fikk vi presentert søppelfjellet av klær i Chile. Det var til å gråte av og gjorde sterkt inntrykk. Helt grusomt.

Hun blir stille.

– Jeg prøver å tenke på noen positive inntrykk fra fjoråret. Det er umulig å tenke på noe annet enn pandemien. Men den har også hatt noen positive effekter, som for eksempel at salget av sportsartikler og utstyr til friluftsliv har gått opp, og jeg oppfatter det som et tegn på at vi ønsker å bruke mer tid i naturen. Vi er blitt gode på digitale møter, og behovet for å reise er blitt mindre. Det har vi klare mål om å få til i DNB også. Og det har en positiv klimaeffekt. På det private plan, og på et mer symbolsk mikronivå, var 2021 året jeg begynte med bruktkjøpte julegaver til venner og familie.

TILBAKE PÅ HJEMMEKONTORET til Thina Saltvedt råder optimismen for det grønne skiftet fortsatt, selv etter et år med justeringer.

– Det er viktig at folk ser at det går an å tjene penger på det grønne skiftet. For det går an. Selv om vi er tilbake til CO₂-utslippene vi hadde før korona, selv om kullforbruket har økt, og selv om det vi investerer i fornybar energi, ikke ennå er nok til å nå målene fra Parisavtalen, var det i 2021 først gang det ble utstedt flere grønne obligasjoner enn fossile obligasjoner. Det er et bra tegn.

Saltvedt mener pandemien har vist oss at i-landene er nødt til å dele. Ikke bare vaksiner, men også teknologi – slik at de framvoksende økonomiene slipper å gå veien om kull når de skal øke energiforbruket sitt.

– En av lærdommene fra korona er at når vi virkelig må, klarer vi å samarbeide. Vi er ikke i krisehåndteringsmodus ennå når det kommer til miljø og klima. Og det må vi være. Jeg tror jo vi klarer å endre kurs. Men jo lenger vi venter, jo vanskeligere blir det. Jeg blir optimistisk når jeg ser hvor ivrige mange er etter å bidra.

KOMMENTAR



TORE VAMRAAK

- Tore Vamraak ble tidens yngste NHH-student som 15-åring, og har siden hatt sentrale stillinger i offentlig og privat sektor. Han har blant annet jobbet som porteføljeforvalter i NBIM, statssekretær i Finansdepartementet og ved statsministerens kontor, Associate Partner i McKinsey og er nå Econas første sjeføkonom.
- I denne spalten deler han sine tanker og analyser om norsk økonomi.

TILBAKEBETALING

Hvis bare statens andel av ekstrainntektene, 18 milliarder, hadde blitt fordelt likt ut på alle små og store innbyggere, hadde det blitt cirka 3 300 kroner per person, skriver Tore Vamraak.

Foto: Alessandro Bianchi/Unsplash

Høye strømpriser gir muligheter for regjeringen



Vinterens høye strømpriser har ført til det medier og politikere omtaler som en strømkrise. Høye strømpriser er ikke krise i seg selv, men regjeringen har valgt å snu muligheter til krise. Hvor er økonomene i regjeringen?

Norge er netto eksportør av elektrisk kraft. Det har vært villet politikk fra vekslende regjeringer. Eksempelvis sa Senterpartiets daværende olje- og energiminister Åslaug Haga i 2008 at hennes visjon var at Norge skulle bli en betydelig eksportør av ren, fornybar energi. For en strømeksportør er det i utgangspunktet gode nyheter at de europeiske strømprisene er høye. Det gir gode inntekter i statskassen, og det gjør fremtidige utbygginger av fornybar energi mer lønnsomme. Men inntektene må forvaltes med klokskap og med respekt for at strømmen tilhører innbyggerne.

Norsk kraftproduksjon er i all hovedsak i offentlig eie. Energi Norge har anslått at staten og kommunene vil tjene 24 milliarder kroner ekstra som følge av de høye strømprisene i vinter. Av dette vil 18 milliarder tilfalle staten, mens 6 milliarder går til kommunene. De økte «skatteinntektene» gir stor handlefrihet for regjeringen. Den synes imidlertid ikke å være særlig handlekraftig. Den har i stedet skapt en uheldig presedens for hvordan pengene skal brukes.

I mangel av en helhetlig plan har veien blitt til etter hvert som regjeringen har blitt presset fra skanse til skanse. Regjeringen har valgt å fremme noen stykkevisse forslag om støtte til håndtering av høye strømreregninger. Først for dem som er omfattet av bostøtte, deretter til husholdninger og bønder, så til studenter, så på nytt til bønder, og til slutt til kultur og idrett. Næringsdrivende som ikke er bønder, er vel nå de eneste foruten hytteeiere som må betale hele regningen selv.

Hvorfor i all verden velger regjeringen å subsidiere oppvarming av boblebad og varmekabler i innkjørselen når strømprisene er ekstra høye og det er knapphet på strøm? Fordi regjeringen forsøker halvhjertet å løse problemet med

Dersom økonomikunnskapene var hentet frem, ville vi sett offensive investeringer i kraftproduksjon og energieffektivisering samt reduksjon av klimagassutslippene internasjonalt.

høye strømpriser, mens det reelle problemet er at mange folk sliter med å betale strømreregningen, og at vanlige folk har fått mindre penger å rutte med.

Ved å bruke økonomikunnskaper kunne regjeringen satt inn midlene der de har størst nytte, og oppnådd langt bedre resultater enn ved å lytte til kommunikasjonsrådgivere og interesseorganisasjoner som ønsker suboptimale løsninger.

De høye ekstraintektene burde vært betalt tilbake til landets innbyggere, uavhengig av strømforbruk. Hvis bare statens andel av ekstraintektene, 18 milliarder, hadde blitt fordelt likt ut på alle små og store innbyggere, hadde det blitt cirka 3 300 kroner per person. Da hadde en alenemor med to barn fått 10 000 kroner. Det overstiger fort hennes merutgifter til strøm. Direktørparet hadde fått 6 600 kroner, som bare er en brøkdel av merutgiftene til oppvarming av oppkjørselen hjemme og på hyttene.

Regjeringen kunne med andre ord ha brukt de høye strømprisene til å oppnå omfordeling fra dem med høye inntekter og høyt strømforbruk til dem som har lave inntekter og lavt forbruk. Regjeringen kunne brukt de eventyrlig høye inntektene til å innfri noen av sine valgløfter. I stedet har regjeringen vært opptatt av å kompensere for høyt forbruk.

Det gir en uheldig presedens. Regjeringen har indirekte sagt at de høye strømprisene er et problem som den skal løse, i stedet for å være ærlig på at de høye strømprisene er noe vi må leve med og innrette oss etter. Dermed vil vi også neste vinter se protester og nye støtteordninger og endeløse utredninger om fastpris og makspris. Dersom økonomikunnskapene var hentet frem, ville vi sett offensive investeringer i kraftproduksjon og energieffektivisering samt reduksjon av klimagassutslippene internasjonalt.



DET GRØNNE SKIFTET

Klima- kapitalisten

KUNSTEN Å FEILE

-Jeg kan aldri huske at det var noe skille eller forskjell på «jenteting og gutteting» hjemme. Foreldrene mine la ikke noe press på oss, vi utviklet oss og fant ut av det. Skal du starte selskap og skape vekst, kan du ikke være redd for å feile.

**Siri Margrethe Kalvig (51) tror på markeds-
kreftene, men enda mer på naturkreftene.
Og ikke minst: at det skal gå bra.**



TEKST: ALEXANDER URRANG HAUGE
FOTO: HELGE SKODVIN

–Jeg ser på disse endringene som tidevann. Tidevannet løfter alle skip.

Jeg har et vakkert bilde inne i hodet, sier Siri Kalvig, og ser ut gjennom de store vinduene, ut mot fjorden, hvor det ruller inn små, blågrønne bølger.

Hun er administrerende direktør i det statlige investeringselskapet Nysnø, som ifølge sitt eget mandat skal «gjøre lønnsomme, langsiktige investeringer som bidrar til klimagassreduksjon». Og ikke nok med det. Kalvig og hennes stab på 12, snart 13, skal skape positive ringvirkninger i samfunnet og akselerere det grønne skiftet.

Med en portefølje på et 20-talls selskaper vokser Nysnø seg stadig større.



HORISONTER

-I Norge og Europa er det tradisjon for en aktiv stat og at endring blir drevet av politikken. I USA ser vi flere filantroper som har mye kapital, og som snur seg fort. Det gir et mulighetsrom for hvor vi både kan endre, og skape avkastning.

SIRI KALVIG TRENGER knapt en introduksjon. Gjennom rollen som værmelder ble hun et slags nasjonalt værphenomen. Med geofysikk, klima, vær og kommersiell teft har hun gjort en karriere på vår tids store spørsmål: klimaendringer og klimakrisen. Hun har en doktorgrad i offshoret teknologi, har vært deltaker i «Skal vi danse» og ble kåret til Årets Leder i 2021. Paradoksalt nok styres Nysnø fra Stavanger, episenteret for norsk oljevirkksomhet. Eller kanskje er det mer symbolsk – en brutal evne til evig omstilling?

– Vi står nå klar for den *mørkegrønne bølgen*, sier Siri kryptisk, og ser ut på fjorden.

Siri Kalvig kom noen minutter for sent til intervjuet, men egentlig er hun og selskapet Nysnø blant de tidligste. På mange måter er Nysnø og milliardene hun forvalter symbolet på den usynlige hånd – som ikke bare skal redde verden og klimaet – men som også, på mirakuløst vis, skal skape økonomisk vekst. Og kanskje er Siri Kalvig den rette. Forbausende lav, men likevel denne karismaen rundt seg. Et slags værphenomen i seg selv, svøpt i Stavangerdialekt.

Som en klok alv som har forstått noe stort.

– Det er en viktig refleksjon å se at den grønne bølgen bare har vokst og utviklet seg. Husk at dette har skjedd de siste årene, og etableringen av Nysnø skjedde akkurat da. Alle virksomheter vet at de må tenke nytt. Både rundt sin egen forretningsmodell og karbonavtrykket de skaper. Vi har vært med å starte en lysegrønn bølge sammen med mange andre. Vi har selv sagt den globale megatrenden som har gjort at alle selskap vet at de må tenke grønt i alle faser for å være konkurransedyktige. Nå står vi klar for en mørkegrønn bølge. Og hva legger jeg i begrepet den mørkegrønne bølgen? Jo, det er den dype, omfattende karboniseringen. De skikkelig store, tunge, industrielle løftene – hvor vi må avkarbonisere den store, industrielle aktiviteten i verden. Det er jo her karbonavtrykket og utslippene virkelig er gigantisk. Bærekraftig sement, finnes det? Vi har nettopp investert i en ny høytemperaturs varmepumpe som skal hjelpe å ta ned CO₂-utslippet i tunge industrielle prosesser. Dette er investeringer som krever mye kapital, men som vil gjøre en stor forskjell, sier Siri.

– Er disse endringene en tsunami som vil endre – eller er det bølgeskulp som vil gå over?

– Jeg vil bruke et annet bilde. Jeg ser på disse endringene som tidevann. Tidevannet løfter alle skip. Endringene er gjennomgripende og endrer alt, sier Siri og forsyner seg med nøtter som står på det lille bordet.

På bordet ligger det også en Moleskine-notatbok. Uten linjer – og med myk perm. Siris håndskrift er bølgende, med store løkker. Hun har en stabel av disse notatbøkene hjemme. En dag skal hun samle alle sitatene – som hun skriver på siste side – i en bok.

DET ER EN ROLIG FREDAG i Stavanger. Og lufta er så klar som den bare kan være på Vestlandet. Er det saltet, er det vinden, er det regnet som vasker lufta og gjør den ekstra blank? Uansett: det skinner i blått fra fjorden, det skinner i blanke metallfasader fra Norsk Oljemuseum, det skinner i de store fasadene i bygget hvor selskapet Nysnø holder til.



SIRI MARGRETHE KALVIG

Navn: Siri Margrethe Kalvig

Bosted: Eiganes i Stavanger

Sivilstatus: Gift

Utdanning: Doktorgrad i offshore vindteknologi, mastergrad i meteorologi og London Business School
Stilling: Administrerende direktør i Nysnø Klimainvesteringer AS

Lese: Jeg er stor Lars Mytting-fan. Akkurat nå prøver jeg å lese en bok som heter «Sustainable finance». «Jente, 1983» av Linn Ullmann leste jeg nettopp. Jeg skulle gjerne lest mer, men leser sakte.

Ser på: «Lykkeland»

Kjører: Sykkel og elbil siden 90-tallet.

På fritiden: Jeg liker å trene og være ute. Nå tar jeg jegerprøven-kurset. Det er rørende at vi har et så regulert samfunn at du må gjennomføre et 30 timers kurs, med eksamen, for å kunne gå på jakt.



–Vi har glemt å sette en pris på atmosfæren som en søppelplass. Dermed ble olje, kull og gass altfor billig.



SNØ SOM SKAL FALLE

Nysnøs lokaler er omgitt av symboler på oljealderen. Kapitalen som Nysnø investerer stammer også fra oljeinntekter. Nå skal de bidra til lønnsomme klimainvesteringer.

Kontorlandskapet til Nysnø er åpent – og hadde det ikke vært for innslaget av en blåskjorte hist og her kunne man kanskje tenkt seg at dette var et arkitektkontor, eller et kommunikasjons hus med en eksentrisk sjef. Men her, i fjerde etasje, har børs og katedral tatt hverandre i hendene. Manifestert på så mange måter. Ikke bare høres en sval trompet fra NRK Jazz. Ikke bare ligger en bunke Financial Times henslengt. Det ligger også et tynnslett eksemplar av brettspillet Mastermind der. Fra taket henger det turnringer – og en gigantisk sjøhest dekket av glass og paljetter fra kunstneren Pia Benedicte Noreger steiler mot investorer som travet forbi. Her er en blågrønn 50-tallssofa og – ikke minst – en huske. Eller en «disse», som de sier i Stavanger. Den henger fra tynne wire, og svinger seg forbi arbeidspulvene hvor skarpe hoder flytter kapital inn i grønne selskaper. En bok, «International cloud atlas, vol. II», ligger oppslått på en hylle. Og de ansatte, skarpe hoder som knuser tall og ser grønn vekst, stirrer inn i skjermer med mange tall.

MYNDIGHETENES NYE SLAGORD er jo «klimapartnerskap». Her passer Nysnø og Siri godt inn.

– Vi er et offentligprivat eierpartnerskap. Nysnø er jo offentlig investeringskapital. Det betyr at pengene vi investerer for er fellesskapets midler. I vedtektene våre står det at vi ikke kan være majoritets-eier i selskapene vi investerer i. Mandatet vårt er klokt innrettet. Vi skal jo mobilisere privatkapital. Det får vi jo ikke gjort hvis vi skal eie alle aksjene i selskapet.

Derfor eier Nysnø aldri mer enn 49 prosent. De kan godt være største aksjonær i et selskap, men eierandelen er gjerne mellom 5 og 20 prosent.

– Når du jobber med kommersialisering av klimateknologi, så er du ofte det vi kaller «venture space». Der er jo samarbeid med andre aksjonærer, eller samarbeid med andre investorer, en del av DNAet til en venture-investor. Derfor samarbeider vi med hele det finansielle økosystemet for klimakapital. Dette økosystemet har Nysnø vært med å styrke, sier hun.



Siri rigger seg til i en myk, brun skinnstol med minst fire puter. Hun har håret ned på skuldrene, en svart Filippa K-jakke, ringer på fingrene. Vekkerklokka på 06.30. Heller ikke i dag ble det noe mer frokost enn en kopp kaffe. De 7-10 minuttene med tibetanske riter på stuegulvet glemte hun helt. Stappfull kalender, møter som går over i nye møter, og en innboks som helst må ryddes før alle andre våkner, eller etter at de har sovnet. Nysnø har begynt å tjene penger.

Tredjekvartal i 2021 viste 120 millioner i verdiutvikling på porteføljen fra oppstart.

– Hvis Nysnø investerer i et selskap og taper pengene – hva skjer da?

HUMANKAPITAL

– Det er jo menneskene som jobber i Nysnø som er vår største ressurs. De kunne jobbet et annet sted å tjent mer penger. De velger Nysnø fordi her kan de påvirke, de har impact, i rett retning. Det er utrolig inspirerende, sier Siri M. Kalvig.



– Stillstand er tilbakegang.
Fordi verden er i konstant
bevegelse.

– Å tape penger er en del av gamet. Derfor er diversifisering viktig. Vi må være eksponert i ulike bransjer, med ulik risiko. Nysnø ble opprettet med risikokapitalavsetning.

– Kan vi investere oss ut av klimakrisen?

– Både ja og nei. Vi trenger en enorm kapital til å utvikle ny teknologi og skalering av gammel teknologi. Et godt eksempel er solenergi. Sola gir oss jo all energien vi trenger – og teknisk sett vet vi hvordan vi skal gjøre det. Men vi greier ikke å gjøre det kostnadseffektivt. Så hvorfor er det slik? Jo, fordi vi har glemt å sette en pris på atmosfæren som en søppelplass. Dermed ble olje, kull og gass altfor billig. Hadde vi spolt tiden tilbake til den industrielle revolusjon



– Jeg anerkjenner markeds-
kreftene som en utrolig sterk
kraft. Jeg har grublet mye på
disse spørsmålene.

og konstruert økonomien på en annen måte, hadde vi evnet å lage en økonomi som var drevet av fornybar energi. Det er oppløftende at det ikke er en naturlov at en liter bensin er billigere enn en liter vann eller melk. Det er en abstraksjon. Pris er noe mennesker har laget. Det er vi som bestemmer hva som skal være lønnsomt. Men når vi engang er i det i kapitalistiske systemet, er det viktig at vi knekker denne koden. Hvordan kan vi innenfor disse kapitalistiske rammen klare å omstille verden? Der spiller statlig klimakapital en stor rolle. Å gå foran og mobilisere den private kapitalen er avgjørende. Når vi gjør det, avlaster vi jo en del av risikoen for de private. En solid og langsiktig, statlig eier gir jo forutsigbarhet. Men målet om avkastning må vi være like på. Statlige og private investorer må være like proffe i investorhåndverket.

– Tenker på deg selv som en kapitalist?

– Jeg anerkjenner markedskreftene som en utrolig sterk kraft. Jeg har grublet mye på disse spørsmålene. Da jeg drev StormGeo var jeg selvsagt opptatt av at vi skulle være et lønnsomt selskap. Men hvor lønnsomt skulle vi være? Vi kunne jo bremset opp, og tenkt: «trenger vi så mye penger, må vi vokse, verden tåler jo ikke at alle vokser?» Men jeg kjenner at det stritter mot det fundamentale drivet som bor i meg og de jeg jobber med. Stillstand er tilbakegang. Fordi verden er i konstant bevegelse. For meg er det et mantra. Det er noe dypt menneskelig i å utvikle seg, forstå mer, sette mer i system og gjøre jobben litt bedre enn sist.



– Hvorfor må Nysnø være statlig? Hva er forskjellen mellom en rik person som sier «*her Siri Kalvig, her har du 2,9 milliarder kroner, nå skal du investere så klokt du bare kan i grønne selskap, og jeg vil ha avkastning!*» og at staten gjør det akkurat det samme?

– Når staten er eier, vil jo overskuddet gå til fellesskapet. Det er jo skattebetalerne som eier Nysnø.

Når det handler om å skape avkastning tror ikke Kalvig det er så store forskjeller. Nysnø er en veldig langsiktig eier.

– Vi er nesten alltid en av flere investorer som går inn i et selskap. Vi bruker mye tid på å justere og avstemme oss – eller *alignment*, som vi sier – slik at vi vet at de andre investorene har de samme driverne som oss. Ofte er jo de andre investorene private – og da er det et ønske om en exit og realisere et utbytte. I venture-bransjen snakker man kanskje om en tidshorisont på 5-10 år, men når det gjelder de store, kapitaltunge løftene, snakker vi kanskje om 15 år. Rett og slett fordi det krever mer tid. Men utgangspunktet for investeringen er jo den samme. Vi skal tjene penger, konkluderer Siri.

NÅ BOR KALVIG PÅ EIGANES, et fornemt boligstrøk som lenge kunne skilte med egen sosiolekt. De to eldste døtrene er på vei ut i verden, men yngstedatteren Lilly er bare 10 år. Dermed lever de i takt med The Voice, taco og lørdagskos. Firbeint selskap får de fra hunden Tinka, som Siri har kalt opp etter den hardtsparkende Kiowa-kvinnen Månestråle, som Siri omtaler som sin første forelskelse.

PRESSET

– Kompani Lauritzen, The Voice, Mesternes mester – alt vi ser på handler om utvalgelse og utstemming. Hva gjør dette med den kommende generasjon. Jeg tror vi vil få se en motreaksjon. Presset er vanvittig på de unge, sier Siri M. Kalvig.

IDDIS

Før oljen kom var hermetikk-industrien svært viktig i Stavanger. Barn samlet på «iddiser», etikettene som pryder sardinbokser. Nå symboliserer de både en kulturarv og en svunnet tid.



–Å tape penger er en del av gamet. Derfor er diversifisering viktig.

Nesten hver dag sykler Kalvig til jobb. I samme by som hun vokste opp i, men også i en annen tid enn 70-tallets «Lykkeland» – oljeeventyrets første avsnitt. Siri er eldst av to søsken. Faren jobbet som elektroingeniør og senere lærer. En nysgjerrig og praktisk anlagt mann, som inkluderte Siri og søsteren i det meste. Under mottoet «Desto travlere du har det, jo mer får du gjort!» ble en grunnleggende drivkraft vekket til livet. Moren drev sitt eget, lille firma hvor hun skrev ut taleopptak, brev og dokumenter fra kontoret sitt i underetasjen. Hennes motto var «Mer enn godt nok» og ikke minst «Alt er normalt». Sammen drev



de et eiendomsutviklingselskap. Kanskje var det her iveren etter å starte eget selskap ble vekket? Lese og skrivevansker gjorde at skolearbeidet ble en prøvelse, men med god hjelp fra mor ble bokstavenes mysterium sakte, men sikkert løst.

– Skolearbeid kom aldri lett for meg. Jeg valgte realfag fordi det var det jeg følte jeg mestret best, sier Siri, og legger til:

– Jeg kan aldri huske at foreldrene mine la noen begrensninger. Vi ble dratt med på alt. Brygge vin, lappe sykkel, hogge ved, vaske ut leiligheter. Vi var med. Når jeg ser tilbake på barndommen min, ser jeg jo at Mamma og Pappas mot til å starte egen virksomhet har gjort inntrykk.

UTSIKT OG INNSIKT

Nysnø Klimainvesteringer holder til i lyse kontorlokaler i Stavanger, i et bygg som er BRIM-sertifisert, en av de høyeste klimavennlige sertifiseringene som finnes.

Jeg så at det fint gikk an, men krevde hard jobbing. Jeg har aldri tenkt at det var et kjønnsmonter hjemme. Jeg synes det er vanskelig å snakke om jenterom og gutteaktiviteter. Jeg tror det er glidende overganger her, jeg tror ikke på sette aktiviteter i bås basert på kjønn. Jeg husker barndommen som om det bare var oss, og at foreldrene mine ikke la press og ambisjoner på ungenes vegne. Jeg var den første i familien som tok høyere utdanning, og det tror jeg gjorde foreldrene mine stolt.

– Hvor kommer drivkraften din fra?

– Jeg vet ikke. Jeg vet bare at jeg går inn for fullt i alt jeg gjør. Det ligger bare i meg. Jeg har nok en entreprenør i meg, inspirert av foreldrene mine. Når jeg tenker tilbake på foredrag jeg har holdt da jeg var ung, for studenter og næringsliv, tror jeg kanskje jeg har rose malt og romantisert viktigheten av *drive* og lidenskap. Vi trenger aller kvaliteter i et samfunn som skal omstilles. Det må være plass til alle. Alle må ikke brenne for teknologi. Alle er jo ikke sånn, sier Siri.

– Er du distré?

– Spør du min mann, er jeg veldig distré, Men det kan jo ikke være så gale. Da hadde jeg ikke fått gjort noen ting i det hele tatt, ler Siri.

– Hvordan ser tilbake på din egen karriere – sett i lys av #metoo og at du har vært i mannsdominerte yrker?

– Jeg har opplevd masse rart, men jeg har også gått gjennom livet med skylapper. Jeg har ikke problematisert det, men jeg har nok gått forbi situasjoner hvor jeg sikkert burde reagert. Det er som om det ikke har vært min kamp. Min kamp har vært klima, bygge StormGeo. Søsteren min har jo tatt den feministiske kampen. Jeg tenker kanskje at du må velge dine kamper.

– Anser du deg selv som feminist?

– Ja, ja, ja! Men søsteren min, og mange andre, er mye flinkere enn meg til å se strukturelle problemer og tale imot dem. Jeg har gått i mannsbastioner og gjort min greie, uten å tenkt så mye over det, sier Siri, og legger til at noe har forandret seg.

– Nå er jeg veldig opptatt av å fremme kvinner innen finans. Jeg har aldri vært i en bransje som er verre stilt enn finans. Det er nesten ikke kvinner her. Når vi skal rekruttere en ny investeringsmanager, så er det veldig få kvinner som søker. Og i teknologiselskapene vi vurderer står det altfor sjelden damer bak. Hvorfor er det slik? Det viktigste du kan gi ungene dine er troen på at de har en egenverdi. Da våger du å ta en større risiko, du våger å ta feil. Vi må slutte å behandle jenter og gutter på ulikt vis. Jenten får skryt for at de er pene og søte, mens guttene får skryt for at de er tøffe og sparker fotball. Allerede her trør vi skeivt. Jentene får tilbakemelding på hvordan de ser ut, guttene får tilbakemelding på hva de gjør. Skal du starte en bedrift er fallhøyden helt



sykt stor. Hvis selvbildet ditt handler om at du skal være flink, søt og snill, så raser det når du feiler. Jeg var aldri så flink, jeg fikk honnør for det jeg gjorde og ikke hvordan jeg så ut. Du må våge å feile. Finansbransjen er i endring nå. Det handler mer om hvilke problemer pengene løser enn pengene i seg selv. Profitt er ikke målet. Disse strømningene tror jeg mobiliserer også til jentene, sier Siri, og legger til at kjerneverdiene i Nysnø er «omsorg, teft og driv».

VARMEPUMPESELSKAPET Heaten, som Nysnø har investert i, er også eid av Prime Coalition, som igjen er indirekte eid av Bill Gates. Slike selskap er eksempel på filantropisk kapital, noe som er mye mer vanlig i USA. Siri snakker om fenomenet «impact», altså hvordan oppkjøp og investering

–Jeg vet bare at jeg går inn for fullt i alt jeg gjør. Det ligger bare i meg.



KUNST OG KLIMA

Den kunstneriske utsmykningen på kontoret til Nysnø har Siri stått for og har lånt bort sin egen kunst.

europiske samfunnsstrukturen, så går det veldig raskt i USA. Jeg tenker at det er viktig at Norge har en statlig «impact»-investor.

Norge har tjent seg styrtrik på olje og gass og paradoksalt nok gir den samme rikdommen oss en evne til å løse krisen.

– For meg er det en sterk og motiverende driver. Evnen forplikter, slår hun fast, og ser ut vinduet.

Siri har spist opp nesten alle nøttene. Hun har snakket om sin hengivenhet for Lars Myttings bøker, om serien «Lykkeland» og boka «Penger og sjel». Og nå nærmer fre-dagslunsjen seg. Den blanke fjorden skinner fortsatt, og langt der bak, i Ryfylke, skimter man fjell med nysnø.

– Frykter du ikke at klimakrisen viser den menneskelige begrensningen i vår kollektive intelligens? At vi gjennom våre små liv og behov ikke greier å løfte i flokk?

– Jo, men jeg tror det går. Jeg tror vi klarer det.

– Sier du bare det – eller mener du det med hånden på hjertet?

– Jeg mener det, med hånden på hjertet.

skaper påvirkning. Investorer som ikke bare vil ha avkastning, men også styre selskap i en grønn, samfunnsnyttig retning.

I Europa går mye av kapitalen tilbake til fellesskapet, og myndighetene i ulike land er pådrivere i de grønne investeringene. EU og staten tar mye mer ansvar. I USA er det annerledes. Der har du styrtrike enkeltpersoner som Al Gore, Bill Gates og Elon Musk som både vil og kan gjøre store investeringer i selskap hvor de først tenker på «impact» – og deretter på avkastning.

– Det som kjennetegner slike filantropiske enkeltpersoner er at de beveger seg superraskt. Derfor skjer det mye spennende rundt dem, og i kjølvannet av investeringene de gjør. Selv om jeg personlig foretrekker den

LØNNSTREKK

Nå blir det vanskeligere for arbeidsgivere å trekke deg i lønn ved feilutbetalinger



LØNNSTREKK

Nå blir det blir vanskeligere for arbeidsgiver å foreta lønnstrekk, etter ny dom i Høyesterett.
Foto: iStockphoto.com

Har du mottatt feil lønnsutbetaling? Nå blir det vanskeligere for arbeidsgiver å trekke deg i lønn for å ordne opp i dette. Høyesterett har nylig avsagt en dom som innebærer strengere krav til avtale om lønnstrekk.

AV ADVOKAT HILDE NOTLAND
OG JURIST NICOLE M. VERSLAND

Generelt om adgang til å trekke arbeidstakere i lønn

En av arbeidsgivers viktigste forpliktelser i et arbeidsforhold er å betale lønn. Arbeidstakere er avhengig av lønn for å dekke levekostnader, og lønn har derfor et sterkt vern.

Arbeidsgivers mulighet til å trekke arbeidstaker i lønn (herunder feriepengene) er regulert i arbeidsmiljøloven § 14-15. Hovedregelen er at arbeidsgiver er avskåret fra å foreta lønnstrekk. Det er likevel visse tilfeller der arbeidsgiver kan trekke deg i lønn, for eksempel ved skattetrekk eller andre trekk som er hjemlet i lov, egenandel til pensjon, fagforeningskontingent i henhold til tariffavtale eller når det på forhånd er fastsatt ved skriftlig avtale. Arbeidsgiver kan ikke trekke i lønn utover de tilfellene som loven uttrykkelig nevner. I mange tilfeller må også trekk begrenses slik at arbeidstaker sitter igjen med tilstrekkelige midler til å forsørge seg og sin familie.

Avtale om lønnstrekk i arbeidskontrakten

Det er særlig adgangen til å *avtale* lønnstrekk som har vært problematisk, fordi arbeidsgivere ofte inngår avtaler som gir vide fullmakter til trekk i lønn for krav arbeidsgiver vil kunne ha mot arbeidstaker.

Arbeidsmiljøloven åpner for at det kan trekkes i lønn «når det på forhånd er fastsatt ved skriftlig avtale». Det må altså foreligge en skriftlig avtale om lønnstrekk før trekk kan foretas. De fleste arbeidskontrakter inneholder en avtalt mulighet for lønnstrekk. Mange arbeidsgivere har frem til nå vurdert det som tilstrekkelig med en generell klausul i arbeidsavtalen om lønnstrekk.

Det har likevel vært omdiskutert om en slik klausul med *generell* trekkadgang er tilstrekkelig, eller om det kreves at avtalen regulerer en mer *konkret* trekk situasjon. En ny dom fra Høyesterett gir avklaringer om når lønnstrekk kan avtales, og hvor konkret trekkadgangen må være.

Avtale om lønnstrekk må inngås i forbindelse med eller etter at feilutbetaling har funnet sted

I desember 2021 behandlet Høyesterett en sak der arbeidsgiver hadde trukket arbeidstaker i lønn for å korrigere tidligere feilutbetalinger med henvisning til en generell klausul i arbeidsavtalen. Arbeidsgiver hadde utbetalt for mye i diett til arbeidstakeren etter at diettsatsen ble redusert. Arbeidsavtalen inneholdt følgende klausul:

Er det ved lønningsdag foretatt feil utlønning, kan arbeidsgiver foreta den nødvendige justeringen ved neste eller påfølgende lønningsdager.

Hovedspørsmålet i saken var om det var tilstrekkelig at arbeidsavtalen inneholdt en *generell* trekkadgang ved fremtidige feilutbetalinger, eller om det kreves at avtalen regulerer en mer *konkret* trekk situasjon.

Høyesterett kom til at avtalen lønnstrekket bygger på, må konkretisere det aktuelle lønnstrekket slik at arbeidstakeren beholder forutsigbarhet for sine lønnsutbetalinger. Det ble særlig lagt vekt på formålet bak loven: at arbeidstakerne skal motta lønnen mest mulig ubeskåret, og at lønnen skal være forutsigbar. For at arbeidsgiver skal kunne foreta lønnstrekk i tilfeller der det har skjedd en feilutbetaling, må det inngås skriftlig avtale om lønnstrekk *i forbindelse med* eller *etter* at feilutbetalingen har funnet sted. Først da vil beløpet som skal trekkes, være kjent for partene.

Høyesterett utelukket ikke alle typer forhåndsavtaler. Avtaler om lønnstrekk ved for eksempel husleie- eller kantinekostnader mente Høyesterett var tilfeller der forutsigbarheten for lønnsutbetalingene ville være i behold. Disse lønnstrekkene kan derfor tas med allerede arbeidsavtalen.

Hvilke trekk kan arbeidsgiver avtale på forhånd?

Når det blir feil i lønnsutbetaling, er det ikke lenger tilstrekkelig med en generell forhåndsavtale for å kunne gjennomføre lønnstrekk, ifølge høyesterettsdommen. Lønnstrekkene må være konkretiserte og avtalt på forhånd for å gi



Jurist Nicole M. Versland og advokat Hilde Notland i Econa Arbeidsliv.
Foto: Gry May Ljøterud

tilstrekkelig forutsigbarhet for arbeidstakeren. I tillegg til husleie og kantine vil antakelig parkeringsavgift eller tilbakebetaling av lån fra arbeidsgiver også kunne forhåndsavtales. Dette er konkrete, løpende lønnstrekk der det er fastsatt beløp på forhånd, og der arbeidstakers forutsigbarhet vil være i behold.

Ved andre typer lønnstrekk må det vurderes om det er tilstrekkelig med en klausul ved inngåelse av arbeidskontrakten. Dette gjelder for eksempel avtale om lønnstrekk der arbeidsgiver har betalt for mye i utgiftsgodtgjørelse, bonus eller forskutterte sykepenger/permisjonspenger. Etter avklaringene fra Høyesterett er det likevel mye som taler for at slike lønnstrekk også må avtales i forbindelse med feilutbetalingen eller etterpå for å oppfylle lovens krav.

Arbeidsgiver kan fortsatt ha et tilbakebetalingskrav

Selv om arbeidsgiver ikke har adgang til å trekke arbeidstakere i lønn, kan det likevel hende at arbeidsgiver har et tilbakebetalingskrav. Et slikt tilbakebetalingskrav må i så fall inndrives på ordinær måte gjennom påkrav og eventuelt namsmyndighetene eller domstolene.

Et tilbakebetalingskrav må enten følge av arbeidsavtalen eller reglene om tilbakesøkning av feilutbetaling. I denne saken kom Høyesterett til at avtaleklausulen om at arbeidsgiver kan «foreta den nødvendige justeringen», ikke kunne tolkes som at den ga arbeidsgiver et tilbakebetalingskrav, men kun gjaldt adgang til lønnstrekk. Det ble lagt vekt på at tvil om tolkning av arbeidskontrakten må gå ut over arbeidsgiveren, og at dersom klausulen ga arbeidsgiver et ubetinget tilbakebetalingskrav, ville den frata arbeidstakeren retten til å nekte tilbakebetaling dersom dette er rimelig etter reglene om tilbakesøkning av feilutbetaling.

Høyesterett vurderte deretter krav om tilbakebetaling etter reglene om tilbakesøkning av feilutbetaling. Det skal foretas en konkret rimelighetsvurdering i den enkelte sak om tilbakebetalingskravet er i

EKSEMPEL PÅ KLAUSUL OM LØNNSTREKK:

Arbeidstaker er kjent med at Selskapet kan foreta trekk i lønn og feriepenger mv. i tråd med arbeidsmiljøloven §14-15 annet ledd, og aksepterer at Selskapet kan foreta trekk ved:

- feil i tidligere utbetalt lønn, feriepenger og bonus
- utbetalt lønnsforskudd
- for mye utbetalt reiseforskudd/ utgiftsgodtgjørelse
- eventuelt utestående krav av enhver art som Selskapet har mot Arbeidstaker

behold. Høyesterett la i denne saken avgjørende vekt på at arbeidstaker hadde mottatt betalingene i god tro om at diettgodtgjørelsen var riktig. Arbeidsgiver var på sin side klar over at utbetalingene var uriktige, men hadde latt være å varsle arbeidstaker om dette. Høyesterett konkluderte derfor med at arbeidsgivers tilbakebetalingskrav hadde bortfalt.

Hvordan bør arbeidsgivere og arbeidstakere forholde seg til feilutbetalinger fremover?

Dommen legger opp til at arbeidsgivere kun unntaksvis kan fastsette avtaler om forhåndstrekk, og at de ellers må avklare trekk for feilutbetalinger enten samtidig med eller etter at feilutbetalingen har skjedd. Arbeidsgivere som vet at det vil bli utbetalt feil lønn eller oppdager at dette har skjedd, bør gå i dialog med arbeidstakeren for å avtale lønnstrekk eller tilbakebetaling. Dialogen sikrer i seg selv arbeidstakerens forutsigbarhet for sine lønnsutbetalinger.

Arbeidsgivere bør foreslå et rimelig lønnstrekk eller tilbakebetalingsintervall, for eksempel gjennom månedlige trekk, for å sikre at arbeidstaker sitter igjen med tilstrekkelige midler til å forsørge seg og sin familie. Dersom det er uenighet om det er grunnlag for lønnstrekk eller tilbakebetaling, er det arbeidsgiver som må reise søksmål med krav om tilbakebetaling. Arbeidstakere bør likevel være forsiktige med å avslå et rettmessig lønnstrekk eller tilbakebetalingskrav, ettersom de vil risikere ansvar for arbeidsgivers sakskostnader ved en eventuell tvist.

I etterkant av denne dommen er det sannsynlig at arbeidstakere vil bli kontaktet for å endre generelle avtaler om lønnstrekk eller avtale konkrete lønnstrekk eller tilbakebetalingskrav, eller at arbeidstakere urettmessig blir trukket i lønn. I disse tilfellene vil vi anbefale arbeidstakere å ta kontakt med Econa for en vurdering av grunnlaget for lønnstrekk eller tilbakebetaling.

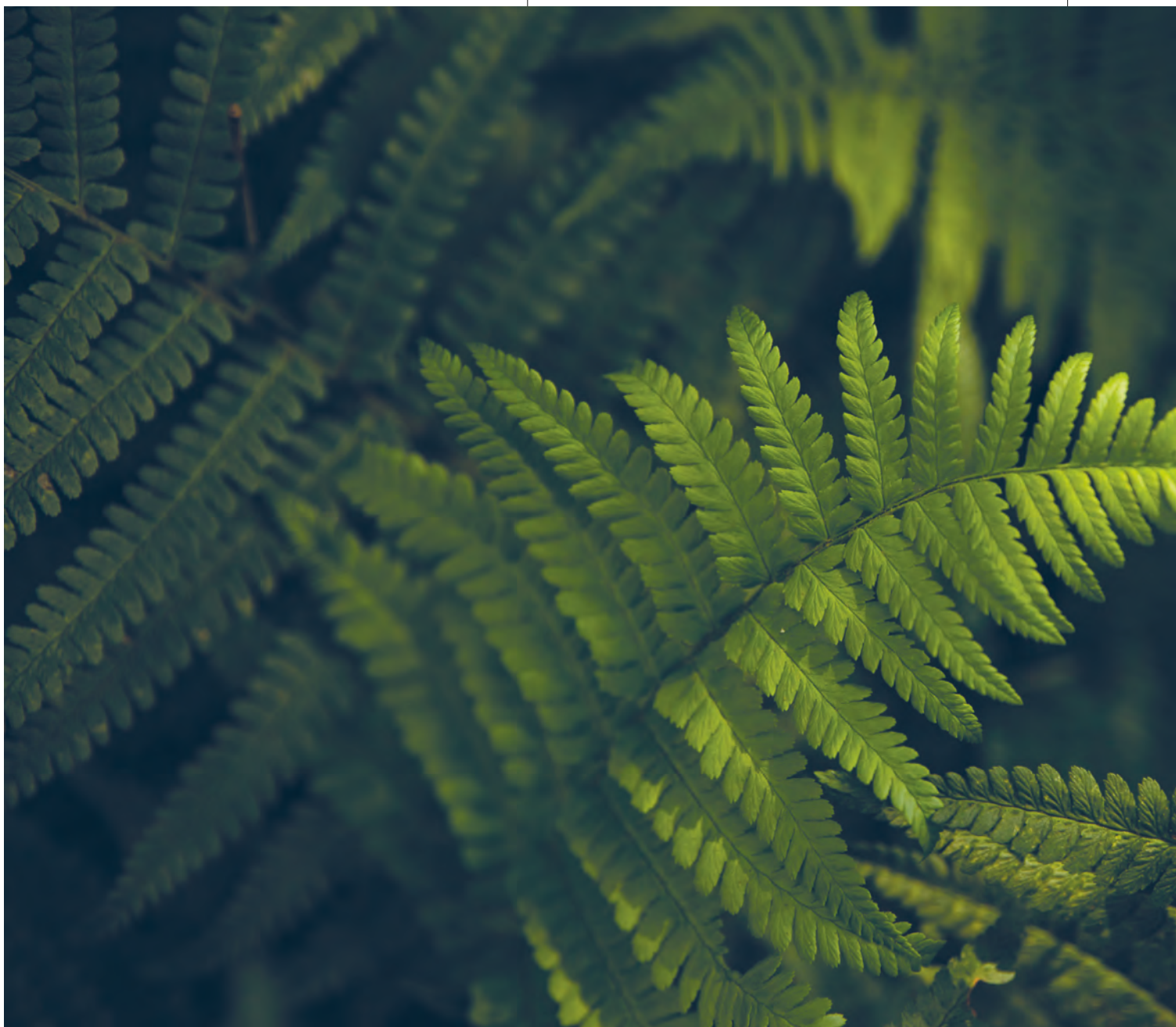
LEDELSE

Nye generasjoner finansutdannede vil tvinge frem et helhjertet fokus på bærekraft

**VIL GÅ FORT**

Eli Moe-Helgesen i PwC er overbevist om at akselerasjonen av det «grønne» fokuset innen finansnæringen vil gå utrolig mye kjappere, så fort nåværende generasjoner ledere og beslutningstakere erstattes av neste generasjon ledere.
Foto: PwC

Nå kommer det generasjoner med et helt annet fokus. De vil ta over norske lederstillinger og styrerom og stille krav til bærekraft. De kommer til å prege diskusjonene og beslutningene på en langt mer helhetlig, «grønnere» og troverdig måte enn tidligere generasjoner. Gjennom personlige erfaringer i en transparent digital verden vet de yngre hvordan det er å miste ansikt og gå på personlige smeller som kan ramme eget omdømme knallhardt.



TEKST: HERMAN BERG

Eli Moe-Helgesen i PwC er klokkeklar på dette. Hun er partner og leder forretningsområdet «Trust Solutions» (som består av revisjon og revisjonsnær rådgivning) i konsultentselskapet og har bakgrunn som statsautorisert revisor. Hun er overbevist om at akselerasjonen av det «grønne» fokuset innen finansnæringen vil gå utrolig mye kjappere, så fort nåværende generasjoner ledere og beslutningstakere erstattes av neste generasjon ledere.

Selskapet har, sammen med Finansforbundet, dokumentert at det allerede nå er bevegelser i riktig retning.

– Både i 2017 og i 2021 har vi samarbeidet om å kartlegge finansnæringens status som katalysator for bærekraftig utvikling i Norge. Det er skjedd en positiv utvikling på området. Det er et veldig viktig initiativ som Finansforbundet har tatt, som vi er takknemlige for å være en del av. De nærmeste årene vil det skje store, grunnleggende endringer innen finansnæringen, spesielt på rapporteringssiden, spør Moe-Helgesen og utdyper:

– EU tvinger frem fokus på ikke-finansielle verdier gjennom regulering og nytt lovverk for alle mellomstore og større bedrifter. Det vil bli satt en veldig ambisiøs standard, som skal avdekke grønnvasking og fremme reell informasjon fra hver virksomhet. Det er gjennom flere hundre år blitt utarbeidet en felles regnskapsstandard alle parter er enige om, men som ikke finnes innen

**ALTER IKKE GRØNT**

Ambisiøse standarder skal avdekke grønnvasking.

Foto: Jaimy de Hon/Unsplash

bærekraft. Store virksomheter vil snart måtte rapportere hvordan ledelsen faktisk fungerer, hvor stort sykefraværet egentlig er, hvor mye de holder seg innenfor de respektive lands arbeidsmiljølov, ja, om de i det hele tatt snakker sant og gir det korrekte bildet av virksomheten utad, forklarer hun.

Helt naturlig at finansnæringen blir et nav

I den ferskeste rapporten fra i fjor, som har fått tittelen «*Finansnæringen som katalysator for bærekraftig utvikling*», skriver Finansforbundet at målet med dokumentasjonen er å inspirere og fremme konkrete forslag til tiltak og virkemiddel som kan akselerere omstillingstakten. Det er en erkjennelse at finansnæringen vil spille en nøkkelrolle i oppnåelsen av FNs 17 bærekraftsmål.

- Når det kommer til analyse, tall og økonomi, er økonomer best.

JELENA MANDIC

Fagansvarlig for grønn omstilling i Econa

Rapporten fra 2021 belyser hvordan finansnæringen selv kan bli mer bærekraftig, men også hvordan finansaktørene kan bidra som et nav i en bærekraftig utvikling i andre næringer, gjennom effektiv og bærekraftig målretting og styring av finansielle eiendeler. Vekstpotensialet for den norske og internasjonale finansnæringen i det grønne skiftet er nemlig enormt. Og nå viser investorer vei, ved å investere i nye, grønne aksjer, fremfor de etablerte «fossile».

Jelena Mandic, fagansvarlig for grønn omstilling i Econa, mener det er innlysende at finansnæringen må innta en slik sentral rolle i samfunnsutviklingen:

- Når det kommer til analyse, tall og økonomi, er økonomer best. Å gi oss ansvaret for en bærekraftig rapportering, er smart. Det er da man kan måle bærekraft over tid; da kan vi bidra med konkret input som vil gi bedriftene troverdigheten de behøver, mener Mandic.

- Jeg opplever at det er lav kompetanse blant bedrifter og ledere når vi er ute i felten, og det skremmer meg! Jeg vil dele dette opp i tre:

Først dem som ikke bryr seg i det hele tatt - så de som vet de bør gjøre noe, men ikke hva. Disse utgjør den største gruppen. Og til slutt dem som virkelig mener å endre innarbeidede rutiner i bærekraftig retning og jobber med å integrere bærekraftsmål i hele verdikjeden. Hvor hvert eneste ledd, fra controller til produksjef, tar del i den grønne verdiskapingen. Målet er selvsagt å få denne gruppen til å vokse, sier Mandic.

Smertefull prosess

Endrede kjøpsmønstre fra forbrukerne, høylytte krav fra kunder og partnere, samt modige politiske beslutninger; alt dette vil kunne frakte den gamle verden inn i en ny og mer bærekraftig tilværelse. Og Eli Moe-Helgesen er overbevist om at vi snakker om *når*, ikke om det vil skje en bærekraftig revolusjon.

Hun er opptatt av hvordan overordnede organer som EU, og nasjonale myndigheter gjennom det offentlige, kan bidra til omstilling - med konkrete anbefalinger for myndigheter og beslutningstakere. Så er spørsmålet hvilke konkrete anbefalinger de ulike delene av finansnæringen kan bidra med for å fremme bærekraftig utvikling, innen for eksempel forsikringsbransje, kapitalforvaltning, obligasjonsmarkedet og utlånsvirksomhet.

- Endringsprosessene blir nå drevet av vesentlighet, der du blir tvunget til å informere om det som virkelig er av strategisk betydning for deg, din virksomhet og dine interesser. Ganske mange toppledere blir nødt til å vrenge innsiden ut. Risikovurderingene i porteføljen tvinges opp i lyset, inkludert hvilke strategiske vurderinger som gjøres på det grønne området. Hvis man er opptatt at alt skal se perfekt ut fra utsiden, må man erkjenne at dette kommer til å bli en vanskelig prosess, mener Eli Moe-Helgesen i PwC.

Og Jelena Mandic i Econa er overbevist om at denne gjennomsliktigheten er av det gode, både for finansnæringen, næringslivet og samfunnet generelt.

- Det vil bli mange Chief Value Officers, CVOer, som må vise hva den egentlige verdiskapingen til bedriften er. Vi får et bredere perspektiv enn kun finans og kapital. Det blir interessant å se hvor verdiene egentlig kommer fra, og hvilke virksomheter som kommer til å gjøre dette nye fokuset til et konkurransefortrinn, sier Mandic.

Ganske mange toppledere blir nødt til å vrenge innsiden ut. Risikovurderingene i porteføljen tvinges opp i lyset, inkludert hvilke strategiske vurderinger som gjøres på det grønne området.

ELI MOE-HELGESEN
PwC

SPØRSMÅL OG SVAR TIL ECONAS
EKSPERTER

Atle Kolbeinstveit
Statsviter og samfunnsøkonom, analytiker
Lønn, lønnsamtale



Per Christian Rogdar
Advokat, leder
Econa Arbeidsliv
Arbeidsliv, juss



Nina Riibe
Siviløkonom,
administrerende
direktør
Ledelse



Kristin Ølberg
Master of
Management,
fagansvarlig karriere.
*Karriere, jobbskifte,
motivasjon, ny i
arbeidslivet*

Her er Econas eksperter som
svarer på dine spørsmål.
Send inn til magma@econa.no

Foto: Julie Hrnčířová

Jeg har lederansvar og er også ansvarlig for lønnsjusteringer. Jeg har en kvinnelig medarbeider som har vært i foreldrepermisjon nesten hele siste år. Arbeidsgiver er i en litt anstrengt økonomisk situasjon. Hva er riktig å gi i lønnsforhøyelse til denne medarbeideren?

Det korte svaret er:

Du skal gi samme lønnsutvikling som for en tilsvarende medarbeider som har jobbet hele siste året.

Lønnsjusteringer under foreldrepermisjon kan være vanskelig å vurdere for mange ledere. Noen kan oppleve det som forholdsvis lett å holde vedkommende tilbake lønnsmessig fordi det er få resultater å vise til siste år, men samtidig ha et ønske om å opptre som en moderne, familievennlig arbeidsgiver. For å hjelpe deg ut av dilemmaet har vi et klart råd: Du skal velge det familievennlige alternativet.

Grunnlaget du bør bruke, er forventet utvikling hvis vedkommende hadde jobbet. Det baserer du på tidligere resultater og lønnsutvikling siste år for sammenliknbare ansatte. Bruk gjerne Econas statistikk, eller søk råd hos oss hvis du er usikker.

Du er imidlertid ikke helt uten alternativer. Det er mulig å vise interesse for jobben på tross av foreldrepermisjon. Slike ønsker fra arbeidsgivers side bør være formidlet i forkant av foreldrepermisjon. Hvis vedkommende har hatt gradert permisjon, vil selvfølgelig det telle når du måler resultater.

Spesielt for ubetalt permisjon

Ved frivillig ulønnet permisjon eller hvis ufrivillig ulønnet permisjon i påvente av barnehageplass er skjært fordelt mellom foreldrene, er det en rimelig grunn til å holde medarbeidere tilbake lønnsmessig. I slike tilfeller har den ansatte selv tatt valg som vedkommende må regne med har karrieremessige kostnader.

PS! Dessverre viser Econas lønnsstatistikk at det er fire ganger så stor sannsynlighet for at kvinnelige medlemmer opplever at foreldrepermisjon har medført lavere lønnsutvikling, enn blant de mannlige medlemmene. Hele 37 prosent av kvinnene oppgir at de har opplevd dette, og det er et altfor høyt tall.

Hilsen Atle Kolbeinstveit

PERSONLIG KARRIERE

Profesjonalisering gjør økonomene mer og mer like – Sett pris på forskjellene

**BLÅ**

Revisorer og andre økonomer er som regel blå. De legger vekt på tall og konkret måloppnåelse og fokuserer på oppgaver og gjennomføring, sier Ekelund

Jobben og utdanningen blir stadig viktigere for hvem vi er. Det kan gi problemer – hvis vi ikke klarer å tilrettelegge for forskjellene på arbeidsplassen, sier psykolog Bjørn Z. Ekelund.

TEKST OG FOTO: GJERMUND GLESNES

Jeg vokste opp med en far som var økonom og bedriftsleder. Han var disponert for Larviks største mekaniske verksted, og kom fra en fattig bonde- og arbeiderfamilie i Bamble, begynner Ekelund.

Det kan virke som en underlig start på et intervju om samarbeid og ledelse, men i realiteten er det svært nær kjernen i det han skal snakke om.

I takt med at stadig flere av oss har fem til syv års utdanning, har nemlig måten vi selv definerer hvem vi er på – og andre definerer oss på – endret seg. Det har igjen konsekvenser når vi skal samarbeide.

– Før, når noen spurte «hvem er du?», fortalte vi hvor vi kom fra, og hvem foreldrene våre var. I dag er det første spørsmålet når vi møter nye mennesker: «Hva jobber du med?» sier han, og påpeker hvordan norske etternavn fortsatt fører den gamle tenkemåten videre gjennom sen-navn som Hansen, Olsen, Andersen og så videre.

– Mitt etternavn, Ekelund, er navnet på gården der bestefaren min vokste opp på. Hadde vi gitt navn etter hvordan vi presenterer oss selv i dag, ville navnet mitt ha blitt Bjørn Z. Ekelund Psykologen, fastslår han.

Profesjonaliseringen gjør oss likere

Yrkestitler har fortsatt ikke funnet veien til navnene våre. Men at jobb og utdanning i stor grad har erstattet lokalsamfunn og kirke som identitets-skapere, har implikasjoner på jobb.

– Kunnskapen, etikken og språket vi tilegner oss gjennom en lang utdanning, er en sentral del for mange mennesker. De har tross alt brukt mange år på å forme hvem de er som profesjonelle. Og gjennom utdanningen har de utviklet en bevissthet om hva som er viktig, og et språk som underbygger denne verdiplattformen, forklarer Ekelund.

Selv er han utdannet psykolog og en av Norges mest erfarne konsulenter på områder som samarbeid, teamutvikling og håndtering av

– Før, når noen spurte «hvem er du?», fortalte vi hvor vi kom fra, og hvem foreldrene våre var. I dag er det første spørsmålet når vi møter nye mennesker: «Hva jobber du med?»

ledelse på tvers av roller og kulturelle forskjeller.

Gjennom arbeidet har han sett hvordan profesjonaliseringen ofte skaper utfordringer når folk fra ulike fagdisipliner skal samhandle.

– Utdanningen skrur deg svært sjelden til forståelse for andre fag. I stedet blir du lært opp til å tenke at ditt fag og dets perspektiver er de riktige. Gjennom denne forherligelsen av fagets eget tankesett er utdanningsinstitusjonene med på å skape samhandlingsproblemer, sier han.

Ulikhetens farger

Det er likevel ikke noen determinisme i at forskjellige fagidentiteter ikke kan få til fruktbare samarbeid. Snarere tvert imot. Et mangfold av perspektiver er ofte nødvendig for å lykkes, spesielt med komplekse problemstillinger, påpeker Bjørn Z. Ekelund.

Nøkkelen ligger i å være bevisst forskjellene og å skape et felles språk på tvers av dem.

For dette formålet har han selv utviklet Norges mest benyttede verktøy for kommunikasjon og samhandling, Diversity Icebreaker, som til nå har vært anvendt i 75 land.

Det er et spørreskjema som benyttes på seminarer eller kickoff, og formålet er å øke forståelsen og forbedre samarbeidet på tvers av ulikhetene.

Etter å ha besvart spørreskjemaet blir deltagerne tildelt en farge, rød, blå eller grønn, etter hvordan de tenker og prioriterer. De røde har et menneskelig fokus. De blå er koblet til oppgaver og gjennomføring, mens de grønne er opptatt av endring og fremtid. Etos, logos og patos, om du vil.

Tilblivelsen av de tre fargene illustrerer godt hvorfor dagens sterke identifisering med eget fagfelts perspektiver kan gi problemer når vi skal samarbeide og forstå hverandre tverrfaglig:

Fargeinndelingen ble til i forbindelse med et prosjekt Ekelund deltok i for Akershus Enøk. De innså at det var store grupper de ikke klarte å nå med kommunikasjonen – uansett hvor godt de formulerte sine rasjonelle Excel-argumenter for hvorfor det var lurt å bruke mindre strøm.

Det er velkjent – og også dokumentert gjennom forskning – at vi gjerne ansetter folk som ligner oss selv.

– Det vi så, var at forskjellige mennesker hadde vidt ulike perspektiver. De rasjonelle begrunnelsene, tall og fremskrivninger, resonnerte godt med gruppen som ble tildelt fargen blå. Men de to andre gruppene, grønn og rød, lot seg overhodet ikke engasjere, forklarer Ekelund.

Deretter legger han til noe like interessant:

Det ingeniørtunge, «blå» miljøet slet med i det hele tatt å identifisere budskapene de to andre gruppene ville lytte til: følelsesmessige (rød) eller etiske argumenter om fremtidens muligheter og ansvar for neste generasjon (grønn).

De fleste som har følt at de snakker til veggen i møte med andre avdelinger, selv om de etter eget skjønn har klart best argumenter, vil trolig oppleve det samme.

Da må de evne å se utenfor sin egen fagidentitets forståelse av situasjonen for å kunne løse floken.

De blå økonomene

Nå drar psykologen samtalen tilbake der han startet, at utdanningsløpene fremhever og dyrker frem ulike verdier, og at hver profesjon har sin egen bevissthet om hva som er viktig. Det gjør at forskjellige yrkesgrupper typisk fordeler seg helt ulikt mellom de tre fargene:

– Revisorer og andre økonomer er som regel blå. De legger vekt på tall og konkret måloppnåelse og fokuserer på oppgaver og gjennomføring. Helsearbeidere er typisk røde og fokuserer på medmenneskelighet fremfor økonomiske kost-nytte-kalkyler. De som jobber med forskning og utvikling, er gjerne grønne og prioriterer fremtidsvisjoner foran budsjettoppnåelse og likviditet, eksemplifiserer han.

Ekelund understreker at forskjellene ikke utelukkende skyldes sosialisering og faglig fokus i utdanningen, men at studiene gjerne forsterker tendensene som allerede ligger der.

– Vi ser det samme på førsteårs-studentene. Økonomistudentene er allerede i overvekt blå når de begynner på studiet. Der møter de professorer som forfekter typiske blå verdier, og etter hvert kollegaer som har samme tankesett. På denne må-

ten får enhver profesjon en retning, forklarer han.

Variasjon er verdifullt

At økonomer som regel er typisk blå og sosionomer røde – i Ekelunds fargebetydning – betyr selvfølgelig ikke at alle er det.

– Som psykolog burde jeg ha vært rød. I stedet er jeg tydelig grønn. Det er ikke nødvendigvis noe problem for meg, så lenge jeg erkjenner det. Men det gjør at jeg må skille meg ut for å lykkes: Hva er det jeg, med mine perspektiver, kan levere som mine yrkeskollegaer ikke kan? sier Ekelund.

Han fortsetter med å fortelle om en revisjonssjef som kom til ham etter et Diversity Icebreaker-seminar med arbeidsgiveren:

– Hun kom ut som ekstremt grønn og sa til meg: «Bjørn, nå blir jeg sagt opp. Jeg kan jo ikke være revisjonssjef hvis jeg er så grønn.» Da hun snakket med sjefen sin neste dag, svarte han derimot: «Det er derfor du har sjefsrollen, fordi du er grønn.»

– I karrieresammenheng stilles det andre krav for hvert nivå du stiger i gradene. Derfor ser vi gjerne at flinke fagfolk forfremmes helt til de når et trinn der det kreves helt andre ferdigheter som de ikke lykkes med. Da stopper de opp. God karrierebygging ville nok heller ha vært å la dem få gå ned igjen til det nivået der de faktisk blomstrer, sier han.

Likefordeling er ikke et mål

Det er velkjent – og også dokumentert gjennom forskning – at vi gjerne ansetter folk som ligner oss selv.

Tendensen til at økonomer fokuserer på konkrete, målbare resultater og klare tidsplaner, vil derfor i seg selv være selvforsterkende med mindre vi er svært bevisste i rekrutteringsprosessen.

Er dette et problem?

– Enfoldet kan bli for stort, begynner Ekelund, før han straks nyanserer:

– På den annen side vil enhver gruppe mennesker, hvis de er ganske like, fremtvinge forskjeller. De mest konservative vil få motstand fra dem som er mer endringsvillige, selv om gruppen sett utenfra ser svært lik ut. Dermed utvikler det seg en variasjon.



**JEG MÅ SKILLE MEG UT
FOR Å LYKKES**

Hva er det jeg, med mine perspektiver, kan levere som mine yrkeskollegaer ikke kan? sier Ekelund.

Han mener likevel at teamledere kan tjene på å bevisst rekruttere folk som tenker ulikt, hvis teamet fra før er svært homogent.

Samtidig minner han om at det neppe er hensiktsmessig å tilstrebe en likefordeling.

– Enhver aktivitet vil ha sin egen normal. Regnskapsavdelingen bør nok ha flest blå medarbeidere. Men den må også ha en porsjon grønt i seg for å komme videre, og litt rødt for å sikre arbeidsmiljøet. Og den grønne utviklingsavdelingen bør ha en porsjon blått for å komme i mål, eksemplifiserer han.

Gir blå organisasjoner honnør

Så tenk på det neste gang det virker som HMS-avdelingen helt har glemt at det fins noe som heter alternativ-kostnad, eller utviklingsavdelingen vil sette i gang enda et prosjekt uten å ha vurdert kost-nytte. Det er bare fagidentiteten deres. Den er ikke feil. Og det beste du kan gjøre, er å forstå den – og innse at også du har en. Og at den beste løsningen kanskje er en blanding.

BJØRN ZAKARIAS EKELUND

Bosted: Larvik

Stilling: Organisasjonspsykolog og entreprenør

Har utgitt syv bøker og publisert over 30 vitenskapelige artikler.

Er styreleder/konsulent i Human Factors AS og har utviklet metode-verktøyet Diversity Icebreaker®.



DIN ØKONOMI

Krav om pensjons- opptjening fra første krone i innskuddspensjon



Den 1. januar 2022 ble pensjonslovene i privat sektor endret slik at alle ansatte skal få pensjonsopptjening for all inntekt inntil tolv ganger folke-trygdens grunnbeløp (G). Samtidig senkes kravene til ansattes alder og stillingsstørrelse for å ha rett til å være medlem i en tjenstepensjonsordning. Bedriftene må gjøre nødvendige endringer i pensjonsordningene innen 01.07.2022.

Innskuddspensjonsordninger har det fram til 2022 vært tillatt for bedriftene å betale innskudd til de ansatte kun for inntekt ut over 1 G.¹ I *Magma* 1/2021 skrev vi at myndighetene vurderte å endre disse reglene slik det ville bli krav om å innbetale for all inntekt opp til den øvre grensen i pensjonslovene på 12 G. I desember 2021 vedtok Stortinget en slik endring i pensjonslovene. Samtidig ble det vedtatt å innskrenke mulighetene for å ekskludere ansatte fra pensjonsordningen på grunn av alder og stillingsstørrelse.

Bedriftene har frist til 1. juli 2022 med å tilpasse pensjonsordningen til de nye reglene.

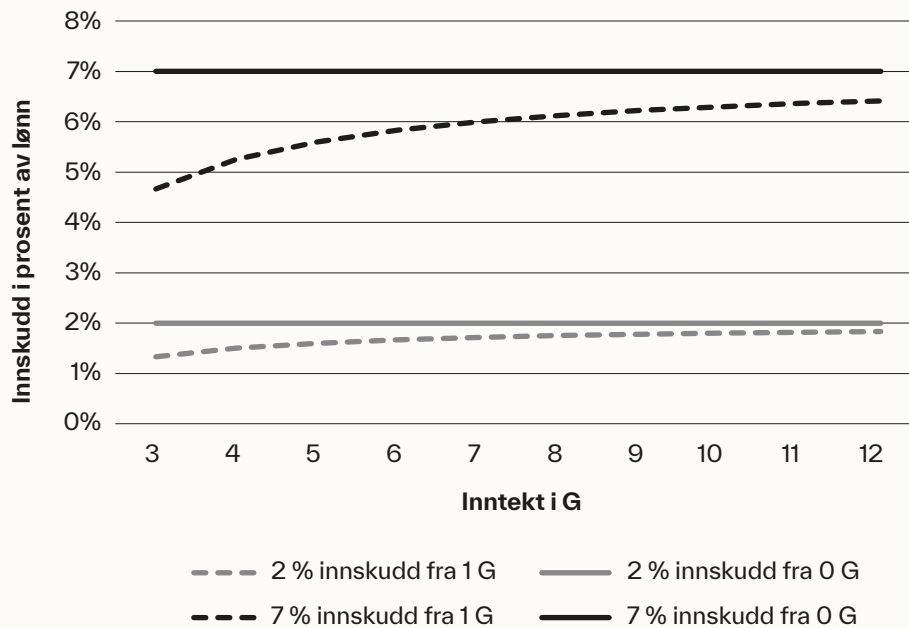
Denne artikkelen beskriver endringene og hvilke konsekvenser de vil få for bedrifter og ansatte.

Krav om innskudd fra første krone
Lov om obligatorisk tjenstepensjon pålegger alle bedrifter med mer enn én ansatt å ha en tjenstepensjonsordning for sine ansatte. Dersom pensjonsordningen er en innskuddspensjons- eller hybridpensjonsordning, har loven fram til 2022 pålagt alle bedrifter å ha en pensjonsordning der det betales innskudd på minst 2 prosent av ansattes lønn mellom 1 og 12 G.

PENSJONSEKSPERTENE

Fredrik Haugen og Sissel Rødevand er partnere i Actecan AS. De skriver om pensjon, spesielt innenfor privat tjenstepensjon.

Foto: Ronja Slagstuen Larsen



Fra 1 januar i år er det obligatorisk for alle bedrifter å gi de ansatte pensjonsopptjening for all inntekt inntil 12 G. Det er altså ikke lenger tillatt å unnlate å betale innskudd for den første G-en i lønn.

Det har vært tillatt å betale innskudd fra første lønnskroner for de bedriftene som har ønsket å gjøre dette. En rapport fra Actecan viste at per 2019 hadde 17 prosent av bedrifter med innskuddspensjon frivillig innført betaling av innskudd fra første krone.² Andelen *ansatte* med innskuddspensjon som hadde opptjening fra første krone, var samtidig om lag 30 prosent. At andelen ansatte var større enn andelen bedrifter, betyr at bedrifter med mange ansatte i større grad enn bedrifter med få ansatte betalte innskudd fra første krone.

Fra 1. januar 2022 er lov om obligatorisk tjenestepensjon endret. Nå er det obligatorisk for alle bedrifter å gi de ansatte pensjonsopptjening for all inntekt inntil 12 G. Det er altså ikke lenger tillatt å unnlate å betale innskudd for den første G-en i lønn.

Det er ansatte med lav lønn som har gått glipp av mest pensjonsparing i pensjonsordningene med innskudd for lønn over 1 G. Eksempelvis har en ansatt med 400 000 kroner i lønn kun fått pensjonsopptjening for 74,6 prosent av lønnen på grunn av bunnfradraget på 1 G. Tilsvarende andel for

en ansatt som har en million kroner i lønn, har vært 89,8 prosent. Med obligatorisk opptjening fra første krone vil det ikke lenger være slik at ansatte med høy lønn kan få pensjonsopptjening for en større del av lønnen enn lavtlønte.

De stiplede linjene i figuren under viser de reelle innskuddssatsene i innskuddsordninger for ansatte med ulikt inntektsnivå når det gjøres fradrag for lønn under 1 G, gitt henholdsvis minimumssatser (grønn linje) og maksimale satser (rød linje). Avstanden mellom de stiplede og de heltrukne linjene viser hvor mange prosentpoeng innskuddene vil øke når det i stedet betales innskudd fra første inntektskrone.

Det er viktig å merke seg at det i figuren er snakk om lønn i 100 prosent stilling. De som har hatt deltidsstilling, skal i beregningen av innskudd ha fått oppjustert lønn til 100 prosent stilling, før 1 G trekkes fra og innskuddet beregnes.

For bedriftene som allerede betaler innskudd for all inntekt opp til 12 G, vil det nye kravet om pensjonsopptjening fra første krone ikke ha noen økonomisk betydning

ut over at de mister muligheten til eventuelt å redusere pensjonsutgiftene i framtiden ved å innføre innskudd kun for lønn over 1 G.

Bedrifter som per 1. januar 2022 hadde en tjenstepensjonsordning med opptjening for lønn over 1 G, vil derimot i utgangspunktet få økte utgifter til tjenstepensjon. De bedriftene som har høyere innskuddssatser enn lovens minimum på 2 prosent av lønn, kan imidlertid, i den grad de har styringsrett over pensjonsordningen, redusere eller eventuelt unngå helt en utgiftsøkning ved å senke innskuddssatsene. Alle bedrifter som har hatt minimumssatser og sparing for lønn over 1 G, må imidlertid påregne økte kostnader.

Det ble ikke vedtatt noen kompenserende tiltak overfor bedriftene i forbindelse med denne regelendringen, noe som var varslet av den tidligere regjeringen.

Pensjonsopptjening til alle ansatte over 13 år

I tillegg til endringen i kravet om at det nå skal betales innskudd fra første krone, har muligheten for å holde særskilt unge ansatte utenfor pensjonsordningen blitt innskrenket.

Tidligere har bedrifter kunnet velge å holde ansatte som er yngre enn 20 år, utenfor tjenstepensjonsordningen. Det vil si at disse ikke har tjent opp tjenstepensjon på samme måte som ansatte som var over 20 år. Kun unntaksvis har bedrifter valgt å gi pensjonsopptjening også til ansatte under 20 år.

Fra 1. januar 2022 er pensjonslovene i privat sektor endret ved at alle ansatte som har fylt 13 år, nå skal meldes inn i tjenstepensjonsordningen og få pensjonsopptjening.

Denne regelverksendringen vil naturlig nok ha størst økonomisk betydning for bedrifter som har en stor andel ansatte under 20 år.

Kravet til stillingsstørrelse fjernet

Pensjonslovene har fram til 2022 åpnet for at ansatte i stillinger med lavere stillingsstørrelse enn 20 prosent ikke trenger å meldes inn i tjenstepensjonsordningene.

De som har hatt slike lave stillingsstørrelser, har derfor normalt ikke tjent opp rett til tjenstepensjon.

Fra 1. januar 2022 skal imidlertid alle ansatte uansett stillingsstørrelse være med i pensjonsordningen. Kravet om minimum 20 prosent stilling er erstattet med et krav om at alle som har mottatt en lønn som tilsvarer rapporteringspliktig lønn til skattemyndighetene via a-ordningen, skal meldes inn i tjenstepensjonsordningen og få pensjonsopptjening. Rapporteringsplikt i a-ordningen inntreffer når lønn og/eller trekkfri utgiftsgodtgjørelse for en person overstiger kr 1 000 per år.

NOTER

- 1 G er folketrygdens grunnbeløp, kr 106 399 per desember 2021.
- 2 Referanse: Actecan-rapport 2019-02: Innskuddspensjon i ulike næringer.



FREDRIK HAUGEN

Fredrik Haugen er utdannet samfunnsøkonom og er partner i Actecan AS. Han har erfaring fra forsikringsbransjen og offentlige myndigheter siden 2000. Fredrik har bred erfaring med pensjonsutredninger og – analyser, spesielt knyttet til pensjonsordninger for offentlig ansatte og utredninger for det offentlige.



SISSEL RØDEVAND

Sissel Rødevand er utdannet aktuar og er partner i Actecan AS. Hun har erfaring fra forsikringsbransjen tilbake til 1988 og har deltatt i en rekke utvalg knyttet til utformingen av pensjonssystemet. Hun har bred erfaring med både utredninger og analyser innenfor pensjon, spesielt innenfor privat tjenstepensjon.

STUDENT



THOMAS STANGJORDET

■ Bachelorstudent ved
Universitetet i Tromsø

Foto: Julie Hrnčířová

Er dagens studenter gode nok på å måle verdiskaping?



Foto: m./Unsplash

Å vurdere lønnsomheten til et selskap har kanskje aldri vært vanskeligere enn det er nå. Dagens finansielle analyser blir stadig mer komplekse og omfatter langt mer enn fremtidige kontantstrømmer og bunnlinjer. Så hvorfor er ikke dagens undervisning tilpasset bedriftenes virkelighet?

Økonometers rolle i klima- og miljøspørsmål er viktigere enn noensinne. Når den grønne omstillingen kommer for fullt, setter den krav til blant annet innovasjon, nye forretningsmodeller, rapportering og ikke minst lønnsomhet. Vi økonomer er best på å måle lønnsomhet og effektiv utnyttelse av ressurser for å skape høyest mulig verdi. Det er det vi lærer i de økonomiske fagene, og det er det inntrykket andre yrker har av oss. Men når jeg som bachelorstudent lærer om finansiell analyse og hvordan måle en bedrifts lønnsomhet, oppleves det likevel langt fra det jeg ser er virkeligheten i samfunnet og for dagens bedrifter. Hvorfor er ikke økonomiutdanningen tilpasset kravene til finansielle analyser i en bærekraftig tid?

Verdi er mye mer enn tall

Først og fremst tror jeg det er fordi verdibegrepet er blitt mye bredere. En CFO, økonomisjef eller controller jobber ikke lenger *kun* med tall og regnskap. I dag må vi som økonomer også analysere hvordan bedriften skaper verdi i form av sosiale og samfunnsmessige resultater, ikke kun økonomiske. Desto viktigere er at vi må vite hvordan vi måler det.

For de klassiske økonomifunksjonene stilles det derfor nye – og høyere – krav til at de skal jobbe med bærekraft. Vi kan beskrive det som at bærekraft går fra presentasjon til regneark. Det holder ikke lenger å snakke pent om hva bedriften gjør for klima, miljø og mennesker. Disse faktorene må bli en integrert del av forretningsmodellen og verdikjeden. Det fordrer gode analyser, prognoser og utregninger – det vi økonomer er gode på – men i en kontekst som sikrer verdiskaping som også tar hensyn til klima, miljø og mennesker. Fremtidens økonom er en som klarer å balansere disse faktorene og likevel skape sorte tall på bunnlinja.

Veien mot grønn omstilling går via økonomifunksjonen

2022 er året hvor bedriftene virkelig vil kjenne det på bunnlinja om de ikke starter arbeidet med grønn oms-

tilling. To store lovgivninger vil sørge for dette: EUs taksonomiforordning og den nasjonale åpenhetsloven. Begge lovgivningene vil påvirke både store og små bedrifter, enten direkte eller indirekte. Da er det viktig at vi økonomer bidrar med det vi kan best, nemlig analysere for å systematisere bærekraftsarbeidet, og koble sammen de finansielle og ikke-finansielle aspektene. Når bærekraft har en direkte kobling til verdiskaping både på kort og lengre sikt, synliggjøres verdien av bærekraft både på topp- og bunnlinje, samtidig som man får en forståelse for hvilket fotavtrykk virksomheten legger igjen.

Men hva lærer studentene?

Parallelt med at bærekraft gjennomsyrrer norske bedrifter, sitter tusentalls av fremtidens økonomer og lærer om den tradisjonelle finansielle analysen på skolebenken. Ifølge pensum skal informasjonen fra regnskapet være nok til å danne et bilde av selskapets situasjon i dag. I tillegg skal den samme informasjonen være et grunnlag for beregning av fremtidige kontantstrømmer som skal si noe om fremtidsutsiktene til selskapet. Men kan vi basere fremtidsutsiktene utelukkende på finansielle faktorer?

Det jeg savner, er læren om knappe ressurser og offentlige retningslinjer som kan gi store utslag på en slik kontantstrøm. En analyse gjort kun med finansielle tall, er for meg ikke reell i dagens samfunn. Som jeg har argumentert for, er verdiskaping i dag mye mer enn de sorte tallene i regnskapet. Klima, miljø og mennesker er faktorer som må hensyntas i en god, langsiktig økonomisk vurdering av et selskap. Misforstå meg rett, selvfølgelig er det nyttig å lære seg å forstå og vurdere regnskapet på en god og hensiktsmessig måte, men kravene til dagens bedrifter er så mye høyere enn det. Da må utdanningen vår også forberede oss på hva som venter der ute, i den virkelige verden.

Hvordan kan utdanningen sikre at vi er klare for arbeidslivet?

Min påstand er altså at det holder ikke lenger å oppsummere

bedriftens inntekter og kostnader. Det er økonomenes oppgave å avdekke og peke på nye nøkkeltall som angår bedriftens bærekraftsarbeid. For det er den helheten som er kritisk for bedriftens lønnsomhet og fremtidige verdiskaping. Dette må vi som fremtidens økonomer lære et sted. Som økonomistudent forventer jeg at dette er kompetanse som utdanningsinstitusjonene tilbyr og inkluderer i sine utdanningsprogram. Vi lærer dels om bærekraft, etikk og samfunnsansvar i andre fag. Nå er det på tide å knytte fagene sammen, slik at bærekraft implementeres i ulike finansielle emner. For det er det som er virkeligheten for bedriftene i dag, og det er det mange av oss økonomistudenter skal jobbe med som nyutdannede.

Administrerende direktør i Econa, Nina Riibe, oppsummerer det ganske enkelt: Vi har et valg mellom å bli mer eller mindre relevante. I denne sammenhengen vender jeg meg mot universitetene og høyskolene – hva velger dere?

Ny jobb



ANE BERBU KLEPPE

Prosjektleder boligkunder, Oslo S Utvikling (OSU)

Hvorfor ønsket du deg ny stilling i samme bedrift?

Min arbeidsgiver, Oslo S Utvikling (OSU), er eiendomsutvikler i Bjørvika. Etter å ha bygd Barcode-rekken er OSU nå hovedsakelig en boligutvikler.

Ledelsen så at det var behov for en rolle som skulle ivareta OSU sine boligkunder. Jeg syntes dette høstes veldig spennende ut – å få ta del i et viktig fokus-område for bedriften: kundetilfredshet.

Hva blir den viktigste oppgaven i din nye stilling?

Jeg skal etablere en kundereise som sørger for god ivaretagelse av OSU sine boligkjøpere, og bidra til økt kundetilfredshet blant våre boligkunder. Dette omhandler blant annet å sørge for velfungerende kommunikasjonsrutiner, gode tilvalgsprosesser, oppfølging og involvering gjennom digitale og fysiske aktiviteter samt å bidra til at OSU sine partnere har full innsikt i vår tankegang som omhandler sluttbruker og en fornøyd boligkunde.

Hva er de viktigste egenskapene du tenker var avgjørende for å få jobben?

Jeg har tidligere nesten utelukkende hatt nyetablerte stillinger og prosjekter. Min nåværende stilling i OSU er intet unntak. Jeg trives med, og har blitt godt vant til, å ikke komme til dekket bord, men måtte igangsette, etablere og tråkke opp veien videre. En del må bli til mens man går, og ting blir ikke alltid som man hadde planlagt. Det å ikke være redd for å skulle ta fatt på noe nytt tenker jeg er en fordel.

Hva er de viktigste egenskapene du ser etter om du selv skal ansette noen?

At personen er engasjert og dedikert og er en god lagspiller som jobber målrettet.

Og sist, men ikke minst, er åpen og genuin – og evner å bygge gode relasjoner.

Hvor ofte bør man skifte jobb eller se seg om etter ny jobb?

For meg handler dette om mulighetene man har hos sin arbeidsgiver – når det gjelder både personlig og faglig utvikling. Føler du at det blir ivaretatt og verdsatt, og at trivselen er høy, så vil det bidra til at du blir hos samme arbeidsgiver over flere år. Dersom dette ikke er tilfellet, så er det forståelig at en arbeidstaker vil se seg om etter nye utfordringer.

ANDERS SLEIRE



Fra: Senior Data Scientist i Tryg forsikring
Til: Chief Data Scientist i Horde

METTE TALSETH SOLNØRDAL



Fra: Universitetslektor, Handelshøgskolen ved UIT Norges arktiske universitet
Til: Førsteamanuensis i innovasjon og bærekraft og Prodekan for undervisning og Ph.d. utdanning ved Fakultet for biovitenskap, fiskeri og økonomi, UiT

JAN ERLEND INNSELSET



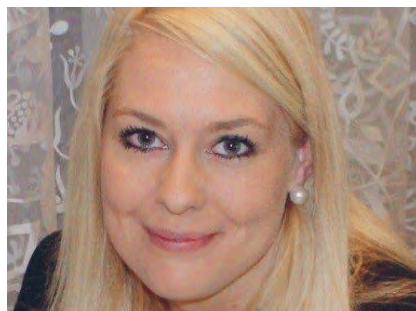
Fra: Direktør Virksomhetsutvikling, GK Gruppen
Til: Direktør for strategi og forretningsutvikling, Skanska Norge

TONY FLO VÅGE



Fra: Bedriftsrådgiver/ Sparebanken Møre
Til: Bedriftsrådgiver/ Handelsbanken

KARI ANNE RØYSLAND



Fra: Kommunikasjonsrådgiver ved OsloMet- Storbyuniversitetet
Til: Web- og innholdsansvarlig på Visit Sørlandet.

THOMAS ENGBERG



Fra: Finansdirektør i BMI Norge AS
Til: CFO i Norgips Norge AS

KIRSTEN RAVNA ØSTBY



Fra: Seniorrådgiver Sametinget
Til: Seniorrådgiver Bedriftskompetanse AS

LINE FISKERSTAND



Fra: Seksjonsleder HR, HMS, Lønn og arkiv/Fung. HR-sjef, Norges idrettshøgskole
Til: Avdelingsdirektør personal, organisasjon og styring, Nærings- og fiskeridepartementet

INGVILD H. KJØRREFJORD



Fra: Innovasjon Norge, Eu-rådgiver
Til: Head of Innovation, StormGeo



DIREKTE TALT

Våg å tenke annerledes Trygve Sunde Kolderup

FØLG HJERTET

Endel burde ta modigere valg og følge hjertet mer enn fornuften når de skal velge yrke.



TEKST OG FOTO: RONJA SAGSTUEN LARSEN

Stort potensial

Jeg har en bachelor fra NHH, men fullførte ikke masteren der. Man lærer mye bra, men jeg tror at mange som går der, ofte velger litt smalt når de senere skal ut i jobb. Det trengs flinke økonomer i langt flere roller i samfunnet enn det studentene derfra søker seg til når de er ferdige på NHH.

Du blir det de forteller deg at du er

Det er mulig det er annerledes nå, men jeg opplevde at det tidvis var en litt lite ydmyk kultur på skolen. Du skulle ikke ha gått der så veldig lenge før du var indoktrinert i prat om å bli en av morgendagens ledere. Det er ikke sikkert ureflekterte 19-åringer har så godt av sånt prat. Jeg tror mange fort kan gå ut derfra med litt for høy selvtilitt. Det er synd, for jeg mener at ydmykhet er en viktig egenskap hos ledere.

Våg å velge med hjertet

Jeg har gjort ting jeg synes er gøy, hele tiden, og jeg tror en del burde ta modigere valg og følge hjertet mer enn fornuften når de skal velge yrke. Jeg tror nok det er mange fra NHH som angrep på yrkesvalget de tok, for særlig i årene etter at vi var ferdige, var det mange som pratet mye om hvor kjedelig de hadde det på jobben. Jeg ble kanskje litt misunnelig fordi de fikk viktige og meningsfylte jobber, men jeg klarte aldri å relatere til diskusjonene om hvor kjedelig det var på jobben, for jeg hadde det helt annerledes selv.

Lærte du noe på NHH som du har tatt med deg videre i karrieren?

Det er kanskje litt farlig å si nei? Jeg har verken brukt finansregnskap, anvendt matematikk, velferdsteori eller økonomisk historie i jobben min, men jeg tror at man heller tar med seg tankesett, strukturer eller forståelse. Det jeg selv har brukt av Excel-ark og budsjettering i jobben, hadde jeg fint forstått uten å ha gått på NHH.

Veiskillet

NHH er god på det sosiale. Jeg hadde aldri gått der hvis ikke det var for at det var så mye trivelig som skjedde.

Heldigvis hadde jeg ufortjent gode kompiser der, som også hjalp meg gjennom gruppeeksamener på skolen. Nå tar jeg igjen for all hjelpen jeg fikk, ved å gi dem tur- og ferietips. Det var mye med pensum jeg ikke klarte å engasjere meg i, og det ble veldig raskt mye morsommere å jobbe med Fri Flyt enn å sitte og følge forelesningene på skolen. Vi utviklet Fri Flyt fra å være et bitte lite skimagasin til et forlagshus med mer enn 20 ansatte. Jeg kombinerte jobben med skole så langt det gikk, men da jeg kunne ta bachelor, ble det naturlig å avslutte skolegangen. Jeg er i grunnen fornøyd med at jeg holdt ut så lenge i studiene.

TOPP TRE TURDESTINASJONER:

ØYHOPPING: Helgelandskysten er fantastisk om sommeren. Travel-pass Nordland er Norges beste reiselivsprodukt, og med ukeskortet (reis så mye du vil for 990 kroner) kan du dra på spennende øyhopping og fantastiske fjellturer og padle mellom 12 000 øyer!

SOLVORN I SOGN: Gå turen til Molden og avslutt med et bad på stranda i Solvorn på kvelden. DNT-hyttene på Tungestølen og Fannaråkhytta er også verdt å få med seg, det samme er turen inn i Mørkrisdalen.

TELTOVERNATTING PÅ PREST: Skal du bo én natt i telt i sommer, så bør det være på fjellryggen høyt over Aurland. Kort vei fra bilen, vanvittig vakkert og fantastisk solnedgang.

I dag er jeg ansvarlig for naturforvaltning og bærekraft i Den Norske Turistforening.

Vi vil gjøre vårt for at friluftslivet i Norge skal bli grønnere og klimaavtrykket lavere. En løsning på det er delingsøkonomi, og det har DNT drevet med i over 125 år – lenge før alle andre begynte med det. I tillegg må vi jobbe med transporten. Derfor får alle overnattingsgjester på Haukeliset og Gjendesheim nå et grønt gavekort dersom de benytter seg av buss til hyttene.

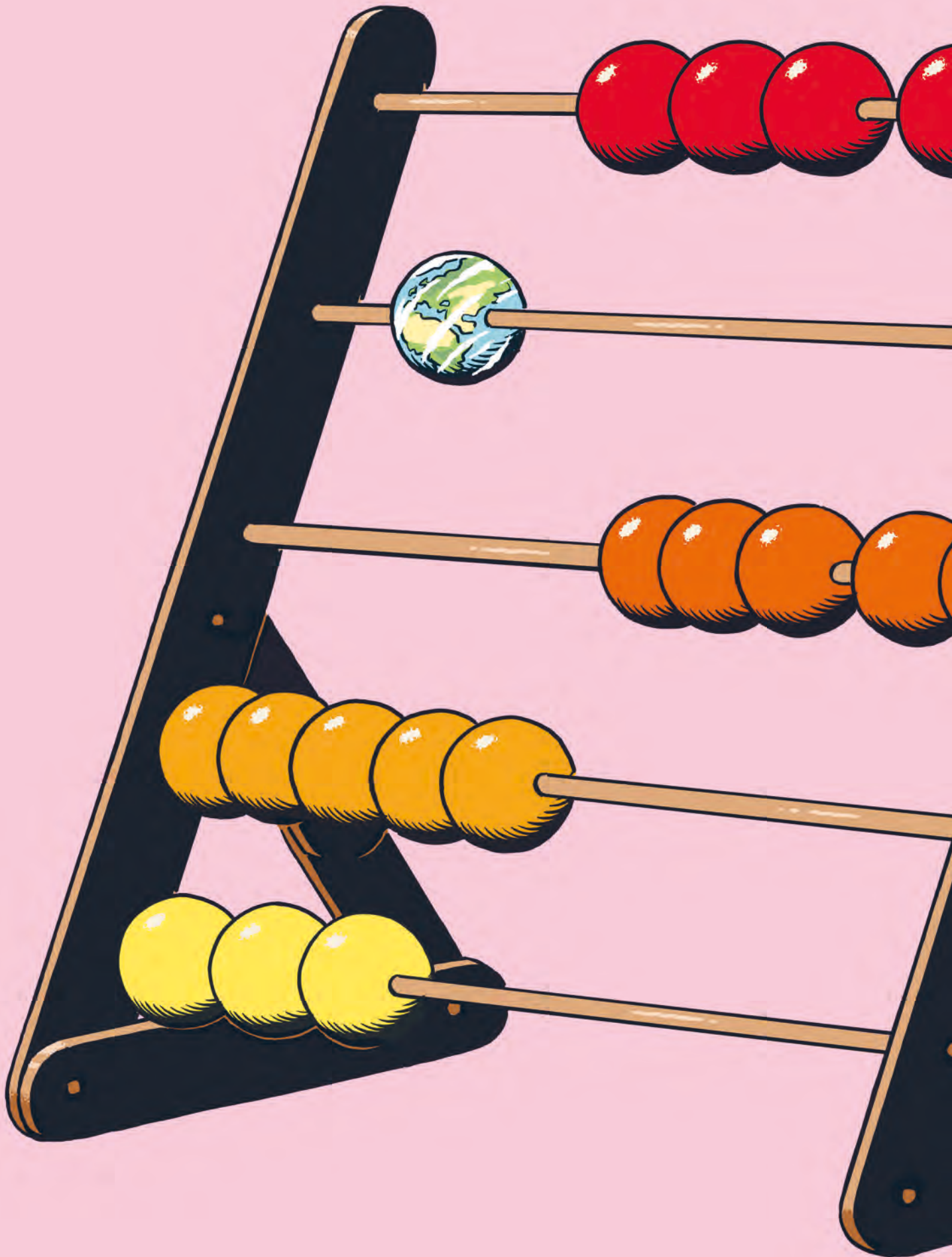
Fremover må vi også satse på utleie av utstyr. Hver av oss kan ikke ha garasjen full av utstyr vi bruker bare noen få ganger i året.

TRYGVE SUNDE KOLDERUP

Alder: 43

Stilling: Seksjonsleder for natur og bærekraft i Den Norske Turistforening (DNT). Tidligere reiselivsgründer og initiativtaker til Nasjonale turiststier. Turbokforfatter. Redaktør i skimagasinet *Fri Flyt*, *UTE* og *Fjell & Vidde*

Fun fact: Driver et lite overnattingssted på Træna på Helgelandskysten
Siste året på NHH: 2004–2005





FINANSIELL ANALYSE
OG BÆREKRAFT

Naturen kaller

**Fortidens økonomer
skulle redde bunnlinjen.
Fremtidens økonomer
skal redde jorden.**

FORSKERPROFIL

Tilbake til naturen

62

Anders Waage Nilsen

Aksel Mjøs forlot finanskariere i London for å bli sauebonde på familiens småbruk. Nå er han instituttleder ved NHH. – Bærekrafttemaene er blitt veldig viktige, selv for hardcore finansfolk, sier Mjøs.

FINANSIELL ANALYSE OG BÆREKRAFT

Fagleder

66

Aksel Mjøs

Klimastrategien til fire store olje- og gasselskaper og deres prising^R

69

Terje Erikstad, Morten Jensen, Morten Monsrud og Kristian Ruth

Artikkelen analyserer om forskjeller i fire oljeselskapers klimastrategi er gjenspeilet i prisingen av selskapene. Forfatterne finner aksjemarkedet er mindre positive til selskapene som ikke har en tydelig og offensiv klimastrategi. Oljeselskapene er blitt sterkt nedpriset både i forhold til markedet ellers og egen historiske prising. Samtidig finner artikkelforfatterne at selskapene med en tydelig bærekraftstrategi ikke nødvendigvis belønnes – ennå, men de straffes i mindre grad.

Nordisk treforedling og det grønne skiftet^R

77

En sammenlignende bærekraftsanalyse av Borregaard, Stora Enso og UPM Kymmene

Kjetil Gregersen, Thomas Lie, Bjørn Morstad og Sindre Sørbye

Treforedlingsindustrien er energiintensiv og har betydelige utslipp av klimagasser og kjemikalier. Forfatterne viser hvordan det er forskjeller i selskapenes oppfatning av vesentlighet og valg av bærekraftsmål når de rapporterer på bærekraftsområder. Alle de analyserte selskapene har satt seg ambisiøse bærekraftsmål og scorer

gjennomgående høyt på ulike rangeringer der bærekraftarbeid og -rapportering vurderes, og har knyttet seg til ulike standarder.

Kva betyr det at noko er vesentleg i ein berekraftssamanheng?^R

87

Aksel Mjøs, Sveinung Jørgensen og Lars Jacob Tynes Pedersen

Selskaper som rapporterer på bærekrafttema kan legge til grunn ulike rapporteringskriterier, avhengig av utgangspunkt. Artikkelforfatterne tar utgangspunkt i to ulike standarder, og drøfter ulikhetene med særlig vekt på brukerperspektivet. De finner at ulike tilnærminger til vesentlighetsvurderingene kan føre til misforståelser hos brukerne, og konkluderer med at det er viktig at selskaper tydelig identifiserer, prioriterer og offentliggjør sine vesentlighetvurderinger i all bærekraftsrapportering.

EU-taksonomien – erfaring fra praktisk implementering^R

93

Jørn Gunnar Kleven

Her får du en overordnet presentasjon av EUs klassifisering av bærekraftige aktiviteter, EU-taksonomien, og hva den medfører for bedrifter allerede for fjorårets rapportering. Lov om bærekraftig finans ble vedtatt i Stortinget i desember 2021, men vil først være effektiv senere i 2022. Finansdepartementet anbefaler likevel selskaper som er foreslått omfattet av rapporteringsplikten, å inkludere taksonomirelatert informasjon i sine årsrapporter for 2021.

Hvordan kan banker vurdere ESG-risikoen i lån til små og mellomstore bedrifter?^R

103

Jørund Buen, Mathias Grude Eikseth, Paul Harper, Svein Bertil Rekdal og Kristine Kopperud Timberlid

Det er krevende å etterleve lovkrav for vurdering av ESG i lånesaker, både for låntager og långiver. Begge parter mangler erfaring og kompetanse, saksfeltet er i rask regulatorisk utvikling, og stadig nye temaer viser seg å bli finansielt vesentlige og ha innvirkning på låntakers kredittverdighet. Videre innebærer denne vurderingen en omfattende

dokumentasjonsbyrde. Forfatterne finner derfor at ESG-vurdering kan medføre ytterligere endringer i finansbransjen, samt fortsatt konsolidering i den norske banksektoren.

Grønn risikopremie i det norske obligasjonsmarkedet^R

109

Robert Øvrebø

Grønne obligasjoner utgjør en stadig viktigere andel av fremmedkapitalmarkedet. Forfatteren undersøker det norske markedet, og ser om det er støtte for antagelsen om at slike papirer gir tilgang på billigere finansiering. Han finner at utstedelse av grønne obligasjoner kan ha medført at låntakere har oppnådd bedre rentebetingelser. Forfatteren konkluderer videre med at prisingseffekten fremstår som noe større ved første gangs utstedelse av grønne obligasjoner, og at grønne obligasjonslån i gjennomsnitt har noe lengre løpetid enn tradisjonelle obligasjoner.

Etablering av grønne rammeverk for finansiering^R

114

Jørn Gunnar Kleven

De senere årene har markedet for grønne obligasjoner vokst kraftig. Samtidig er det blitt utviklet flere standarder og veiledere for både grønne lån og grønne obligasjoner. Fremover forventes det at EUs taksonomi vil medføre en tettere knytning mellom definisjonen av bærekraftig aktivitet og grønne obligasjoner gjennom etableringen av EU Green Bond Standard, som forventes vedtatt i 2022. Artikkelen presenterer regelverket, som er å anse som bransjestandard. Forfatteren gir også en innføring i de ulike skritt en låntaker normalt går gjennom ved utstedelse av grønne lån.

ORGANISASJON OG LEDELSE

Orkestrert læring og global kulturbygging^F

121

Hvordan Elkem ASA skaper prosessforbedring i sin globale organisasjon

Torbjørn Hekneby, Jonas A. Ingvaldsen, Jos Benders, Jan Inge Jenssen og Katja Lehland

Elkem har gjennom 15 år utviklet, innført og distribuert et program for prosessforbedring i sin globale organisasjon. Konseptene ble ikke brukt som beste praksis, men som inspirasjon til eksperimentering og læring. Funnene gir viktig læring for ledere som ønsker å sette kontinuerlig forbedringsarbeid i system.



Tilbake til naturen

– Uten økonomer som kan regne, klarer vi ikke å løse miljøkrisen, sier Aksel Mjøs, leder for institutt for finans på Norges Handelshøyskole.

**UT MOT HAVET:**

Sauebonde og forsker Aksel Mjøs har merket seg et paradigmeskifte.

– Etter 2018 har det vært en helt annen anerkjennelse av at eksternaliteter er en del av regnestykket. Både kunder, myndigheter og andre interessenter stiller nå helt nye krav, sier han.

TEKST OG FOTO: ANDERS WAAGE NILSEN

Det er vinter, men grønnkålen i plantekassen lever i beste velgående. Ettermiddagssolen kaster et siste blikk på Hoshovde, et idyllisk lite mikrosamfunn lengst nord på Osterøy. En liten saueflokk på helårsbeite kommer løpende mot Aksel Mjøs. Den høyreiste vestlendingen, tidligere kjent som visepresident i Morgan Stanley, rister litt på en plastboks med pellets.

– Nå blir de ivrige, sier han.

– Lyden av kraftfôr er den eneste form for betinget læring som fungerer på disse dyrene.

Hvordan kan vi komme forbi de fagre ordene og med grundighet regne inn klima- og miljøkonsekvenser i finansielle analyser? Det er tema for denne utgaven av *Magma*. Spørsmålet har blitt stadig viktigere for Mjøs og fagmiljøet han leder de siste årene. Fra småbruket med eventyrlig utsikt vestover mot Osterfjorden føles både klimakriser og globale kapitalmarkeder langt unna. Men vi er alle, uansett hvor vi bor på kloden, innvevet i det komplekse samspillet mellom teknologi, kreativitet, rammebetingelser og globale kapitalstrømmer.

– Det vi økonomer er gode på, er å regne på rett bruk av knappe ressurser. Fremover må vi bli flinkere til å gjøre eksternaliteter til en integrert del av analysene våre. Hvis vi ikke klarer å regne på hva som er de riktige investeringene, har vi ikke sjans til å få endret økonomien og dermed samfunnet i bærekraftig retning fort nok, sier Mjøs.

Aksel Mjøs vokste opp som prestesønn i Mosjøen og på Osterøy. Han stod klar som nyutdannet økonom da finansmarkedene kollapset og jappetiden krasjlandet i 1987. Ved en tilfeldighet ble han analytiker i Vesta-gruppen. En sti åpnet seg, som raskt ledet videre til stadig mer ansvarsfulle lederverv. Etter noen år som leder i Vital Forsikring havnet han i et hektisk liv i London, som visepresident hos Morgan Stanley. Deretter ble han sjef for DNB kapitalforvaltning.

– Politikere og byråkrater gjør en viktig jobb, men de kan aldri fikse klimakrisen uten engasjementet fra næringslivet og kapitalmarkedet.

– Pengebruk i seg selv er ikke noe måltall for endring. Vi trenger bedre forståelse av hvilke investeringer som virker og ikke virker.

– Jeg trivdes veldig godt som toppleder i finansbransjen. Vi jobbet med spennende kunder, gjorde grundig prosjektarbeid med gode restruktureringsprosjekter. Dette er proffe aktører som jobber i velfungerende markeder. Finanskompetanse trengs, det er samfunnsbyggende virksomhet, sier han i dag.

Selv om alle karrierepiler pekte oppover, byttet han i 2001 ut det godt betalte topplederlivet med doktorgradsarbeid. Samtidig overtok han og konen familiens småbruk på Osterøy utenfor Bergen. De moderniserte det nydelige laftehuset og engasjerte seg også i lokalsamfunnet.

– Jeg vil ikke forherlige dette valget. Det enkleste hadde vært å fortsette topplederkarrieren. Men noen ganger i livet må man ta aktive valg. Jeg er oppvokst i et samfunn med tette bånd, omgitt av smålånne vestlendinger. For meg er mennesker det viktigste. Forbruksmaksimering aldri vært noe mål for meg, sier Mjøs.

Som instituttleder har han de siste årene vært vitne til et økonomifag i stor endring. Da kurset i *sustainable finance* på NHH ble lansert for tre år siden, var knapt 70 studenter interessert. I år er mer enn 250 studenter påmeldt. NHHs nye strategi har «sammen for bærekraftig verdiskaping» som visjon. Det er nå knapt mulig å komme seg gjennom et studieløp ved den tidligere blårssbastionen uten å berøre temaer som sirkulærøkonomi, livssyklus og klimarisiko. Da Mjøs og kollegaene i 2020 lanserte et etterutdanningsprogram i bærekraftig finansanalyse, meldte 35 høyt kvalifiserte personer seg på, flere av dem anerkjente finansprofiler. De avsluttende oppgavene var tankevekkende, innsiktsfulle og kreative. I denne utgaven av *Magma* er Aksel Mjøs fagredaktør, og de fleste fagartiklene er skrevet av disse studentene basert på deres oppgaver.

– Det har vært mye bullshit og sjekklister når temaet er bærekraft. Men klimaet bryr seg ikke om hvor mye kapital vi investerer. Pengebruk i seg selv er ikke noe måltall for endring. Vi trenger bedre forståelse av hvilke investeringer som virker og ikke virker. Kvantifiserte analyser støtter utviklingen i bærekraftig

retning, de står ikke i veien for den. Kompetansen vår har blitt viktigere. Det er viktig at vi tar vare på faget vårt.

– Vil du karakterisere dette som et paradigmeskifte?

– Ja, det vil jeg si. Etter 2018 har det vært en helt annen anerkjennelse av at eksternaliteter er en del av regnestykket. Både kunder, myndigheter og andre interessenter stiller nå helt nye krav. Naturmangfold og klima utgjør ekte og målbar risiko. Det er mange myter om blårss, vi har definitivt en kommunikasjonsutfordring. Bærekrafttemaene er blitt veldig viktige, selv for hardcore finansfolk, sier Mjøs.

– Vi har kjent til klimautfordringene i 30 år. Først nå er bærekraft inkludert som et kjernetema i økonomifaget. Er man ikke litt sent ute?

Aksel Mjøs stopper opp, løfter kaffekoppen, ser tenksomt ut kjøkkenvinduet over en snauklipt innmark som ligger og lader opp til våren. På nabotomten kappes bjørkeved; bondesmart hedging mot stadig høyere kraftpriser.

– Selvfølgelig kommer dette for sent. Det eneste forsøk på forsvar er at vi er i sørgelig dårlig selskap. Faget har speilet verden rundt oss. Vi har levd i en virkelighet preget av ignoranse fra kundesiden, manglende reguleringer, dårlige data og fravær av politisk vilje.

Da Aksel Mjøs var barn, hadde han gule notatblokker der han skrev ned en ny idé hver eneste dag. Kreativitet og skaperkraft har alltid vært viktig for ham. Som student dro han i gang en utleiebusiness, han har vært medstifter av et helseteknologiselskap og i mange år vært styreleder i Kavlifondet. Da han var 50 år og ikke ønsket seg gaver, samlet han heller inn penger til et jenteprosjekt i Bangladesh. Initiativet inspirerte etableringen av i nonprofit-selskapet Gi Gaven Videre, som nylig fikk sin første ansatte og har samlet inn nesten fem millioner kroner til veldedige prosjekter. Det var også utsikten til mer kreativ frihet som lokket ham til forskningen.

– Politikere og byråkrater gjør en viktig jobb, men de kan aldri fikse klimakrisen uten engasjementet fra

næringslivet og kapitalmarkedet. Vi trenger dynamikken, kreativiteten og risikoviljen for å komme opp med og finansiere de nye lønningene, sier Mjøs – som paradoksalt nok har havnet som mellomleder i en statlig institusjon.

– Jeg hater møter, og sånn sett passer denne jobben dårlig for meg. Men over tid har jeg lært at lederskap betyr noe. På instituttet er jeg omgitt av flinke og flotte mennesker med tolv ulike nasjonaliteter. Mangfoldet og den faglige nysgjerrigheten gir meg inspirasjon til å fortsette.

Fremover ser han nye og spennende muligheter i grenseflatene mellom økonomifaget og klima, naturmangfold og sosial bærekraft. Og han tror det norske fagmiljøet har mye å bidra med.

– Norge er et veldig bra land for oss finansforskere. En amerikansk forsker sa en gang til meg at Norge er «The Holy Grail of Data», siden vi forskere får innsyn i så mange gode datasett fra hele samfunnet. Vi bruker skatteetatens data om verdiene i alle selskaper, og kan studere avkastning og risiko over tid på et helt annet nivå enn mange av våre utenlandske kollegaer, sier Mjøs – som også ledet Regjeringens kapitaltilgangsutvalg i 2017.

Han er optimistisk med tanke på utviklingen fremover.

– Det skjer mye positivt nå, ikke minst det regulatoriske arbeidet som skjer i EU. Taksonomien driver oss i retning av standardisering og felles måltall. Den naturvitenskapelig innsikten er i ferd med å bli oversatt til noe den enkelte bedrift kan måles på og forholde seg til, sier han.

Solen har gått ned over velstabilede tørrsteinsmurer. Nakne løvtrær strekker seg mot kveldshimmelen.

Det klinger en optimisme i stemmen til Aksel Mjøs når han snakker om fremtiden til økonomifaget. Bedre og standardiserte data setter finansforskere i stand til å utvikle en ny generasjon metoder og analyser.

Vi har proffe finansfolk og velfungerende finansmarkeder. Som forskere må vi få



dypere forståelse for fremtidige konsekvenser av endringer i natursystemet og nye offentlige reguleringer. Vi trenger å skjønne hvordan markedene responderer, hvordan det påvirker verdsettingen.

– Kan man si at det grønne skiftet også gjør økonomifaget mer interessant?

– Ja, det kan du kanskje si. Komplexiteten øker. Mikroøkonomien spiller sammen med makroøkonomien. Endringer av insentivene i liten skala kan få store systemkonsekvenser. Det å finne ut hvordan man kan oppnå gevinst i en verden som endrer seg, er et viktig strategitema. Det å finne og måle de gode nøkkeltallene er et regnskapstema. For oss i finansfaget er spørsmålet hvordan man verdsetter prosjekter og selskaper. Dette er viktige spørsmål. Hvor kapitalen flyter, har stor betydning for samfunnsutviklingen.

UTGAVENS FAGREDAKTØR AKSEL MJØS

- 57 år
- instituttleder ved institutt for finans ved Norges Handelshøyskole
- tidligere toppleder i finansbransjen, blant annet vise-president i Morgan Stanley og CEO i DNB Asset management
- tok sin ph.d. på NHH i 2007
- bosatt på et lite småbruk ved Hosanger på Osterøy sammen med sin kone
- to sønner og syv sauer

Kva er berekraftig finans – og kvifor bryr vi oss?

Tradisjonelt har ein fokusert på at berekraftsomsyn vil føra med seg auka kostnader og auka risiko, men dei felles utfordringane våre gjev også grunnlag for nye, lønsame verksemder.



Aksel Mjøs er førsteamanuensis og instituttleiar ved Institutt for finans ved Norges handelshøyskole (NHH). Han er og ansvarleg for etterutdanninga i finans ved NHH. Han har tidlegare mellom anna vore administrerande direktør i DnB Kapitalforvaltning og visepresident i Morgan Stanley Investment Banking i London. Mjøs er i dag medlem, tidlegare styreleiar, i Kavlifondet, var leiar av regjeringa sitt kapitaltilgangsutval og grunnleggjar av Gi Gaven Videre, som leverer digitale gavekort som mottakaren kan gi vidare til eit godt føremål. Mjøs er fagredaktør for *Magma* nr. 1 i 2022.

Omgrepet *berekraftig finans* har fått stadig meir merksemd, sjølv om forståinga kan variera. Målet med å fokusera på berekraftig finans i denne utgåva av *Magma* er å kasta lys over viktige sider ved temaet. Det gjeld både korleis berekraftsomsyn påverkar ei verksemd, òg korleis verksemder påverkar klima, natur og samfunn rundt seg, altså at dei er såkalla dobbelt vesentlege.

Norges handelshøyskole (NHH) og Norske Finansanalytikerforening (NFF) har samarbeida om etterutdanning i finans sidan AFA-studiet (for å utdanna autoriserte finansanalytikarar) starta i 1988. Dei siste åra har både NHH og NFF fokusert vesentleg på berekraftig finans i sine utdanningstilbod. I 2019 starta eit felles prosjekt med å utvikla eit etterutdanningsstudium innan temaet, og i oktober 2020 vart første samling for 35 studentar på studiet i berekraftig finansiell analyse arrangert. Studiet dekkar berekraft generelt, kva dette betyr i verksemder og i finansinstitusjonar, korleis det påverkar finansiell verdsetting, og korleis ein skal forvalta finansielle porteføljar og ta omsyn til berekraft. Hensikten med studiet er at studentane utviklar betre innsikt og kompetanse i å ta omsyn til berekraft i finansielle analysar av verksemder og porteføljar.

Studiet går årleg, og neste kull startar hausten 2022.

Fagoppgåvene som vert skrivne i kurset, er i seg sjølv svært interessante, sidan dei er skrivne av engasjerte og vel

skolerte studentar med mangfaldig bakgrunn frå finans, anna næringsliv og offentleg sektor. Dei står fritt til å velja tema som engasjerer, innanfor fagfeltet berekraftig finans, og der kan dei bruka av det dei lærer på studiet. Fem av oppgåvene frå første studentkull er, i omarbeidd form, med i denne utgåva av *Magma*. Dei representerer aktuelle tema frå ulike finansielle vinklingar, både frå aksjemarknaden, låne-marknaden og bankperspektivet. I tillegg tar ein artikkel føre seg den praktiske iverksettinga av EU sin taksonomi. Innleiingsvis er det ein artikkel som drøftar kva som eigentleg er vesentleg for berekraft, og kva misforståingar det er rundt definisjonane i den samanheng.

Studiet fokuserer på korleis ein tek omsyn til berekraft utan å kasta på båten dei finansielle modellane og den finanskompetansen vi har frå tidlegare. Finansfaget reknar på verdsetting av retten til framtidige kontantstraumar, og analyse av finansielle verdier der ein tek omsyn til relevant risiko, er det som skil finans frå andre delar av økonomifaget. Verdsetting av verksemdar der ein tek omsyn til berekraftsdimensjonane, er difor viktig. I økonomien er slike tema ofte kalla eksternalitetar, det vil seie verknadar på omgjevnadane som ikkje vert fanga opp (internalisert) i verksemda, og difor verksemda sin rekneskap. Eit tradisjonelt eksempel er forureinande utslepp, enten som røyk eller forureina spillvatn. Tradisjonelt har verksemdar kunna forureina slik utan at det har hatt konsekvensar for dei, ein typisk negativ eksternalitet. Positive eksternalitetar kan vera lokale arbeidsgjevarar som både utdannar kompetent arbeidskraft, er medspelar med andre lokale verksemdar og generelt bidreg til å halda liv i og utvikla eit lokalsamfunn. Dette er verdifullt, men vert ikkje fanga opp av deira eigne rekneskap. I seinare tid opplever vi at stadig fleire av desse eksternalitetane vert internaliserte. Eksempelvis kjem det reguleringar av utslepp, og avgifter knytt til desse. I tillegg til reguleringar stiller medvitne kundar, tilsette og samfunnet elles no tydelegare krav til at verksemdar tek ansvar og ryddar opp etter seg. Det er ikkje lett å rekruttera dyktige nyutdanna kandidatar om ikkje verksemda har ein truverdig strategi på berekraftsområdet. Reguleringar i seg sjølv verkar direkte på verksemdene, men òg indirekte gjennom dei som sikrar finansieringa, bankar og fondsforvaltarar. EU-taksonomien og EU sine rapporteringsdirektiv er sentrale og kraftfulle tiltak på dette feltet.

Merksemd om berekraftig finans i eit verksemdsperspektiv handlar difor om å inkludera verdirelevante eksternalitetar i verdsettinga, til dømes i estimeringa av framtidige inntekter, kostnader og investeringsbehov. Inntektene kan påverkast av om det ein sel, vert oppfatta som konkurransedyktig i eit berekraftsperspektiv, og vil difor enten auka eller falla over tid. Kostnadane kan påverkast av til dømes avgifter knytt til utslepp eller høgare driftskostnader ved meir berekraftig produksjon. Investeringsane vil tilsvarende måtta inkludera det som trengst for å leggja om produksjonsprosessane for å verta meir berekraftige. Tradisjonelt har ein fokusert på at berekraftsomsyn vil føra med seg auka kostnader og auka risiko, men dei felles utfordringane våre gjev også grunnlag for nye, lønsame verksemdar. Om verdssamfunnet skal nå berekraftsmåla, er vi avhengige av god kommersiell innovasjon og investeringskapasitet, og dette

resulterer i verdifulle produktutviklingsprosjekt i verksemdene. Trass i varierende verdsetting er vel hovudinntrykket at også aksjemarknaden verdset såkalla grøn innovasjon.

I artikkelen «Klimastrategien til fire store olje- og gasselskaper og deres prising» ser forfattarane på korleis aksjemarknaden prisar fire ulike olje- og gasselskap, to europeiske og to selskap frå USA. Desse selskapa har vesentleg ulike strategiar for å møte utslepps- og andre berekraftsutfordringar, og dette syner seg stadig meir i verdsettingane. Marknaden ser ut til å straffa selskap som ikkje offensivt møter slike nye krav. I denne sektoren kjem berekraftskrava ikkje minst gjennom reguleringar og skattar som direkte påverkar lønsemda.

Det er ikkje lett å rekruttera dyktige nyutdanna kandidatar om ikkje verksemda har ein truverdig strategi på berekraftsområdet.

I artikkelen «Nordisk treforedling og det grønne skiftet – en sammenlignende bærekraftsanalyse av Borregaard, Stora Enso og UPM Kymmene» samanliknar forfattarane tre selskap i ei klassisk nordisk næring, treforedling. I tillegg til å gjennomgå deira strategiar og korleis dei rapporterer om relevante berekraftstema, gjennomfører dei ein scenariobasert verdsettingsanalyse av selskapa. Sidan det ofte er vanskeleg å ha grunngjevne forventningar til éin serie av framtidige kontantstraumar, er det nyttig å utvikla fleire, internt konsistente, scenario for kontantstraumane. I denne artikkelen knyter dei seg til ulike scenario for klimautslepp og politikkrespons, som definert av *Network for Greening of the Financial System*, ein organisasjon av sentralbankar og tilsynsorgan.

Kva er så vesentleg i ein berekraftssamanheng? I artikkelen «Kva betyr det at noko er vesentleg – i ein berekraftssamanheng?» drøftar vi spenningane mellom ulike sett definisjonar av kva som er vesentleg ved vurdering av berekraftstema for ei verksemd. Sustainability Accounting Standards Board (SASB) er opptekne med det som er finansielt vesentleg, medan Global Reporting Initiative (GRI) har ein vidare definisjon og tek og med det som er vesentleg for andre interessentar og samfunnet elles. Det er viktig at ein i omtalen av kva som er vesentleg, er medviten om kva definisjon ein følgjer. Artikkelen inneheld òg resultatet av ei undersøking mellom studentane på studiet berekraftig finansiell analyse.

EU sin nye taksonomi er det mest sentrale regelverket for å definera kva aktivitetar i verksemdar som er berekraft-

tige. Regelverket vert innført i nasjonale lover, også i Noreg, og det er difor viktig for verksemdar å forstå reglane og om dei driv i samsvar med desse. I tillegg vil det påverka tilgang til finansiering sidan både bankar og fondsforvaltarar får krav til korleis lån og investeringar skal samsvara med EU sine regelverk. Artikkelen «EU-taksonomien - erfaring fra praktisk implementering» gjennomgår nettopp korleis ei verksemd kan gå fram for å forstå og setja i verk taksonomien.

Den viser at i nokon grad kan berekraftige investeringar få marknadsfinansiering i obligasjonsmarknaden til lågare kostnad enn ved ordinær finansiering.

Den andre dimensjonen av berekraftig finans tek perspektivet til dei som finansierer selskapa, altså korleis skal investorar og porteføljeforvaltarar, men også bankar, sikra at dei investerer og lånar ut på ein berekraftig måte? Dette omfattar sjølvstøtt å samla opp berekraftsinnsikt om dei selskapa dei er investerte i, både generelt og i samsvar med nye regelverk. I tillegg kjem korleis ein tenkjer berekraftsstrategi på porteføljenivå, der eit sentralt spørsmål er om ein utelukkar mindre berekraftige selskap eller sektorar, eller om ein finansierer dei, og så arbeider aktivt med å gjera dei meir berekraftige.

Artikkelen «Hvordan kan banker vurdere ESG-risikoen i lån til små og mellomstore bedrifter?» adresserer direkte korleis bankane kan gå fram for å kartleggja berekraftstatus for små og mellomstore verksemdar som dei låner til. Dette er viktig både for at dei faktisk er med og sender kapitalen i ei berekraftig retning, men òg for å følgja opp dei nye rapporteringsregelverka sine.

I tillegg til banklån har vi tatt med to artiklar knytt til grøne obligasjonar og korleis ein kan nytta obligasjonsmarknaden til å finansiera særleg berekraftige prosjekt. Artikkelen «Grønn risikopremie i det norske obligasjonsmarkedet» dokumenterer utvikling og prising av grøne obligasjonar i den norske obligasjonsmarknaden. Den viser at berekraftige investeringar i noko grad kan få marknadsfinansiering til lågare kostnad enn ved ordinær finansiering. Selskap som vil låna gjennom grøne obligasjonar, må først ha på plass eit såkalla grønt rammeverk. Artikkelen «Etablering av grønne rammeverk for finansiering» gjennomgår kva dette krev av selskap og deira rådgjevarar for å skapa tillit hjå investorar.

Samla gjev fagartiklane ein brei gjennomgang av ei rekkje sentrale tema knytt til berekraftig finans. Temaa

heng tett saman med aktuelle utfordringar som praktiskarar møter, samstundes som arbeidet byggjer på solid innsikt innan berekraftsfeltet. I samband med studiet har vi også skrive læreboka *Norsif Guide to ESG integration in fundamental equity valuation*¹. Boka dekkjer grunnleggjande finansielle verdsettingsmetodar og korleis ein integrerer berekraftstema (ESG = environmental, social, and governance), samt kva som er den relevante informasjonen og dei indikatorane ein bør fokusera på i ulike næringar.

NOTER

- 1 Forfattarar er José Albuquerque de Sousa, Annie Bersagel, Carsten Bienz, Aksel Mjøs, Marte Siri Storaker og Isabelle Juillard Thompsen. Utgitt på Fagbokforlaget i 2021.

Klimastrategien til fire store olje- og gasselskaper og deres prising^R

SAMMENDRAG

I denne artikkelen har vi undersøkt klimastrategien til olje- og gasselskapene BP, Equinor, Chevron og ExxonMobil, og analysert om forskjeller i klimastrategi er gjenspeilet i prisingen av selskapene.

Vi finner et tydelig skille mellom selskapenes klimastrategi, hvor BP og Equinor har de mest offensive strategiene, mens Chevron og ExxonMobil nærmest er uten noen strategisk nyorientering vekk fra sin historie som olje- og gasselskaper.

Vi finner videre at karbonintensive selskaper har blitt sterkt nedpriset i forhold til både verdensindeksen og sin egen historiske prising. Dette gjelder både de fire selskapene vi har dybdeanalysert, og et bredere utvalg olje-, gass- og kullskaper.

Vi ser også tegn til at investorene differensierer mellom olje- og gasselskaper etter hvor ambisiøs klimastrategi

de har, ved at den historiske premien som amerikanske olje- og gasselskaper historisk har blitt priset med i forhold til europeiske, er i ferd med å forsvinne. Denne endringen i den relative prisingen sammenfaller i tid med at selskapene velger markant ulike klimastrategier.

Selskapsverdi mot investert kapital (egenkapital pluss nettogjeld) har falt dramatisk både for de nordamerikanske og de europeiske olje- og gasselskapene. Dette kan tolkes som et tegn på at investorene frykter at olje- og gasselskapene investerer i reserver som vil vise seg å måtte av-/nedskrives før opprinnelig levetid, såkalte klimastrandete eiendeler.

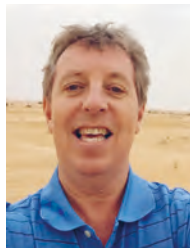
Fra februar 2021 til januar 2022 steg prisene på gass, kull og olje dramatisk. Chevron og ExxonMobil økte også klimambisjonene sine. Vi vurderer hovedbildet likevel som det samme som da analysen ble avsluttet i februar 2021.



Terje Erikstad er finansredaktør i *Dagens Næringsliv*. Han har en cand.mag. fra Universitetet i Oslo, master i finans fra Norges Handelshøyskole (NHH) (autorisert finansanalytiker og porteføljeforvalter, studium i *corporate finance* og bærekraftig finansiell analyse).



Morten Jensen er senior makroøkonom i DNB Markets. Han er samfunnsøkonom fra Universitetet i Oslo og autorisert finansanalytiker (AFA) med studiet i bærekraftig finansiell analyse ved NHH / Norske Finansanalytikers Forening (NFF). Erfaring fra Statistisk sentralbyrå (SSB), Econ analyse, Norges Bank Investment Management (NBIM) og DNB.



Morten Monsrud er seniorrevisor i DNB. Han har en MBA fra Washington State University og har studert bærekraftig finansiell analyse ved NHH/NFF. Erfaring fra DNB, Norges Bank Investment Management (NBIM) og Alfred Berg.



Kristian Ruth er fagsjef bærekraft i Finans Norge. B.Sc. fra UiO/NTNU og studium i bærekraftig finansiell analyse ved NHH/NFF. Erfaring fra rådgivnings-selskapene Sigla og Qvartz.

Introduksjon til Equinor, BP, Chevron og ExxonMobil

Klimastrategien til de fire selskapene vi har sett på, er i stadig utvikling. I vår gjennomgang av selskapene har vi i all hovedsak lagt til grunn de mest oppdaterte offisielle publikasjonene fra selskapene selv, som for eksempel årsrapporter, kvartalsrapporter, kapitalmarkedsdager, bærekraftsrapporter og lignende. I tillegg har vi innhentet informasjon fra forskjellige mediekilder samt dataleverandører som Bloomberg. Vår vurdering er at dette materialet i all hovedsak gir et riktig bilde av deres posisjoner (per februar 2021).

Sammenligning av klimastrategien til Equinor, BP, Chevron og ExxonMobil

Vi har rangert selskapene ut fra seks parametere:

- 1) dagens klimagassutslipp i produksjonen
- 2) mål om utslippsreduksjon av klimagasser
- 3) selskapets syn på CO₂-avgift

- 4) fornybarkapasitet (både i dag og mål for fremtidig kapasitet)
- 5) bruk av scenarioanalyser i tråd med Parisavtalen
- 6) aktiviteter i CCUS (Carbon Capture Utilization and Storage)

Rangeringen er for det meste basert på sammenligning av kvantitative størrelser som CO₂-utslipp, produksjonskapasitet, fornybarkapasitet og investeringer i CCUS-teknologi, men også kvalitative størrelser som kvaliteten på rapportering og i hvilken grad selskapet har, og bruker, scenarioer i tråd med Parisavtalen. Rangeringen er basert på at beste selskap er nummer 1, og det dårligste er nummer 4.

Der det ikke har vært mulig å skjelne mellom to selskaper, har de fått rangering i forhold til de to andre selskapene. Der Equinor og BP for eksempel ikke var mulig å skjelne mellom på fornybarkapasitet og begge to lå langt foran Chevron og ExxonMobil, ble de begge rangert som 1, mens der det ikke var mulig å skjelne mellom Chevrons og ExxonMobils syn på CO₂-avgift, men de begge lå langt bak Equinor og BP, ble de begge rangert som 4. Det er viktig å presisere at rangeringen kun er relativ til de andre selskapene.

Oppsummering av sammenligning av klimastrategien til Equinor, BP, Chevron og ExxonMobil

Sammenligningen av de fire olje- og gasselskapene viser et tydelig skille mellom de europeiske selskapene Equinor og BP på den ene siden og de amerikanske selskapene Chevron og ExxonMobil på den andre siden. Equinor og BP har en strategi om å bli integrerte energiselskaper, mens Chevron og ExxonMobil sine strategier kan oppsummeres med at det i alle utslippsscenarioer vil være etterspørsel etter olje og gass i 2050, og de ønsker å være selskapene som skal levere det. Spesielt ExxonMobil satser tungt på et teknologisk gjennombrudd i CCUS-teknologi.

At det er et klart skille mellom hvor ambisiøs klimastrategi amerikanske og europeiske olje- og gasselskaper har, er også bekreftet i andre studier, blant annet tenketanken Carbon Trackers *How diverging oil and gas company strategies link to stranded asset risk*.

Et annet klart skille mellom de amerikanske og de europeiske olje- og gasselskapene er hvor godt de rapporterer på klima og andre ESG-faktorer.

En sammenligning av de fire selskapenes prising

Påvirker selskapenes klimagassutslipp investorenes beslutninger? Kan man avlese i markedspriser en endring i verdsettelsen av karbontunge selskaper versus andre selskaper?

For å besvare disse spørsmålene ser vi på fire ulike måter å verdsette selskaper på:

- 1) Aksjekursen delt på bokført egenkapital per aksje kalles for pris/bok. Jo høyere dette forholdstallet er, desto høyere avkastning på egenkapitalen venter aksjonærene at selskapet skal generere.
- 2) Aksjekursen delt på inntekter per aksje kalles for pris/salg. Dette forholdstallet indikerer hvor stor inntjening, og derfor verdiskaping, selskapet kan generere av sine salgsinntekter. Jo høyere tall, desto bedre lønnsomhet venter investorene.

- 3) Utbytte i prosent av aksjekursen kalles for direkteavkastning, eller *dividend yield*. Jo høyere dette forholdstallet er, desto større avkastning krever investorene for å investere i aksjen.
- 4) Selskapsverdien (*enterprise value*) målt mot investert kapital (utenom kontanter) er et forholdstall som viser hvor store verdier eiendelene i et selskap samlet ventes å generere fra sine investeringer. Selskapsverdien omfatter både det som er finansiert av egen kapital og gjeld.

Disse indikatorene er ikke uavhengige av hverandre. Men ved å måle selskapene etter alle de fire forskjellige tilnærmingerne får vi et mer robust bilde av hvordan de verdsettes.

De fire oljeselskapene vi har sett spesifikt på, er BP, Chevron, Equinor og ExxonMobil. For å få en større gruppe å kontrollere mot har vi også analysert åtte andre oljeselskaper. Seks av selskapene er europeiske, mens seks er nordamerikanske (fem fra USA og ett fra Canada). De fire andre europeiske oljeselskapene i tillegg til BP og Equinor er Eni (Italia), Repsol (Spania), Shell (Nederland/UK) og Total (Frankrike). De fire andre nordamerikanske selskapene i tillegg til Chevron og ExxonMobil er de tre amerikanske selskapene ConocoPhillips, EOG Resources og Phillips 66 samt kanadiske Suncor Energy.

Av samlet markedsverdi utgjør de europeiske selskapene rundt 40 prosent og de nordamerikanske rundt 60 prosent av utvalget.

Alle de seks europeiske selskapene har formulert både klimamål og en dreining over i retning av å bli brede energiselskaper. De har også signalisert eller er i ferd med å gjennomføre investeringsplaner i fornybar energi.

Alle de seks nordamerikanske selskapene har en langt mer beskeden klimaprofil enn de europeiske. De har heller ikke annonsert aggressive vekstplaner innen fornybar energi.

Det er derfor naturlig å gruppere de europeiske og de nordamerikanske hver for seg og sammenligne disse to gruppene.

Vi sammenligner oljeselskapene med verdensmarkedet for aksjer. Bloomberg har en egen global aksjeindeks som består av 4 381 aksjer (per 12.2.2021). Den har historikk tilbake til 2004. En delindeks til verdensindeksen består av kullprodusenter. Vi bruker den indeksen som en indikator på den mest karbontunge sektoren i aksjemarkedet.

Analysen vår har to dimensjoner. Den ene dimensjonen er den historiske utviklingen i den *absolutte* verdsettelsen av selskapene. Der sammenligner vi to tidsperioder. Den første er all historikk frem til og med oktober 2018. Den andre er de siste tolv månedene. Vi tar snittet for de fire verdsettelsesmultiplene i begge perioder og ser hvordan de har forandret seg for verdensindeksen, kullindeksen og de tolv oljeselskapene. Grunnen til at vi bruker gjennomsnitt, er at vi ønsker å rense bort kortsiktige svingninger og se om vi kan identifisere mer klare trender over tid.

Den andre dimensjonen er at vi ser på endringen av den *relative* verdsettelsen av selskapene, det vil si relativt til markedene. Vi sammenligner verdsettelsen av kull- og oljeselskaper relativt til verdensindeksen, pluss at vi sam-

Tabell 1. Sammenligning av klimastrategien til Equinor, BP, Chevron og ExxonMobil.

Parameter	Equinor	BP	Chevron	Exxon-Mobil
Dagens utslipp i produksjonen	1	2	3	4
Mål om utslippsreduksjon	2	1	3	4
Syn på CO ₂ -avgift	2	1	4	4
Fornybarkapasitet	1	1	3	4
Scenarioanalyser i tråd med Parisavtalen	1	2	4	4
CCUS-aktiviteter	2	2	2	1
SUM	9	9	19	21

menligner verdsettelsen over tid mellom de europeiske og de nordamerikanske olje- og gasselskapene.

Ved å sammenligne den relative verdsettelsen både mot verdensmarkedet og mellom selskapene i samme bransje tar vi høyde for at olje- og gasspriser varierer mye over tid. Implisitt forutsetter vår metode at endringer i olje- og gasspriser over tid påvirker alle de tolv oljeselskapene på samme måte. Vi mener at det er forutsetning som bør være rimelig robust, selv om den sikkert i perioder vil kunne gi ulike utslag mellom selskapene.

Analysen er basert på data hentet fra Bloomberg og bearbeidet i programmet Macrobond, som gir mulighet til å strukturere og bearbeide tallseriene nærmere. Ved å hente tallene fra databasen til Bloomberg kan vi bruke tidsserier som er definert på en konsistent måte for de ulike selskapene som inngår i analysen.

Funnene i analysen er presentert på én side for hver indikator. Sidene har to kolonner. I venstre kolonne presenteres de *absolutte* tallene for indikatorene. I høyre kolonne presenteres den *relative* utviklingen, både mellom de europeiske og de nordamerikanske selskapene samt mot verdensindeksen for aksjer.

Hovedfunn i analysen

Karbontunge selskaper straffes relativt til verdensmarkedet

- Alle de tolv oljeselskapene og de 21 selskapene som inngår i Bloomberg World Coal Index, prises langt lavere enn Bloomberg World Index. Det gjelder for alle de tre indikatorene pris/bok, pris/salg og direkteavkastning. Den siste indikatoren, selskapsverdi (*enterprise value*, EV) delt på investert kapital, brukes kun til å sammenligne olje- og gasselskapene innbyrdes.

- At både kull- og oljeselskaper prises lavere enn verdensmarkedet, er nytt. Historisk har de karbontunge selskapene, kull og nordamerikanske oljeselskaper spesielt, blitt priset med en premie relativt til verdens aksjer.

Karbontunge selskaper faller i verdi målt mot egen historie

- Kull- og oljeselskapene prises stadig lavere sett i forhold til sin egen historiske prising. Investorene verdsetter rett og slett både den bokførte egenkapitalen og salgsinntektene lavere enn før, i tillegg til at de krever en høyere direkte avkastning enn før for å eie de karbontunge selskapene.

Investorene tar hensyn til selskapenes klimastrategi

- Analysen vår indikerer at investorene differensierer selskapene etter hvor ambisiøs klimapolitikk de har formulert, og hvor mye de investerer i fornybar energi.
- Tallene viser nemlig at nordamerikanske selskaper tradisjonelt har blitt verdsatt med en premie sammenlignet med de europeiske selskapene. Vår analyse går ikke inn i hvorfor det har vært slik, men konstaterer at investorene historisk har foretrukket de nordamerikanske selskapene fremfor de europeiske oljeselskapene.
- Denne forskjellen i favør av de nordamerikanske selskapene er i ferd med å forsvinne. Det er naturlig å tolke dette som at investorene vektlegger klima mer enn de gjorde før, fordi det er på klimaområdet at det har oppstått et stadig tydeligere strategisk skille mellom selskapene de siste årene.
- Endring i relativ prising mellom europeiske og nordamerikanske oljeselskaper faller sammen i tid med at de to gruppene skiller markant lag når det gjelder klimapolitikk.
- Det bør derfor være rimelig å bruke ulikhetene i klimastrategi som en forklaringsfaktor på endring i prising. Det er vanskelig å se hvilke andre faktorer som skulle forklare den markante endringen mellom selskapene som er i samme bransje.

ExxonMobil straffes særlig hardt, Equinor prises høyest

- Ser man nøyere på hvert av de fire selskapene som vi har analysert, bekreftes hovedfunnene. ExxonMobil er blitt radikalt nedpriset, fra å ha en markant høyere prising enn konkurrentene. Chevron er i mindre grad nedpriset, noe som kan skyldes at det historisk har vært lavere priset enn snittet for de nordamerikanske selskapene. BP har historisk vært lavt priset og er det fortsatt, men er nå priset på linje med ExxonMobil mot en betydelig rabatt tidligere. Equinor er også nedpriset, men er det selskapet som er høyest verdsatt når det gjelder EV mot investert kapital. Equinor har også det høyeste pris/bok-forholdet og den laveste direkteavkastningen.
- Den fjerde og siste av indikatorene vi har analysert, er selskapsverdien (EV) målt mot investert kapital.

Våre funn tyder på at karbontunge selskaper straffes stadig mer av investorene, men selskapene med mer ambisiøse klimastrategier er ikke blitt belønnet av investorene (ennå).

Denne indikatoren kan tolkes som en mulig indikator på risikoen for at oljeselskaper investerer i reserver som vil vise seg å bli verdiløse, såkalte klimastrandete eiendeler, eller *stranded assets*. Denne indikatoren viser at investorene særlig har mistet troen på at ExxonMobil vil klare å gi god avkastning på den investerte kapitalen, mens Equinor er blitt minst reprimert.

- Europeiske og nordamerikanske selskaper prises nå nesten likt etter EV mot investert kapital, mot en klar premie til de nordamerikanske selskapene historisk.
- Selv om de lite klimaprofilerte nordamerikanske selskapene faller mer i verdi enn de europeiske, er de fortsatt noe høyere priset i snitt. Klimaprofilerte europeiske oljeselskaper er ikke blitt høyere verdsatt enn før på grunn av sine nye strategier.

Selskapene straffes i varierende grad, men ingen belønnes

- Våre funn tyder på at karbontunge selskaper straffes stadig mer av investorene, men selskapene med mer ambisiøse klimastrategier er ikke blitt belønnet av investorene (ennå).
- Én mulig forklaring på at det er slik, er at kontantstrømmene til selskapene fortsatt kommer fra utvinning av olje og gass. Fornybar energi er fortsatt en for liten del av de europeiske oljeselskapene til at det har vesentlig innflytelse på aksjekursene.
- Det amerikanske ratingselskapet S&P Global Ratings argumenterer på samme måte når det gjelder kredittrisikoen. Ulik klimastrategi spiller så langt en så liten rolle når det gjelder å generere kontantstrømmer, at det ikke har noen betydning for kredittvurderingen av amerikanske versus europeiske oljeselskaper.
- Hele bransjen straffes for sin påvirkning på klimaet, og ennå har ingen selskaper blitt belønnet for å være mer klimavennlige enn andre.

Epilog

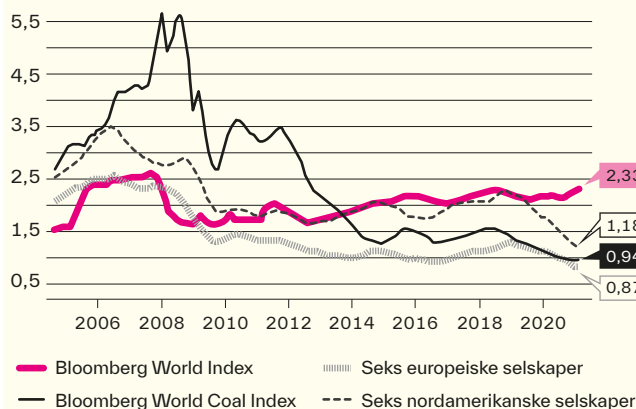
Mellom februar 2021 og januar 2022 har det skjedd mye i olje- og gassnæringen. Oljeprisen har gått fra ~60 USD fatet i februar 2021 til ~85 USD fatet i januar 2022. Gassprisene i Europa har vært ekstreme, med en oppgang fra rundt 8 USD til nesten 60 USD på det høyeste i Storbritannia. Amerikanske gasspriser (Henry Hub) har gått fra ~3 USD til over 6 USD.

På ExxonMobils årsmøte i mai avviste investorene tre styremedlemmer som var foreslått av administrasjonen, og i stedet ble det valgt inn tre styremedlemmer med kompetanse innen klima og miljø.

Figur 1. Fire pris/bok-grafer, sluttdato for alle grafene er 16. februar 2021.

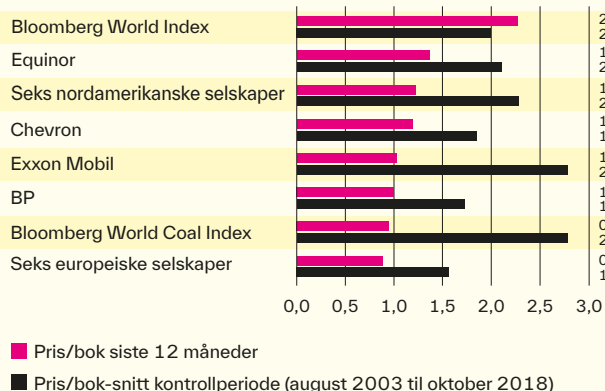
Øverst til venstre: Tidsserie pris/bok. **Øverst til høyre:** Pris/bok-forskjellen mellom nordamerikanske og europeiske olje- og gasselskap, virkelig og tolv måneders snitt. **Nederst til venstre:** Pris/bok delt opp i to perioder (før oktober 2018 og siste tolv måneder). **Nederst til høyre:** Endring i relativ pris/bok i forhold til Bloomberg World Index fra snitt før oktober 2018 til siste tolv måneder.

Pris/bok: verdensindeks, kullindeks og tolv oljeselskaper



Pris/bok, snitt siste tolv måneder (rosa søyler) og snitt for perioden frem til og med oktober 2018 (sorte søyler):

Grafen viser at karbontunge selskaper som kull- og oljeselskaper nå har en betydelig lavere verdsettelse enn før oktober 2018. Fallet i verdsettelse er særlig markant for kullselskaper og ExxonMobil.

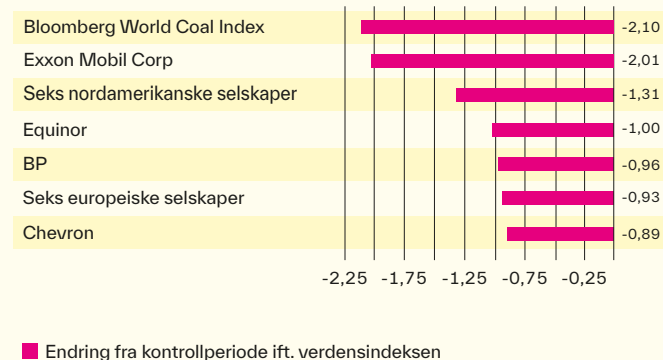


Pris/bok: seks nordamerikanske minus seks europeiske oljeselskaper



Nedgang i pris/bok-verdsettelse for kull- og oljeselskaper relativt til aksjene i Bloomberg World Index

Grafen viser endring i relativ prising til verdensmarkedet fra perioden frem til oktober 2018 målt mot snittet siste tolv måneder.



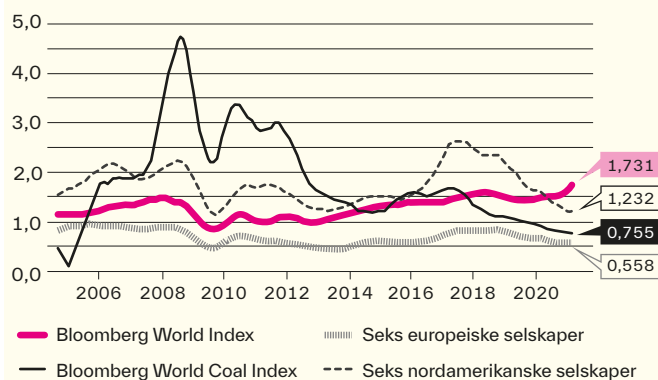
I denne perioden har ExxonMobil og Chevron blitt med i organisasjonen Oil and Gas Climate Initiative, der Equinor og BP også er medlemmer. ExxonMobil har satt seg mål for reduksjon av metanutslipp, CO₂-intensitet og CCS, men ingen mål som omfatter Scope 3-utslipp, og heller ikke mål om netto null i 2050. Chevron har også kommet med oppdaterte mål som inneholder blant annet redusert CO₂-intensitet og sterkt økte investeringer i CCS, hydrogen og fornybart, men heller ikke her noen mål som omfatter Scope 3-utslipp, eller mål om netto null i 2050. Det er derfor

vår vurdering at disse oppdaterte målene ikke representerer et fundamentalt skifte i klimastrategi fra ExxonMobil og Chevron. Etter vår vurdering har ikke Equinor og BP endret klimastrategien vesentlig siden februar 2021.

Vi har sett på om det siste årets utvikling i klimastrategier og olje- og gasspriser har endret analysen vår nevnevrig, men det ser ut til at den relative prisingen mellom selskapene er ganske lik som da vi avsluttet vår analyse i februar 2021.

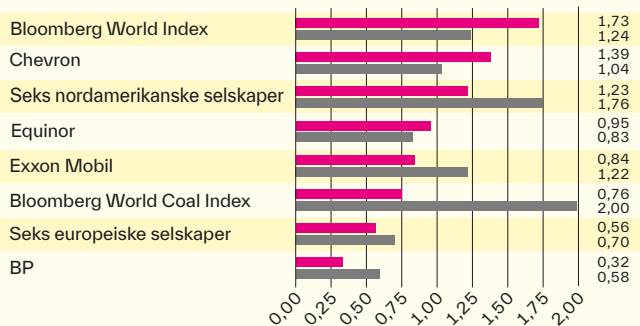
Figur 2. Fire pris/salg-grafer, sluttdato for alle grafene er 16. februar 2021.
Øverst til venstre: Tidsserie pris/salg. **Øverst til høyre:** Pris/salg-forskjellen mellom nordamerikanske og europeiske olje- og gasselskap, virkelig og tolv måneders snitt. **Nederst til venstre:** Pris/salg delt opp i to perioder (før oktober 2018 og siste tolv måneder). **Nederst til høyre:** Endring i relativ pris/salg i forhold til Bloomberg World Index fra snitt før oktober 2018 til siste tolv måneder.

Pris/salg: verdensindeks, kullindeks og tolv oljeselskaper



Pris/salg, snitt siste tolv måneder (rosa søyler) og snitt for perioden frem til og med oktober 2018 (grå søyler):

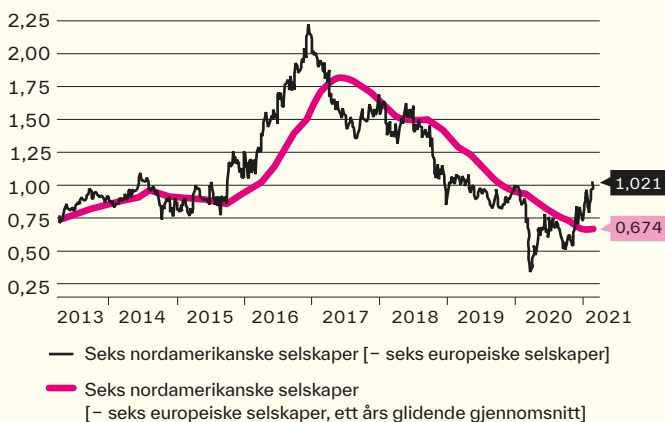
Grafen viser at karbontunge selskaper som kull- og oljeselskaper nå har en betydelig lavere verdsettelse enn før oktober 2018. Fallet i verdsettelse er særlig markant for kullselskaper og ExxonMobil.



■ Pris/salg siste 12 måneder

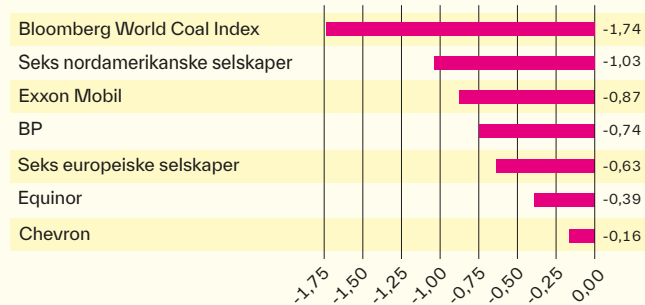
■ Snitt kontrollperiode (august 2003 til oktober 2018)

Pris/salg: seks nordamerikanske minus seks europeiske oljeselskaper



Nedgang i pris/salg-verdsettelse for kull- og oljeselskaper relativt til aksjene i Bloomberg World Index

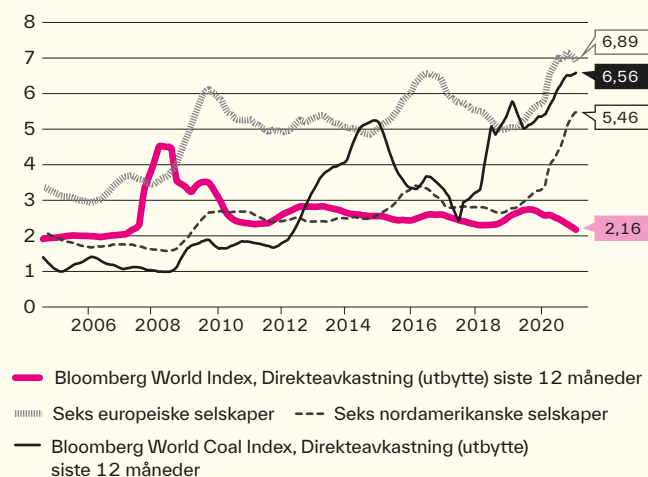
Grafen viser endring i relativ prising til verdensmarkedet fra perioden frem til oktober 2018 målt mot snittet siste tolv måneder.



■ Endring fra kontrollperiode ift. verdensindeksen

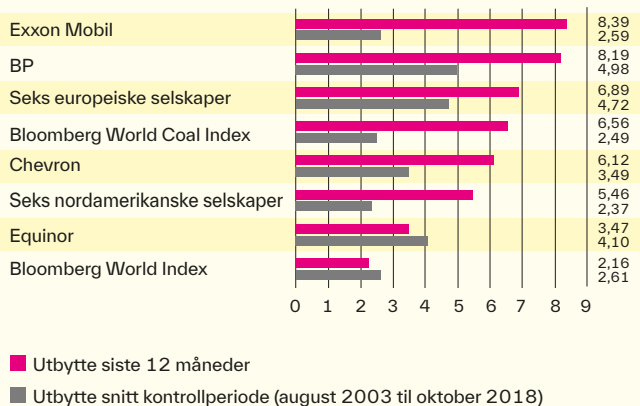
Figur 3. Fire direkteavkastningsgrafer, slutt dato for alle grafene er 16. februar 2021. **Øverst til venstre:** Tidsserie direkteavkastning. **Øverst til høyre:** Direkteavkastningsforskjellen mellom nordamerikanske og europeiske olje- og gasselskap, virkelig og tolv måneders snitt. **Nederst til venstre:** Direkteavkastning delt opp i to perioder (før oktober 2018 og siste tolv måneder). **Nederst til høyre:** Endring i relativ direkteavkastning i forhold til Bloomberg World Index fra snitt før oktober 2018 til siste tolv måneder.

Utbytte i % av aksjekurs: verdensindeks, kullindeks og tolv oljeselskaper

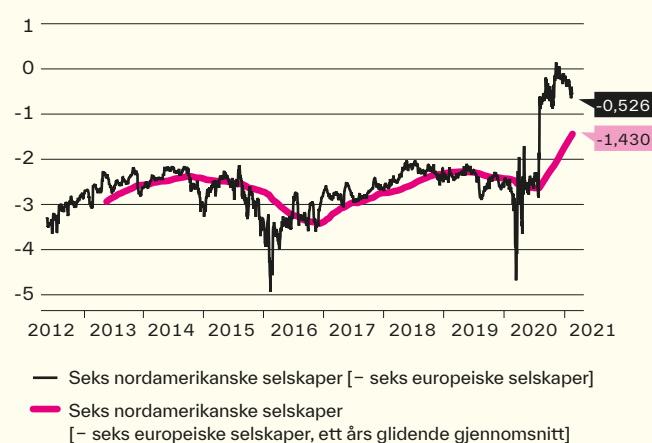


Direkteavkastning (%), snitt siste tolv måneder (rosa søyler) og snitt for perioden frem til og med oktober 2018 (grå søyler):

Grafen viser at karbontunge selskaper som kull- og oljeselskaper nå må gi investorene en betydelig høyere direkteavkastning enn før oktober 2018. Økningen er særlig markant for kullselskaper og ExxonMobil.

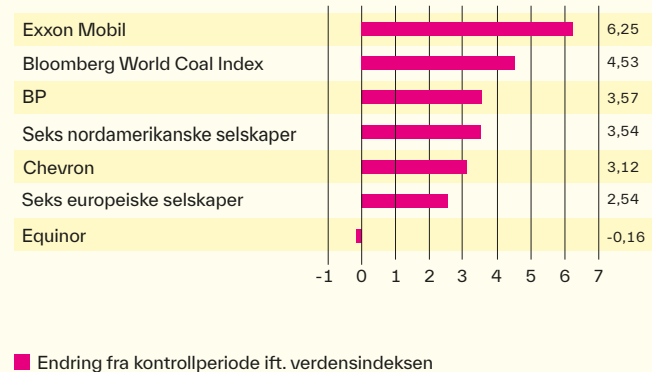


Utbytte i %: seks nordamerikanske minus seks europeiske selskaper

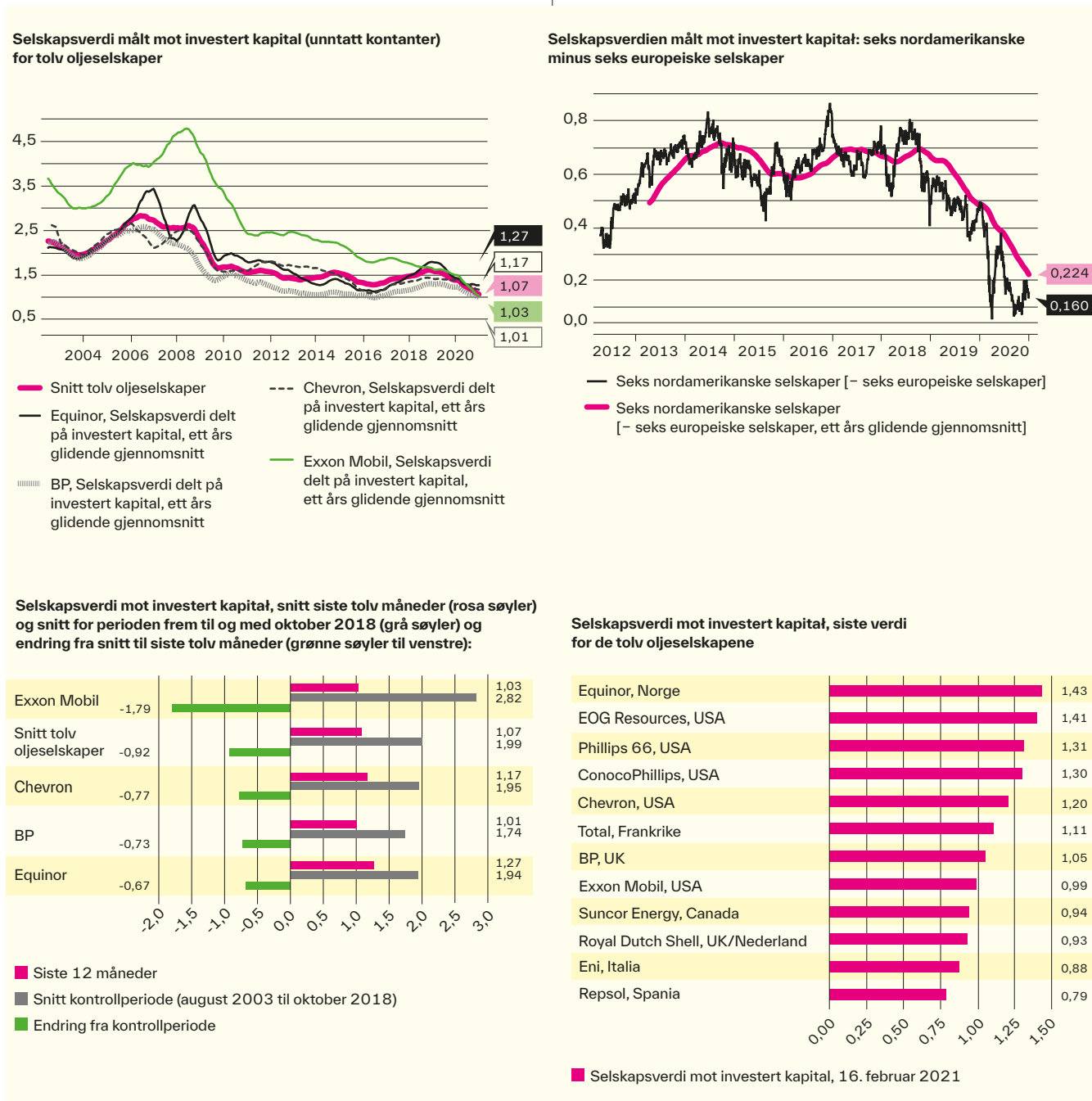


Økning i direkteavkastning for kull- og oljeselskaper relativt til aksjene i Bloomberg World Index

Grafen viser endring i direkteavkastning (dividend yield) relativt til verdensmarkedet fra perioden frem til oktober 2018 målt mot snittet siste tolv måneder.



Figur 4. Fire grafer som viser selskapsverdi delt på investert kapital, sluttdato for alle grafene er 16. februar 2021. **Øverst til venstre:** Selskapsverdi mot tidsserie for investert kapital. **Øverst til høyre:** Forskjellen i selskapsverdi mot investert kapital mellom nordamerikanske og europeiske olje- og gasselskap, virkelig og tolv måneders snitt. **Nederst til venstre:** Selskapsverdi mot investert kapital delt opp i to perioder (før oktober 2018 og siste tolv måneder), og forskjellen mellom periodene. **Nederst til høyre:** Selskapsverdi mot investert kapital, siste verdi for de tolv olje- og gasselskapene som har vært en del av studien.



Nordisk treforedling og det grønne skiftet^R

En sammenlignende bærekraftsanalyse av Borregaard, Stora Enso og UPM Kymmene

SAMMENDRAG

Treforedlingsindustrien er energiintensiv og har betydelig utslipp av klimagasser og kjemikalier, og bransjens verdikjede berører også biologisk mangfold. Industrien er imidlertid også viktig for sirkulære løsninger og utfasing av fossile materialer.

Interessent- og vesentlighetsanalysene viser til dels sam menfallende interesser, men også forskjell i selskapenes oppfatning av vesentlighet og valg av bærekraftsmål. Vi finner et relativt stort samsvar mellom hvilke bærekraftsområder selskapene vektlegger, og hvilke områder som SASB klassifiserer som særlig relevante for aktører innenfor treforedling, emballasje og kjemisk industri. Det er imidlertid overraskende at ingen av selskapene fokuserer på bærekraftsmål 14, «Liv under vann», gitt bransjens høye vannforbruk og utslipp til vann. Vi observerer også at innovasjon fremheves som vesentlig av alle selskapene,

og vår analyse av utviklingen i investeringer i FoU og antall patentregistreringer gir grunn til optimisme med tanke på utviklingen av nye, «grønne» produkter.

Alle selskapene har satt seg ambisiøse bærekraftsmål og scorer gjennomgående høyt på ulike rangeringer og rater der bærekraftsarbeid og -rapportering vurderes. Selskapene har knyttet seg til standarder og initiativer som TCFD, SBTi, FNs Global Compact, DCP og GRI. Vi finner likevel grunn til å påpeke at flere av de kortsiktige målene er lavthengende frukt, mens de langsiktige målene er ambisiøse.

Verdsettelsen viser at det i januar 2021 var nær 100 prosent oppside i prisingen av Borregaard og Stora Enso ved et akselelerende grønt skifte. Analysen viser imidlertid også at Borregaards aksjekurs kan være overvurdert dersom vi legger et drivhusscenario til grunn.



Kjetil Gregersen, Chartered Financial Analyst, er siviløkonom fra NHH. Han har lang erfaring fra ulike sider av finansmarkedet som rådgiver, analytiker og forvalter. Han er i dag senior porteføljeforvalter hos formuesforvalteren Finansco, hvor han er ansvarlig for fondsseleksjon og forvaltning av fondsporteføljel.



Thomas Lie er senioranalytiker i DNB. Han er samfunnsøkonom fra Universitetet i Oslo og med MBA i finans fra Norges Handelshøyskole. Lie har arbeidet i meglerbransjen og kapitalforvaltning, og arbeider for tiden med restrukturering av shipping- og offshorekunder i DNB.



Bjørn Morstad har en MBA fra University of Wisconsin. Han har erfaring som forvalter, analytiker, som lokalpolitiker og med styrearbeid i bank og finansstiftelse. Han er i dag daglig leder i Sparebankstiftelsen Jevnaker, Lunner Nittedal med ansvar for finansforvaltning og utdeling av samfunnsnyttige gaver.



Sindre Sørbye er porteføljeforvalter og partner i Arctic Asset Management. Han har en mastergrad i International Business fra Alliance Manchester Business School og en mastergrad fra Oslo Handelshøyskole. Han har erfaring fra kapitalforvaltning og industri. Sørbye er aksjeforvalter i fondene Arctic Norwegian Value Creation og Arctic Nordic Equities.

Innledning

Finske UPM og svensk-finske Stora Enso er to av verdens største integrerte treforedlingselskaper. Det tidligere norske industrikonglomeratet Borregaard er en nisjeaktør som lenge har hatt søkelys på å utnytte hele tømmerstokken til fremstilling av biokjemikalier og spesialcellulose. En rask titt på selskapenes utvikling siden 2006, som var det tidspunktet da trykkipapirforbruket nådde sin topp, avslører at de tre selskapene har hatt fallende omsetning i perioden. Lønnsomheten har imidlertid vært ganske bra de senere år, særlig for Borregaard. Det synes også tydelig at en mer spesialisert produktportefølje har bidratt til en bedre prisutvikling for Borregaards produkter, samtidig som svingningene i inntjeningen har vært mindre.

Treforedlingsindustrien forsyner oss med tre- og sagbruksprodukter, papir, emballasje, biodrivstoff og i økende grad avanserte biokjemikalier. Fellesnevneren er at trevirke er den primære råvaren i produksjonsprosessen. Foruten trevirke bearbeidet til sagbruksprodukter har industrien

siden den industrielle revolusjon primært konsentrert seg om å utvinne og bearbeide cellulose til ulike typer papir, mens resten av virket i beste fall har blitt benyttet til energigjenvinning. De senere år har det imidlertid vært økende interesse for å utvikle produkter fra treets andre bestanddeler, hemicellulose og lignin.

Sett bort fra sagbruk er produksjonen av masse og papirprodukter blant de mest energiintensive industrier i Europa (Moya & Pavel, 2018). Utstrakt bruk av kjemikalier, vann og varme betyr at miljømessige virkninger fra utslipp kan være store også lokalt. Fra et bærekraftsperspektiv er dessuten biodiversitet og – særlig i den sørlige hemisfære – menneskerettigheter materielle tema.

Det grønne skiftet representerer store muligheter for industrien. Både lovgivning som EUs plastdirektiv og økte priser på CO₂-utslipp så vel som endret forbrukeradferd kan gi store muligheter for aktører ved hjelp av målrettet forskning og utvikling og en bærekraftig forretningsmodell. Til forskjell fra mange andre prosessindustrier kan mye av energibehovet forsynes av biomasse fra avfall i produksjonsprosessen. Bruken av en fornybar råvare der sluttproduktene, som papirbasert emballasje eller bygningselementer i tre, ofte egner seg for en sirkulær økonomi, tilsier at industrien vil være viktig i det grønne skiftet. Dette styrkes av at det er et stort potensial for å bruke trebaserte biokjemikalier som erstatning for oljebaserte produkter.

Globalt produseres det om lag 420 millioner tonn papir og papirbasert emballasje (Tiseo, 2022) og 492 millioner kubikkmeter sagbruksprodukter (FAO, 2019). Europa (eksklusive Russland) står for om lag 22 prosent av verdensproduksjonen av papirrelaterte produkter (CEPI, 2020).

Vi ser i artikkelen på hvordan selskapene vurderer materialitet, og hvilke bærekraftsmål de fokuserer på. Videre sammenligner vi deres bærekraftsrapportering og evaluerer i hvilken grad bærekraft er innarbeidet i selskapenes forretningsmodeller. Vi foretar deretter verdsettelse av selskapene basert på en scenarioranalyse.

ESG-materialitet og interessentanalyse

En ESG-materialitetsanalyse vurderer de *vesentligste* ESG-faktorer og bærekraftsforhold som påvirker virksomheten.

Materialitetsanalyser er et dynamisk konsept som kontinuerlig utvikles. Disse analysene gjøres på basis av ulike rapporteringsstandarder, alt fra SASBs mer snevert definerte med vekt på materielle finansielle resultater, til eksempelvis GRI (Global Reporting Initiative) sin bredere definisjon av materialitet: «alle forhold som har en direkte eller indirekte innvirkning på et selskaps mulighet til å skape, preservere eller ødelegge økonomiske, miljømessige og sosiale verdier for en selv, ens interessenter eller samfunnet generelt».

I analysen av våre valgte selskaper begynner vi med den mer snevre, SASB-definerte materialitetsanalysen med vekt på finansielle forhold, før vi gjør analyser og vurderinger av selskapenes egne materialitets- og interessentanalyser. En SASB-basert analyse kan karakteriseres som en analyse utenfra og inn, hvor SASB for hver sektor og bransje har definert materielle ESG-forhold som kun er *finansielt*

Tabell 1. Bransjevurderinger SASB, nederst våre vurderinger av hvilke bransjer selskapene opererer i. Basert på SASBs materialitetskart.

General Issue Category		Pulp and Paper Products	Chemicals	Containers and Packaging	Forestry Management	Biofuels	Construction Materials	Electric Util. & Power Gen.
Environment	GHG Emissions							
	Air Quality							
	Energy Management							
	Water & Wastewater Management							
	Waste & Hazardous Materials Management							
	Ecological Impacts							
Social Capital	Human Rights & Community Relations							
	Customer Privacy							
	Data Security							
	Access & Affordability							
	Product Quality & Safety							
	Customer Welfare							
	Selling Practices & Product Labelling							
Human Capital	Labor Practices							
	Employee Health & Safety							
	Employee Engagement, Diversity & Inclusion							
Business Model & Innovation	Product Design & Lifecycle Management							
	Business Model Resilience							
	Supply Chain Management							
	Materials Sourcing & Efficiency							
	Physical Impacts of Climate Change							
Leadership & Governance	Business Ethics							
	Competitive Behavior							
	Management of the Legal & Regulatory Environment							
	Critical Incident Risk Management							
	Systemic Risk Management							
	SASB classification							
Borregaard	Chemicals							
Stora Enso	Pulp & Paper Products							
UPM	Pulp & Paper Products							

viktige for selskapene i en definert bransje (SASB, u.å.). Her stopper SASB-analysen, og den går ikke videre inn i det enkelte selskapet. Tabell 1 viser hvordan SASB definerer dette bransje for bransje, og hvor vi har plassert de tre selskapene.

En interessentanalyse gjennomføres og rapporteres av selskapet selv. er skjer analysen (innenfra og ut) gjennom at selskapet identifiserer alle interne og eksterne interessenter, som eksempelvis definert av GRI over.

Selskapene vi analyserer, er henholdsvis masse- og papirprodusentene UPM og Stora og bioraffineringsselskapet Borregaard. Virksomhetene er nær beslektet, basert på samme råstoff og hjemmehørende i nordiske land. Fra tabell 1 ser vi at miljøfaktorer er sentrale for alle selskapene. Reduserte utslipp til luft og vann samt energieffektivisering er materielt for alle. I selskapsrapportene ser vi dessuten vektlegging av produktutvikling, livsløpsanalyser og mer bærekraftige fiberbaserte produkter, ofte som erstatning for

Tabell 2. Interessenter.

	Borregaard (2020)	Stora Enso (2017)	UPM Kymmene (2019)
Kunder	X	X	x
Konsumenter		X	
Investorer og långivere	X	X	x
Forretningspartnere	X	X	
Lokalsamfunnet	x	X	x
Leverandører	x	X	x
Mmyndigheter	x	X	x
Ansatte	x	X	x
Fagforeninger		X	
Media		X	x
NGO-er		X	x
Forskning			x
Skogeiere		X	

Tabell 3. Vesentlighetsvurderinger.

	Borregaard	Stora Enso	UPM Kymmene
Finansielle forhold	Bidra til samfunnet Tilgang til råmaterialer og energi Sikkert og sunt arbeidsmiljø Innovasjon og produktivitet Redusere risiko i produksjon vs. omgivelsene		Risiko- og mulighetsstyring Konkurransesevne
Sosiale forhold	Menneskerettigheter Ansvarlig innkjøp Mangfold og likestilling Forretningsetikk og antikorrupsjon Adgang til humankapital og kompetanse	Menneskerettigheter Ansvarlig innkjøp Forretningsetikk	Barne- og slavearbeid Ansvarlig innkjøp Mangfold Etikk og verdier ved risikostyring og etterlevelser Korrupsjon og bestikkelser Helse og sikkerhet Ansattinvolvering Utvikle ansatte, tiltrekke seg talenter
Miljømessige forhold	Bærekraftige og klimavennlige produkter Klima og miljø	Bærekraftige materialer og produkter Global oppvarming Bærekraftig skogbruk	Sirkulær økonomi og ressurs-effektivisering Klimaendringer Ansvarlig skogbruk og biomangfold Bærekraftig arealbruk Produktforvaltning Tredjepartsverifiserte styringssystemer

fossilbaserte produkter. Vi forventer derfor at selskapene vil vektlegge FoU og innovasjon som sentrale forhold i sin selskapsrapportering.

De største selskapene, UPM og Stora, har mer omfattende virksomhet både produktmessig og geografisk enn Borregaard, og vi forventer derfor mer omfattende rapportering fra UPM og Stora på materialitetsforhold.

Selskapenes materialitet og interessentanalyser
En god indikasjon på om et selskap har eller søker å integrere bærekraft i sin forretningsmodell, er i hvilken grad det lager og publiserer materialitets- og interessentanalyser. Hvor langt har selskapet kommet i å internalisere sine eksternaliteter? Alle tre selskaper lager og rapporterer materialitets- og interessentanalyser, oppsummert i tabell 2. I motsetning til selskapenes bærekraftsrapporter, som normalt er eksternt verifisert, er det ikke vanlig å gjøre dette med interessentanalysene. Borregaard presiserer i sin bærekraftsrapport (2020) at materialitetsanalysen er utviklet etter nær dialog med det man oppfatter som selskapets viktigste interessenter.

Samtlige selskaper følger GRI-standarder på bærekraftsrapportering. Med nær beslektede virksomheter er det ikke overraskende med et betydelig sammenfall mellom hvilke interessenter de tre selskapene identifiserer, men vi finner også noen kanskje overraskende utelatelser, spesielt for Borregaard, som blant annet utelater interessenter som media, fagforeninger, NGO-er og akademika.

De tre analyserte selskapene definerer og sorterer vesentlighet i henholdsvis finansielle, sosiale og miljømessige forhold. Her finner vi større forskjeller mellom

selskapenes rapportering. Stora Enso har ikke identifisert noen materielle finansielle forhold, mens Borregaard har identifisert en rekke materielle finansielle forhold. Dette oppsummeres i tabell 3.

Rapportering og mål

Likheter og ulikheter

Rapporteringen har ganske ulik struktur, fra tilnærmet fullt integrert (UPM) til mer samlet i enkeltseksjoner (Borregaard). Det skal også nevnes at alle tre selskaper over flere år har blitt høyt vurdert av organisasjoner som CDP (tidligere kjent som Carbon Disclosure Project), at de følger rammeverkene fra Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) og Global Reporting Initiative (GRI) og har bundet seg til SBTi (Science Based Targets initiative). Borregaards 2019-bærekraftsrapport er på 40 sider, mot 18 sider (med store bilder) i 2012. Rapporten fokuserer for det meste på de samme hovedområdene som i 2012. Stora Ensos bærekraftsrapport for 2019 var på 74 sider, mens UPM har en integrert rapporten (begrepet *bærekraft* ble av UPM brukt 36 ganger i 2014 og 68 ganger i 2019). Lengre er ikke nødvendigvis bedre, og vi finner Borregaards rapportering lettest tilgjengelig.

Data og målsettinger

Borregaard viser data fra 2017–2019 for alle GRI-data-seriene. Hos Stora Enso varierer dataseriens lengde noe, men de viktige miljødataene er fra 2015 til 2019. Lange dataserier er bedre enn kortere, og samme lengde for alle data gjør det lettere å sammenligne utvikling. Vi erkjenner at noen data kan være vanskelig å måle tilbake i tid, men når tidslengden er tre år eller kortere, kan verdien være begrenset. Samtidig kan definisjon av målte størrelser være forskjellig mellom selskapene, men vi forventer at hvis de har endret definisjon, blir historiske data omarbeidet. Vår oppfatning er at data og tidsserier er lettest tilgjengelig i Borregaards rapporter, Stora Enso er nest best, mens UPMs rapportering virker minst strukturert.

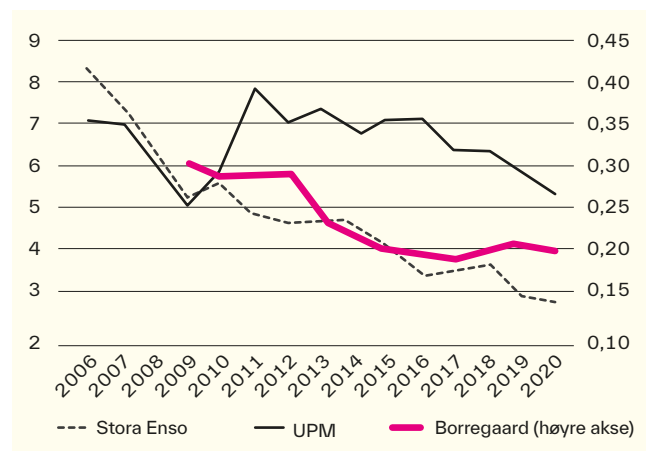
Når man sammenligner kortsiktige og langsiktige mål generelt, setter selskapene kortsiktige mål som lett nås. Resultatet av dette er at bedriftene kan bruke måloppnåelsen positivt i markedsføringen av selskapet, samt at det i noen tilfeller slår positivt ut på avlønningen til toppledelsen. Kortsiktige mål er ofte ikke-kvantitative, snarere en retning for utvikling, mens de langsiktige målene er kvantitative. Nåværende ledelse vil for øvrig ikke være ansatt når de langsiktige målenes suksess skal vurderes. Bedriftene har også vært taktiske når det gjelder rapportering av totale verdier eller verdi per produsert enhet. Med tanke på at papirforbruket har vært i tilbakegang, er det åpenbart at reduksjon av totalt avfall, energi eller vannforbruk ikke nødvendigvis er en suksess.

Drivhusgassutslipp og innovasjon

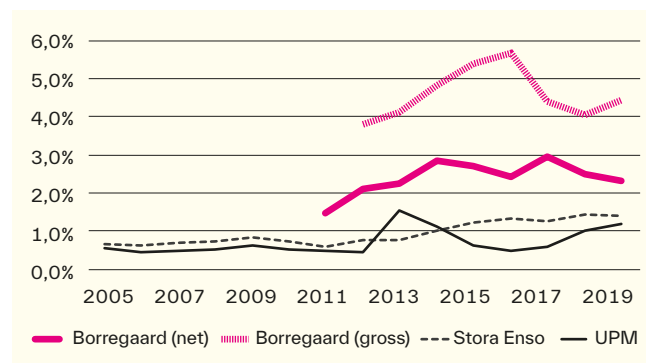
Bedriftene har ulike mål for reduksjon av klimagasser og økt energieffektivitet. Figur 1 illustrerer drivhusgassutslipp siden 2006, der datakilder er bedriftenes rapportering, tall innhentet fra selskapene og Bloomberg.

UPM og Borregaard fokuserer på nominelle utslipp, mens Stora Enso hittil har satt mål for intensitet (typisk

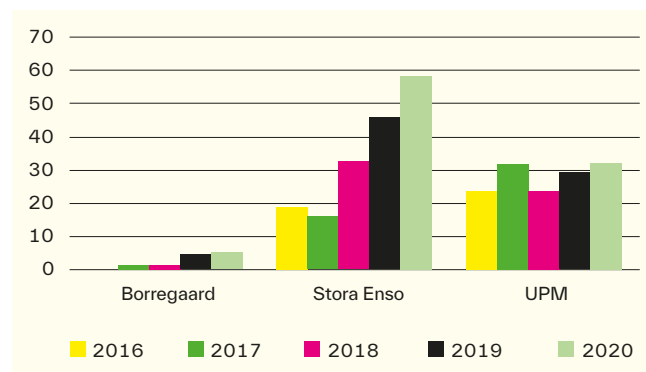
Figur 1. Fallende utslipp scope 1 og scope 2.



Figur 2. FoU som andel av omsetning.



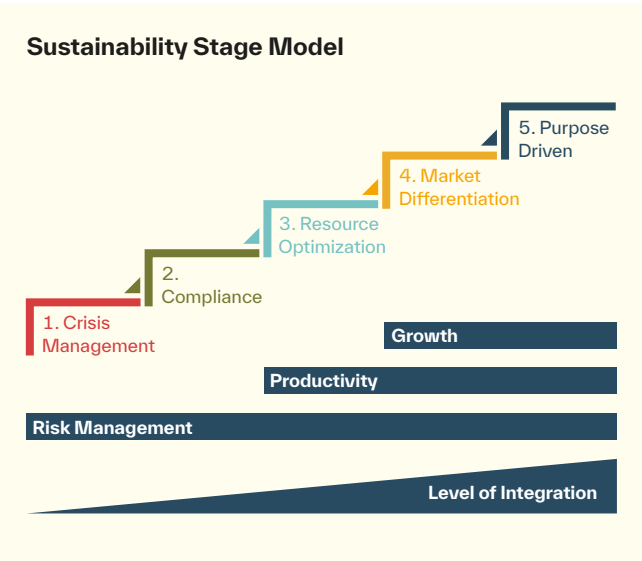
Figur 3. Økende antall amerikanske patenter.



Tabell 4. Rammeverket til Schoenmaker og Schramade.

Bærekraftig økonomi-typologi	Verdiskaping	Rangering av faktorer	Optimering	Horisont
Samme fokus som før	Aksjonærverdier	F	Maks (F)	Kort sikt
SF 1.0	Bærekraftig aksjonærverdi	F > S og E	Maks (F, S og E)	Kort sikt
SF 2.0	Interessentverdi	I = F + S + E	Optimer I	Mellomlang sikt
SF 3.0	Felles beste verdi	S og E > F	Optimer S og E gitt F	Lang sikt

Figur 4. FNs Global Compact-rammeverk.



CO₂ per tonn produsert). Vi ser fordeler og ulemper med begge tilnærminger. Alle selskaper har lyktes med å få ned utslippene. Stora Ensos mål om en reduksjon av CO₂-utslipp på 31 prosent fra 2010-nivået, virker nå altfor konservativt, noe som indikerer en årlig marginal reduksjon i løpet av det neste tiåret siden 25 prosent reduksjon var nådd i 2019. Det kan bemerkes at Stora Enso offentliggjorde mer ambisiøse mål høsten 2021.

Selskapene understreker viktigheten av og behovet for innovasjon i kommunikasjonen til aksjonærer og andre interessenter, selv om Borregaard er det eneste selskapet som eksplisitt har pekt på dette i sin vesentlighetsanalyse. Stora Enso og Borregaard har begge et mål om minst 15 prosent av omsetningen relatert til nye produkter (produkter utviklet i løpet av de siste fem årene). Borregaards FoU-innsats er høyere i forhold til omsetning, noe som kanskje ikke kommer som en overraskelse gitt en spissere produktportefølge. Stora Ensos gradvise økning av FoU-kostnader

det siste tiåret står i kontrast til UPMs mye mer variable FoU-kostnader, selv om nivået i 2019 var ganske likt (Stora Enso 1,4 prosent, UPM 1,2 prosent).

Med Google Patents har vi også sett på registrerte amerikanske patenter. Her skiller Stora Enso seg ut med et mye høyere antall nylig publiserte patenter og rask vekst de siste årene (fra 19 til 58 patentregistreringer). Videre har Borregaard sett en økning fra null til fem fra 2016 til 2020.

Er bærekraft virkelig integrert i selskapenes forretningsmodeller?

Det synes ikke å være etablert noen allment akseptert metodikk for integrering eller anerkjent definisjon av hva *integrering* betyr. En rapport fra Ernst & Young, *How an integrated sustainability strategy can help you stand out* (Ernst & Young, 2018) oppsummerer flere studier rundt begrepet integrering og definisjoner, men gir oss mer en vurdering av retning. FNs Global Compact har et rammeverk og veikart for bærekraftsintegrering i et selskaps forretningsmodell, illustrert i figur 4.

Ved å bruke FNs veikart oppfattes alle de tre selskapenes forretningsmodeller å være et sted mellom trinn 3 og 4, i en prosess som gradvis går fra ressursoptimaliseringsfasen (3) til markedsdifferensieringstrinnet (4). Etter vårt syn er bærekraftsintegrering drevet ovenfra og ned av ledelsen og styret, og slik har det vært i lang tid. Værdisikapingen i disse selskapene kommer gradvis fra en blanding av nye, innovative, klimavennlige og bærekraftige produkter som ofte erstatter ikke-bærekraftige fossile produkter. Gjennom økt FoU-innsats, produktutvikling basert på både klimavennlig råstoff og avfall, transformerer disse selskapene seg på en materiell måte.

Schoenmaker og Schramade (2019) opererer med tre nivåer av bærekraftig økonomi: Economy (F), Society (S) og Environment (E). Rammeverket er illustrert i tabell 4.

Vår konklusjon er at alle målselskapene opererer på Society-nivå, noe som betyr at bærekraft er integrert i forretningsmodellene. Hovedsynet i denne konklusjonen er at selskapene i betydelig grad har internalisert en betydelig del av sine eksternaliteter. Ved å forplikte seg til UN PRIs langsiktige SDG-mål har horisonten til selskapene i vår

Tabell 5. NGFS-scenarier benyttet i modellering.

Scenario	Beskrivelse	Respons	Risikoer Overgang	Fysisk	Temperatu- rendring 2100	Modell
Drivhusscenarioet	Nåværende politikk	Liten og sen	Lav	Høy	3,6 °C	MESSAGEix
Ordnet, 2 °C	Umiddelbar, gradvis, med CDR	Rask, men gradvis	Moderat	Moderat	1,7 °C	GCAM 5.2
Kaotisk, 2 °C	Forsinket respons, begrenset CDR	Forsinket, men brå	Høy	Moderat	1,6 °C	REMIND-MagPIE

CDR betegner karbonfjerning. Scenarier fra IIASA NGFS Climate Scenarios Database. <https://data.ene.iiasa.ac.at/ngfs/#/workspaces>

Tabell 6. Etterspørselsvekst og inntektsutvikling (volum/mengde) i ulike scenarier.

Produkt	Eksposering (2020)			2021-2030			2031-2040			2041-2050			2051-			Merknader
	Borreg.	Stora	UPM	HH	OR	DI	HH	OR	DI	HH	OR	DI	HH	OR	DI	
Trykkipapir		21 %	40 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	-5,0 %	Strukturell tilbakegang i alle scenarier
Emballasje		34 %		2,5 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	3,5 %	4,5 %	2,5 %	3,5 %	4,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	Økende markedsandel i OR/DI
Biokjemikalier	68 %	1 %	2 %	2,5 %	10,0 %	2,5 %	2,5 %	10,0 %	20,0 %	2,5 %	10,0 %	15,0 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %	Hurtig vekst i OR/DI
Spesialpapir			31 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	På linje med historisk vekst
Cellulosemasse	32 %	11 %	20 %	2,5 %	3,5 %	2,5 %	2,5 %	3,5 %	4,0 %	2,5 %	3,5 %	4,0 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	Noe høyere vekst (tekstil/emballasje) i OR/DI
Treprodukter		13 %	4 %	2,5 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %	5,0 %	10,0 %	2,5 %	5,0 %	7,5 %	2,5 %	3,0 %	3,0 %	Økt andel tre i byggsektoren i OR/DI
Kraftproduksjon			3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	Antar ingen økt kapasitet, kun produktivtetsvekst
Skog		20 %		0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,3 %	0,5 %	0,3 %	0,3 %	Produktivitet, noe høyere tilvekst ved økt temperatur

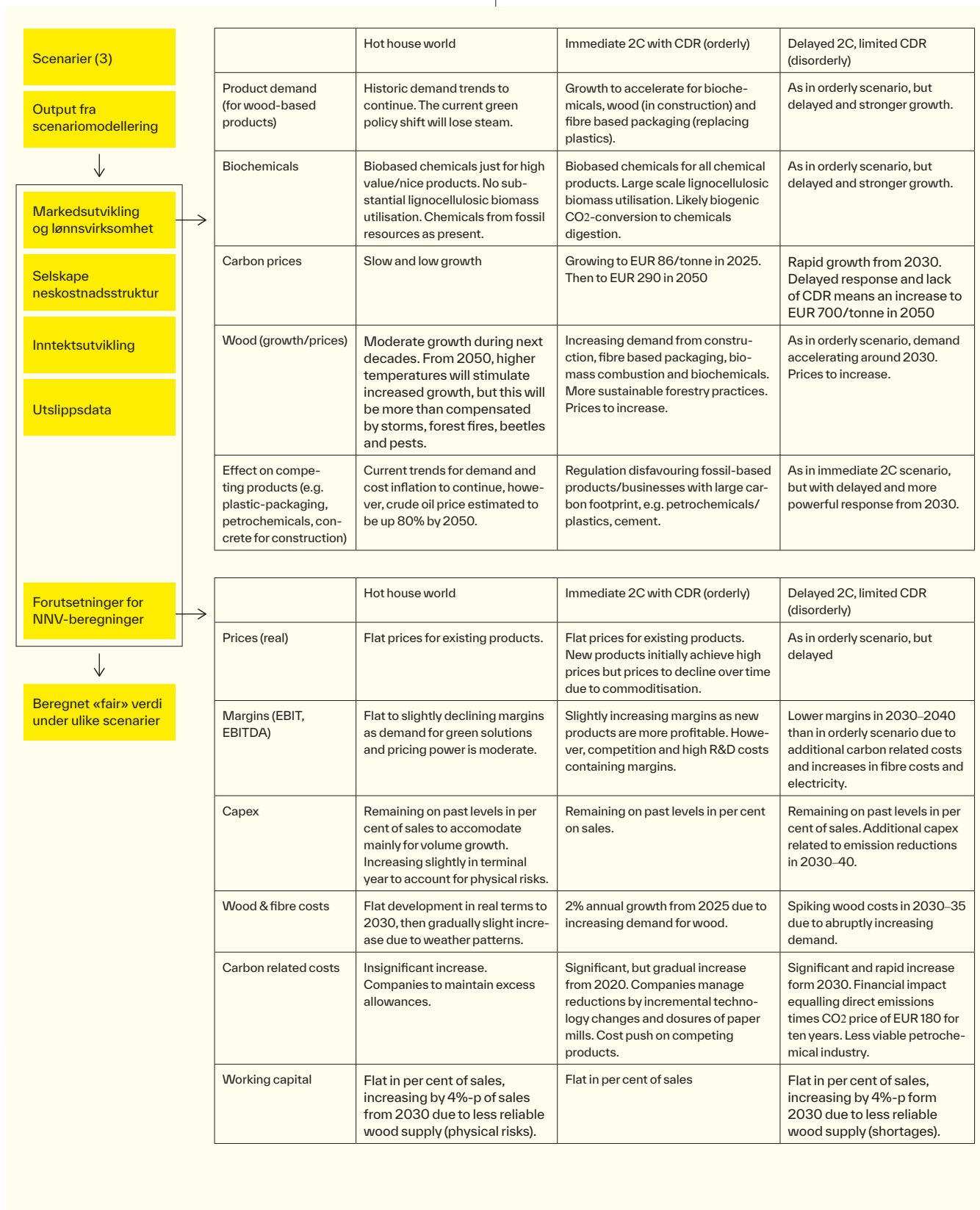
HH = drivhusscenarioet, OR = ordnet transformasjonsscenario, DO = kaotisk transformasjonsscenario

analyse blitt forskjøvet slik at de har fått et mer langsiktig perspektiv. Disse selskapene opererer ikke for samfunnsøkonomisk nyttemaksimering, og som sådan er bærekraftsintegreringsnivået SF 3.0 langt unna, og vi plasserer alle de tre selskapene i kategorien SF 2.0.

Scenarioanalyse og verdsettelse

For å vurdere i hvilken grad det grønne skiftet reflekteres i selskapenes aksjekurser, har vi benyttet scenarioanalyse kombinert med en tradisjonell verdivurdering basert på neddiskonterte kontantstrømmer. Det er tatt utgangspunkt

Figur 5. Oversikt over modellering fra scenarioanalyse til diskonterte kontantstrømmer.



i rammeverket til Network for Greening of the Financial System (NGFS) (NGFS, 2019, 2020). NGFS' projeksjoner baseres på ulike politikkrespons på klimaendringer fremover. Vi tar utgangspunkt i tre scenarioer, der man i to av scenarioene nær lykkes å holde seg innenfor 1,5 graders-målet. Hovedforskjellen er at i det «ordnede» scenarioet faller CO₂-utslippene gradvis fra i dag, mens verden i et «kaotisk» scenario vil se en ytterligere økning i utslipp frem mot 2030, for deretter å måtte gjennomføre kraftigere kutt. I dette scenarioet vil overgangsriskoen være høy ettersom det er sannsynlig at det vil bli innført omfattende klimatiltak og -lovgivning over en relativt kort tidsperiode. I det tredje scenarioet, drivhusscenarioet, mislykkes verden i å få redusert CO₂-utslippene.

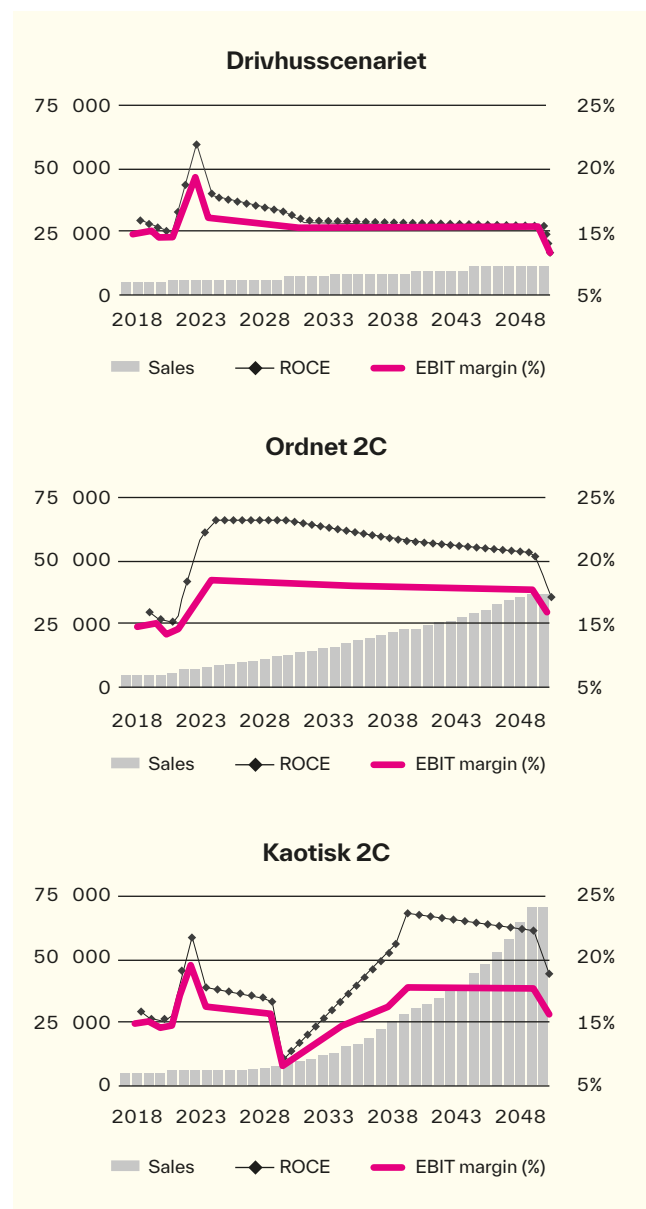
Modellene fra NGFS og International Institute for Applied Systems Analysis gir oss konsistente variabler og parametere, som CO₂-kvotepriser og energipriser, der flere er benyttet i nåverdimodellberegningene. Det er videre gjort en vurdering av de tre selskapenes markedsposisjon innenfor ulike produktisjer. I de to transformeringsscenarioene vil vi se en markedsmessig høy vekst innenfor trefiberbaserte biokjemikalier og tre til bygg- og anleggsektoren, samtidig som fiberbasert emballasje vil ta markedsandeler.

Vi har lagt til grunn begrenset superprofitt ettersom det i de fleste tilfeller er snakk om halvfabrikata, der det over tid vil være grunn til å forvente betydelig konkurranse. De tre selskapene har betydelige utslipp av karbondioksid, men en stor del er av biogen karakter (hovedsakelig relatert til forbrenning av trefiberavfall, noe IPCC karakteriserer som karbonnøytralt). Vi vurderer risikoen for såkalte *stranded assets* som forholdsvis lav, gitt relativt sett lave fossile CO₂-utslipp og at det faktisk at produksjonsprosessene i liten grad krever fossile innsatsfaktorer. I det kaotiske scenarioet legges det imidlertid til grunn at det må betales en global karbonskatt tilsvarende EUR 180/tonn fra og med 2030 (regnet ut fra nåværende utslipp), og at det ikke lenger tildeles gratis karbonutslippsretter. Det er også på sin plass å nevne at konkurrerende bransjer som oljebaserte kjemikalier/plast, sement og aluminium vil måtte ta betydelig høyere omstillingskostnader grunnet en høyere karbonintensitet og produksjonsprosesser som er langt vanskeligere å gjøre fossilfrie.

Figur 6 viser utviklingen i Borregaards omsetning, driftsmargin og kapitalavkastning i de tre scenarioene. I de to transformeringsscenarioene vil en sterk økning i etterspørselen etter selskapets «grønne» produkter bidra til sterk vekst og en noe høyere lønnsomhet sammenlignet med drivhusscenarioet.

Etter tilsvarende analyser av de to andre selskapene tilsier resultatene at det ved analysetidspunktet var en verdimeessig oppside i alle de tre selskapene dersom ett av de to transformeringsscenarioene skulle spille seg ut. Basert på aksjekursene 14. januar 2021 finner vi nær 100 prosent kursmessig potensial for Borregaard og Stora Enso og noe lavere for UPM. Det kan imidlertid synes som om et grønt skifte i noen grad allerede er priset inn i Borregaards aksjekurs, ettersom vi estimerer en nedside på 38 prosent i drivhusscenarioet. I Stora Enso indikerer analysen på den annen side at ingen vekstmuligheter knyttet til det grønne skiftet er priset inn. Konklusjonen om at det er best for-

Figur 6. Borregaard, omsetning (mill. NOK), driftsmargin (EBIT) og avkastning på anvendt kapital (ROCE) 2018–2050.



Tabell 7. Aksjekurs og diskontert nåverdi.

	Aksjekurs	Drivhusscenariet		Gradvis 2C (ordnet)		Forsinket 2C (kaotisk)		Uvektet gj.snitt	
	14.01.2021	NNV-verdi	Oppside	NNV-verdi	Oppside	NNV-verdi	Oppside	NNV-verdi	Oppside
Borregaard	148,6	91,9	-38 %	290,1	95 %	289,4	95 %	223,8	51 %
Stora Enso	16,09	16,3	1 %	31,8	98 %	31,8	98 %	26,6	65 %
UPM	30,87	28,3	-8 %	49,8	61 %	47,6	54 %	41,9	36 %

Aksjekurser per 14. januar 2021. Kilde: Bloomberg.

hold mellom risiko og avkastning i Stora Enso, støttes også av at selskapet eier om lag 1,5 millioner hektar produktiv skog. Denne integreringen bakover i verdikjeden vil gjøre selskapet mindre sårbart for økte virkepriser, samtidig som det er mulig at selskapet på sikt kan kapitalisere på «karbonfangst» knyttet til netto tilvekst av skog, som per i dag utgjør om lag 1,5 millioner tonn karbondioksid årlig.

Siden analysen ble gjort og frem til 22.12.2021 har aksjekursene for Borregaard, Stora Enso og UPM endret seg med henholdsvis +42 %, -3 % og +6 %. Dette styrker vår hypotese om at forholdet mellom risiko og avkastning er best for Stora Enso.

Konklusjon

De tre selskapene vurderes alle å være blant ledende i verden når det gjelder bærekraftsrapportering, og vi finner også gode indikasjoner på at selskapene i vesentlig grad har integrert bærekraft i sine forretningsmodeller. Om dette er grunnet i et mål om maksimering av bærekraftig aksjonærverdi (SF 1.0) eller maksimering av samlet interessentverdi (SF 2.0) fremstår uklart. Ser vi på selskapenes ambisiøse målsettinger, måloppnåelse og ressursbruk innenfor kritiske områder som karbondioksidutslipp og innovasjon, argumenterer vi imidlertid for at selskapene har kommet langt på vei mot en interessentverdiorientert modell der miljø- og samfunnsinteresser fremstår sideordnet med aksjonæravkastning. Når dette er sagt, ser vi også i noen grad det vi anser som taktisk bruk av målsettinger, og vi finner deler av rapporteringen usammenhengende og med relativt korte tidsserier.

Til tross for at selskapene har utfordringer knyttet til miljø og klima, vurderer vi dem som sannsynlige vinnere fra et akselererende grønt skifte ettersom bransjens karakteristika og selskapenes immaterielle eiendeler representerer en solid plattform for etterspørselsdrevet vekst etter produkter med et miljøavtrykk som i relativ forstand er lavt. Scenarioanalysen indikerer at aksjene, og særlig Stora Enso, er undervurdert i scenarioer der verden frem mot 2050 kommer nær 1,5-graders-målet.

REFERANSER

Confederation of European Paper Industries [CEPI]. (2020). *Key Statistics 2019: European pulp & paper industry*. <https://www.cepi.org/wp-content/uploads/2020/07/Final-Key-Statistics-2019.pdf>

EY Global. (2018). *How an integrated sustainability strategy can help you stand out*. https://www.ey.com/en_gl/assurance/how-an-integrated-sustainability-strategy-can-help-you-stand-out

Food and Agriculture Organization of the United Nations [FAO]. (2019). *Global forest products: Facts and figures 2018*. FAO Forestry Department. <http://www.fao.org/3/ca7415en/ca7415en.pdf>

Moya, J. A. & Pavel, C. C. (2018). *Energy efficiency and GHG emissions: Prospective scenarios for the pulp and paper industry* (JRC Science for Policy Report). European Commission. <https://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC111652>

Network for Greening the Financial System [NGFS]. (2019). *A call for action: Climate change as a source of financial risk* (NGFS Call for action report). https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf

Network for Greening the Financial System [NGFS]. (2020). *NGFS climate scenarios for central banks and supervisors*. https://www.ngfs.net/sites/default/files/medias/documents/820184_ngfs_scenarios_final_version_v6.pdf

Schoenmaker, D. & Schramade, W. (2019). *Principles of sustainable finance*. Oxford University Press.

Tiseo, I. (2022). *Global paper industry – statistics and facts*. Statista. <https://www.statista.com/topics/1701/paper-industry/>

Sustainability Accounting Standards Board [SASB]. (u.å.). *Materiality Map*. <https://www.sasb.org/standards/>

Sustainability Accounting Standards Board [SASB]. (2015). *Pulp & paper products: Research brief*. https://cdn2.hubspot.net/hubfs/2642721/Recursos/Agencias%20rating,%20marcos%20y%20adhesiones/SASB/Estandares/RR0202_Pulp-Paper-Products_Standard.pdf

Kva betyr det at noko er vesentleg i ein berekraftssamanheng?^R

SAMANDRAG

At noko er vesentleg – *material* på engelsk – vert stadig viktigare for vurdering av om selskap handlar og rapporterer berekraftig. Dei fleste er samde om at vesentlegvurderingar er viktige, at selskap bør identifisera, prioritera og offentliggjera informasjon om sine mest vesentlege berekraftstema. Kriteria for kva som er vesentleg, varierer likevel mykje, og i denne artikkelen gjennomgår vi korleis det kan forårsaka forvirring, og kva som kan gjerast.¹

Vi tek utgangspunkt i to tilnærmingar til vesentlegvurderingar: *Global Reporting Initiative (GRI)* legg vekt på berekraftsspørsmål som er vesentlege for alle interessentar. *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* sin definisjon legg vekt på berekraftstema som er finansielt vesentlege, det vil seia som kan påverka selskap sine finansielle resultat. Vi drøftar konsekvensane av spenningane

mellom desse to definisjonane av kva som er vesentleg i berekraftsrapporteringa, med særleg vekt på brukarar av informasjonen i finansmarknadane. Vi har dessutan undersøkt brukarar i finansmarknaden sine perspektiv gjennom spørjeundersøking og intervju.

Vi finn at ulike tilnærmingar til kva som er vesentleg, kan føra til at brukarar av berekraftsrapporter misforstår vesentlegvurderingane og difor trekkjer ugrunna konklusjonar. Særleg ser vi at ulike brukarar i finansmarknadane med ulike behov kan oppleve manglande tilgjenge og kvalitet i informasjonen. Vår konklusjon er at brukarar av berekraftsrapportering treng tydeleg kommunikasjon om vesentlegvurderingar i ikkje-finansielle rapportar. Dette er viktig både for investorar som søker lønsame grønne investeringar, og for samfunnet elles, som treng informasjon om reelle berekraftseffektar.



Aksel Mjøs er førsteamanuensis og instituttleder ved Institutt for finans ved Norges handelshøyskole (NHH). Han er og ansvarleg for etterutdanninga i finans ved NHH. Han har tidlegare mellom anna vore administrerande direktør i DnB Kapitalforvaltning og visepresident i Morgan Stanley Investment Banking i London. Mjøs er i dag medlem, tidlegare styreleiar, i Kavlifondet, var leiar av regjeringa sitt kapitaltilgangsutval og grunnleggjar av Gi Gaven Videre, som leverer digitale gåvekort som mottakaren kan gi vidare til eit godt føremål. Mjøs er fagredaktør for *Magma* nr. 1 i 2022.



Sveinung Jørgensen er førsteamanuensis ved Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap ved Norges Handelshøyskole (NHH), og sammen med Lars Jacob Tynes Pedersen leder han Centre for Sustainable Business ved NHH. Jørgensen forsker på bærekraftig business, jobber tett med bedrifter som ønsker å oppnå dette i praksis, og har podcasten Bærekraftseventyr sammen med Pedersen.



Lars Jacob Tynes Pedersen er førsteamanuensis ved Institutt for regnskap, revisjon og rettsvitenskap ved Norges Handelshøyskole (NHH), og sammen med Sveinung Jørgensen leder han Centre for Sustainable Business ved NHH. Pedersen forsker på bærekraftig business, jobber tett med bedrifter som ønsker å oppnå dette i praksis, og har podcasten Bærekraftseventyr sammen med Jørgensen.

1. Innleiing

Selskap er stadig meir opptekne med å verta meir berekraftige og å rapportera betre om berekraft. Denne kjem frå forventningar frå ulike interessentar, alt frå å møte regulatoriske krav til å opptre slik at ein tek vare på eit godt omdømme. Dei siste åra har og investorar og långvevarar – som er viktige brukarar av informasjon om berekraftsresultat – i aukande grad kravd slik informasjon, særleg om berekraftsinnsats som samsvarar med finansielle resultat.

Vi har no fått fleire nye standardar for måling og rapportering for å sikra berekraftsinformasjon av høg kvalitet. I tillegg til kvalitet er det sentralt korleis ein vurderer kva berekraftsspørsmål som er mest vesentlege innan ulike bransjar. Meir standardisert berekraftsrapportering bidreg til relevant og samanliknbar informasjon om alle såkalla miljømessige, sosiale og styringsmessige faktorar (på engelsk *ESG – environmental, social and governance factors*). Selskap bør difor gjennomføra analysar av kva som er vesentleg som støtte for både berekraftsstrategi og -rapportering.

Berekraftsarbeid og -rapportering i selskap krev stadige prioriteringar av tiltak, relevante resultatindikatorar og kva informasjon ein skal gjera offentleg. Å vita kva som er vesentleg, er nødvendig for å vurdere den relative tydinga av ulike berekraftstema. Vesentlegvurderingane kan og hjelpa i avvegningane mellom potensielt svært ulike aktivitetar langs kvar av E-, S- og G-dimensjonane.

Det er samstundes utfordrande at ein tilsynelatande er einige om kva det betyr at noko er vesentleg, men likevel er det mykje forvirring. Kva som er vesentleg, skifter over tid, problemet er at omgrepet vesentlegheit (*materiality*) når det gjeld berekraft vert nytta på to vidt forskjellige måtar. Dei to tilnærmingane er den *Global Reporting Initiative (GRI)* nyttar på den eine sida, og den *Sustainability Accounting Standards Board (SASB)* nyttar på den andre sida. Ulikskapen er særleg forvirrande når ein i berekraftsrapporter refererer til «vesentlege berekraftstema».

Vi tek her utgangspunkt i perspektivet til brukarar i finansmarknaden som treng informasjon om berekraftsresultat. Utfordringa med to ulike tilnærmingar til kva som er vesentleg, er særleg viktig for dei brukarane som treng berekraftsinformasjon til investerings- og utlånsavgjerder. Mange hevdar at selskap som prioriterer vesentlege berekraftstema, er meir lønsame enn dei som ikkje gjer det. Dei empiriske funna som er grunnlaget for desse konklusjonane, byggjer på ei SASB-forståing av kva som er (finansielt) vesentleg. Samstundes måler og rapporterer mange selskap sine berekraftsprestasjonar basert på ei breiare GRI-forståing av kva som er vesentleg. Om det er uklårt kva «vesentlege berekraftstema» betyr, er det fare for at brukarar trekkjer feil konklusjonar og potensielt tek feil avgjerder. SASB-sjef Janine Guillot og styreleiar for SASB Standards Board Jeffrey Hales har uttrykt at GRI og SASB «historisk sett har brukt fundamentalt forskjellige definisjonar av kva som er vesentleg. Dette har ført til ein marknadssjølvsinformerte deltakarar må anstrenge seg for å unngå å snakka forbi kvarandre» (Guillot & Hales, 2021).

2. Ulike tilnærmingar til kva som er vesentleg innan berekraftsrapportering

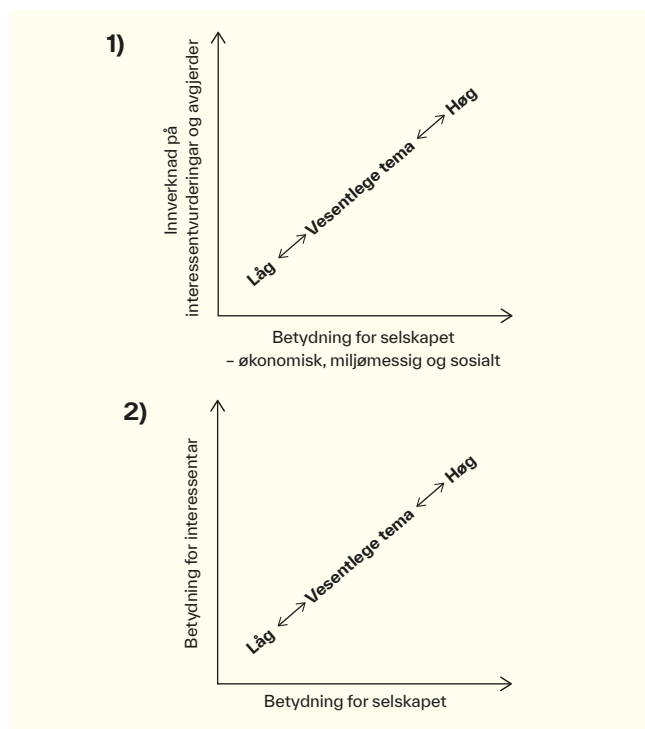
Kva betyr så omgrepet *vesentlegheit*, og kva betyr det i berekraftsrapporteringa? I vanlege finansielle rekneskap er omgrepet mykje brukt og definert slik:

Utelating eller feilinformasjon av ein post er vesentleg i ein finansiell rapport, dersom storleiken på posten i lys av tilhøva er slik at det er sannsynleg at vurderinga til ein rimeleg person som stolar på rapporten, ville ha blitt endra eller påverka ved å inkludera eller korrigera eit element. (Messier et al., 2005).

I samband med berekraftig verksemd og rapportering er målet å skilja mellom vesentlege berekraftstema, det vil seia dei berekraftsspørsmåla som truleg vil påverka interessentar (til dømes investorar, forbrukarar, styresmakter) sine avgjerder, og dei spørsmåla som er uvesentlege og neppe vil påverka avgjerdene. Medan hensikta med å skilja mellom meir eller mindre vesentlege tilhøve i finansiell rapportering er knytt til å forstå faktorar som påverkar selskapet sine økonomiske resultat, er det vesentlege i berekraftsrapporteringa knytt til selskapet sine sosiale og miljømessige resultat.

Ofte blir vesentlegvurderingar visualisert ved hjelp av ei såkalla vesentlegmatrise (*materiality matrix*). Ei slik matrise viser prioriteringa av berekraftstema i ein todimensjonal figur der aksane representerer interessene til ulike interessentgrupper. Vesentlegmatrisa kan brukast til å støtta eksempelvis risikovurdering, resultatstyring og

Figur 1 og figur 2



rapportering, der ein treng å skilja vesentleg frå ikkje-vesentleg berekraftsinformasjon.

Vesentleg berekraftsinformasjon er definert av Adams et al. (2020) som all informasjon som kan gjera ein forskjell for dei konklusjonane desse gjer:

- *interessentar* om dei positive og negative verknadane av selskapet på om ein når dei globale berekraftsmåla, og
- *tilbydarar av finansiering* om selskapet sin evne til å skapa langsiktige verdiar for selskap og samfunn.

Denne definisjonen reflekterer det som vert kalla *dobbel vesentlegheit*, der det første punktet fangar opp miljømessig og sosial vesentlegheit, og det sistnemnde fangar opp finansiell vesentlegheit. Slik sett gjev definisjonen eit samla perspektiv på kva som er vesentleg, sidan den både fangar opp interessentar generelt og investorar spesielt. Vi tek dette som utgangspunkt i gjennomgangen av dei to ulike definisjonane av kva som er vesentleg.

3. Global Reporting Initiative vs. Sustainability Accounting Standards Board: to definisjonar av kva som er vesentleg

Dei to ulike definisjonane av kva som er vesentleg, er knytt til høvesvis GRI og SASB. GRI kallar vesentleg berekraftsinformasjon «dei emne som har ein direkte eller indirekte innverknad på ein organisasjon sin evne til å skapa, bevare eller bryta ned økonomisk, miljømessig og sosial verdi for seg sjølv, deira interessentar og samfunnet elles». GRI si

todimensjonale matrise for å visualisera kva som er vesentleg, har «innverknad på interessentvurderingar og avgjerder» langs Y-aksen og «innverknad for den rapporterende organisasjonen sine økonomiske, miljømessige og sosiale påverknadar» langs X-aksen (figur 1).

SASB definerer vesentlege berekraftsproblem som dei «som sannsynlegvis vil påverka den finansielle tilstanden eller driftsresultatet til selskap innan ein bransje». SASB brukar ikkje ei direkte samanliknbar vesentlegmatrise som GRI. SASB-tilnærminga til kva som er vesentleg, står nærare vesentlegmatriser som ofte vert nytta i berekraftsrapportar, til dømes av store selskap som Unilever og Nestlé. I slike vesentlegmatriser viser Y-aksen typisk «betydning for interessentar», mens X-aksen typisk viser «betydning for selskapet» eller noko tilsvarande (figur 2). Sistnemnde setning gjeld verksemda til selskapet sjølv og er difor avgjerande for aksjonærane. Medan vesentlegmatrisa illustrert i figur 2 ikkje vert nytta av SASB, viser den likevel ei tilnærming til kva som er vesentleg, som ligg nærare SASB sin definisjon. Som ein ser frå aksane i figur 2, er ei slik tilnærming til kva som er vesentleg, strengt avgrensa til dei berekraftstema som er *finansielt* vesentlege – eit konsept som SASB brukar for å skilja det frå andre definisjonar av kva som er vesentleg. Vi bør likevel merka oss at tilhøve som selskapet sjølv vurderer å vera viktige for sitt resultat, ikkje nødvendigvis er finansielt vesentlege.

Verksemder nyttar i aukande grad slike analysar av kva som er vesentleg, for å analysa og visualisera kva berekraftstema dei bør ta tak i. Slike vurderingar av kva som er vesentleg støttar difor arbeidet med berekraftsstrategiar samt måling og rapportering av kva ein oppnår på berekraftsfeltet. Difor finn ein ofte vesentleganalysar på selskap sine nettsider, i strategidokument og i berekraftsrapportar eller integrerte rapportar for å visa og kommunisera slike prioriteringar.

Ei relativt ny utvikling innan berekraftsrapportering er såkalla dynamisk vesentlegheit, som fangar opp tidsdimensjonen i samband med kva som er vesentleg. Når selskap er i endring, vil kva som er vesentleg, også endra seg ved at nye tema kjem opp og andre ikkje lenger er vesentlege. Når ein innser at kva som er vesentleg, er dynamisk, så kan heller ikkje berekraft handterast på ein statisk måte, vurderingane må òg vera framtidsretta og dynamiske.

I ein fersk artikkel analyserer Freiberg et al. (2019) korleis berekraftsspørsmål vert finansielt vesentlege. Forfattarane fokuserer på kor viktig den dynamiske forståinga av vesentleg berekraft er. Nærleggjande eksempel er covid-19-pandemien og #MeToo-fenomenet dei siste åra. Det er viktig å ha eit framtidsretta og dynamisk perspektiv på kva som er vesentleg, for å skjøna kva berekraftsspørsmål som kan verta viktigare framover. Det grunnleggjande i all finansiell verdsetting er å estimera verdien i dag av alle framtidige, risikable kontantstraumar, og finansielt vesentlege berekraftsspørsmål vil påverka desse kontantstraumane og med det verdien av eit selskap.

4. Spenningar mellom dei to tilnærmingane til kva som er vesentleg

I prinsippet kan ein leva godt med to rivaliserande tilnærmingar til kva som er vesentleg, så lenge begge er klårt definerte, kommuniserte og forstått. Vi opplever likevel spanningar mellom GRI- og SASB-tilnærmingane til kva

som er vesentleg, slik dei vert nytta i praksis, og at desse kan påverka brukarar sine konklusjonar om berekraftsresultat.

Det er mange eksempel på spenningar mellom ulike konsept for å vurdera verksemder si berekraft: Er det snakk om privat verdi eller delt verdi, spørsmålet om «verdi for kven», spenninga mellom kortsiktige, gjerne finansielle mål, og meir langsiktige mål, gjerne for miljø og sosial rettferd.

Ei utfordring er for eksempel at trua på eller håpet om at det å fokusera på finansielt vesentlege berekraftstema kan driva finansielle resultat, aukar investorar si interesse for slik informasjon. Sjølv om slike samanhengar er funne historisk for tema som er vesentlege etter ein SASB-definisjon, så treng det ikkje vera gyldig for tema som GRI ser som vesentlege. Det er difor det er avgjerande at brukarar av berekraftsinformasjon veit kva definisjon som gjeld for kva som er vesentleg, for ikkje å dra ugrunna konklusjonar.

5. Praktisk illustrasjon

La oss vurdera kva ei slik potensiell spenning kan bety i praksis. Når selskap vert meir berekraftige, er investorar mest interesserte i dei økonomiske konsekvensane, medan andre interessentar bryr seg meir om dei reelle berekraftseffektane. Men ikkje alle berekraftsforbetringar gjev direkte positive effektar på inntekter eller kostnader. Tvert imot: Mange berekraftstiltak vil vera ulønsame, særleg på kort sikt, til dømes den høge investeringskostnaden for elektriske lastebilar. Berekraftstiltak kan difor vera viktige for mange interessentar, men ikkje nødvendigvis for investorar. Det er òg fare for at selskap som berre gjer forbetringar på tema som SASB ser som vesentlege, vil vera attraktive for investorar, men dei kan ha dårlegare resultat på område som andre interessentar ser som vesentlege.

Eit eksempel er bransjekategorien «kle, utstyr og sko» i SASB sitt vesentlegkart. Kartet viser at ingen miljøforbetringar har positive resultateffektar for verksemder i denne bransjen, sidan studiar av kva som er finansielt vesentleg, ikkje finn at investeringar i miljø har gjeve finansiell avkastning i tekstilindustrien. Difor ser ein ikkje miljøfotavtrykka til NIKE sine sko eller Zara sine kle som vesentlege ut frå SASB-definisjonen, sjølv om slike miljøforbetringar truleg påverkar selskapa sine merkevarer og omdømme positivt. I ei GRI-basert vurdering vil forbetringane truleg verta vurdert som sosialt og miljømessig vesentlege.

Desse utfordringane reiser ei rekkje spørsmål:

- Q1. Kva berekraftsarbeid bør verksemder prioritera, og kva KPI-ar² bør dei overvaka som viser relevant forbetring?
- Q2. Skal det rapporterende selskapet berre leggja vekt på finansielt vesentlege berekraftstema eller òg på dei som er miljømessig og sosialt vesentlege?
- Q3. Om ein rapporterer begge typar, korleis skal rapporten kommunisera på kva måte og med kva definisjon eit gitt berekraftstema er vesentleg?
- Q4. Korleis vil sorteringa mellom dei to vesentlegkategoriane variera etter rapporteringshorisont?

6. Empirisk studie: metode og resultat³

Vi gjennomførte ei undersøking med ulike interessentar som arbeider i norske finansmarknader, ei spørjeundersø-

king om berekraftsrapportering, vesentlegheit og informasjonskvalitet og oppfølgingsintervju med nokre av respondentane. Vi spurde eit utval av fagfolk som følgde Norges handelshøgskole og Norske Finansanalytikerens Forening sitt studium i berekraftig finansiell analyse hausten 2020 og våren 2021. Utvalet er dominert av finansanalytikarar og porteføljeforvaltarar frå store institusjonelle investorar, men famnar òg tilsynsstyresmakter, økonomi-/finansansvarlege i ordinære selskap, fagfolk i bank og forsikring, revisorar og finansjournalistar.

Vi fokuserte på oppfatningar av sentrale konsept knytt til kva som er vesentleg når det gjeld berekraftsrapportar, samla i fire breie kategoriar:

- informasjonsbehova til brukarane
- tilnærmingar til kva som er vesentleg i berekraftsrapportar
- tilgjengeleg informasjon i berekraftsrapportar, og
- informasjonskvalitet i berekraftsrapportar

Når det gjeld informasjonsbehov, fokuserte vi på tre kategoriar: dei som er relatert til finansiell vesentlegheit, og dei to informasjonsdimensjonane i Adams sin definisjon av kva som er vesentleg, vist ovanfor. Vi stilte spørsmål om syn på krav til offentleggjering med omsyn til dobbel og dynamisk vesentlegheit. Vi bad om vurderingar av kor tilgjengeleg informasjonen i berekraftsrapportar er, og i kva grad dei var i stand til å skilja mellom informasjon knytt til ulike tilnærmingar til kva som er vesentleg. Vi spurde òg om vurderingar av informasjonskvaliteten i berekraftskunngjeringar.

Alle spørsmål vart målt på Likert-skalaer der 1 indikerte «heilt usamd» og 7 indikerte «heilt samd». Oppfølgingsintervjua vart gjort for å fanga opp mangfaldet i utvalet.

7. Hovudresultat frå undersøkinga

Undersøkinga hadde 30 respondentar, 80 prosent var menn (som på studiet). Gjennomsnittsalderen var 48,5 år, og gjennomsnittleg tid i arbeid var 22 år. Respondentane jobba hovudsakeleg i bank (30 prosent), investeringsverksemder (23,3 prosent), det offentlege (6,7 prosent) samt i konsulentfirma, forsikringsselskap eller med økonomi- eller finansansvar elles.

Når det gjeld informasjonsbehov, var respondentane sterkt samde om at dei ønska informasjon både om økonomisk vesentlege berekraftstema og om reelle berekraftseffektar. Respondentane ønska i noko mindre grad informasjon om berekraftstema som frivillige organisasjonar og folk elles fokuserer på.

Når det gjeld kva som er vesentleg, finn vi at dei ønskjer at dynamisk vesentlegheit er inkludert i rapporteringa, og at berekraftsrapportering ikkje bør avgrensast til finansielt vesentlege berekraftstema åleine. Dei meiner òg at rett handtering av vesentlege berekraftstema er avgjerande for selskapa sine finansielle resultat.

Når det gjeld tilgjenge til informasjon, finn dei at det ikkje er enkelt å identifisera finansielt vesentlege berekraftstema i berekraftsrapportar, og dei var òg usamde i at det var lett å skilje finansielt vesentlege berekraftstema frå dei som er vesentlege, til dømes basert på ei GRI-forståing. Samla sett er respondentane skeptiske til kor tilgjengeleg

informasjonen er i slike rapporter, og dei ønskjer rapportering i samsvar med standardar.

Respondentane gav ei blanda vurdering av informasjonskvalitet. I vurderinga av informasjonskvaliteten i berekraftsrapportar var dei positive med omsyn til informasjonen sin relevans, dei meinte at informasjonen er moderat samanliknbar, men at det er dårleg stelt med omsyn til kor aktuell og verifiserbar informasjonen er.

I dei kvalitative intervjuja fekk respondentane høve til å utdjupa dei tre temaa informasjonsbehov, informasjonstilgang og informasjonskvalitet.

a. Informasjonsbehov

Respondentane varierte etter sine roller sterkt i kvifor dei les berekraftsrapportar. Porteføljeforvaltaren ønska informasjon om korleis berekraftsforbetringar kan opna nye forretningsutsikter: «Vi er like interessert i informasjon om slike nye moglegheiter som om risiko og skader», sa han. Internkontrollansvarleg hadde eit heilt anna perspektiv: «Eg leitar ikkje etter lønsemd – eg leitar etter spor av ekte berekraft.»

Finansanalytikaren uttalte: «Perspektivet vårt er noko meir kortsiktig – vi ser i stor grad på neste kvartal.» Men han understreka òg at dette innebar meir vekt på det som er dynamisk vesentleg – informasjon som sjeldan er lett tilgjengeleg i berekraftsrapportar. Han påpeika òg at: «Rapporteringa må vera så konsistent som mogleg over tid for å tillata samanlikning – og om saker som er meir og mindre vesentlege over tid.» Porteføljeforvaltaren kommenterte òg avveginga mellom ønsket om mest mogleg relevant informasjon, og om informasjon som er kvantifisert og kan etterprøvast: «Rapportane bør byggja på gode og helst kvantifiserte variablar. Men helst mindre ord og bilete og ikkje-verifiserbar informasjon som står i vegen for den vesentlege informasjonen.»

Berekraftssjefen i ein stor bank meinte at informasjon som vart utvikla for å dekkja investorar sine behov, også var den mest interessante for andre interessentgrupper. Han sa: «Berekraftsrapportar bør skreddarsyast for investorar – det vil gjera dei meir nyttige også for andre interessantar. Det er ofte ikkje definert kven målgruppa for slike rapportar er, og å utvikla dei på ein måte som er meir konsentrert rundt reine fakta og tal, vil truleg gjera dei nyttige for flest interessantar.» Ho som arbeidde med offentlege finansieringsordningar, støtta denne vurderinga.

b. Tilgjenge til informasjon

Respondentane gjentok inntrykket frå spørjeundersøkinga i spørsmålet om tilgjengeleg informasjon. Dei fann det særleg vanskeleg å skilja mellom informasjon om berekraftsresultat som var finansielt vesentleg, og informasjon om reelle berekraftseffektar som vart verdsett av andre interessentgrupper. Finanssjefen hevda at trass i gode intensjonar i rapporteringa er det vanskeleg å finna informasjon som kan verifiserast og jamførast over tid og mellom selskap. Porteføljeforvaltaren understreka at rapportane åleine vanlegvis ikkje var tilstrekkelege til å gi han fullstendig informasjon. Dette gjeld særleg informasjon om nye og meir usikre tema – dette krev direkte dialog med selskapa.

Internkontrollansvarleg la vekt på at informasjonen hadde ein tendens til å «flyta saman og verta rotete», og at

informasjon ofte vert presentert «i uventa form på uventa stader» i rapportane. Ho beklaga òg at variasjonen i selskapa si rapportering kan koma av ulik informasjonstilgang: «Verksemdene er svært ulike i kva berekraftsarbeid dei vel å gjennomføra, og også kva dei rapporterer om, ut frå aktivitetane, deira prioriteringar og kva dei kan gi informasjon om.»

Til slutt peikte fleire av respondentane på at dei meinte at berekraftsrapportane vart stadig meir prega av ein flaum av informasjon, for mykje prosa og for lite kvantitativ og finansielt vesentleg informasjon.

c. Informasjonskvalitet

Økonomisjefen meinte at forteljarstilen dominerer berekraftsrapportar, og skilde mellom mål, innsats og resultat. Ulike brukarar kan leggja ulikt vekt på desse informasjonskategoriane. Ho som arbeidde med offentlege finansieringsordningar, hevda at informasjon om miljøtema generelt var av høgare kvalitet enn informasjon om sosiale tema. Ho sakna særleg overordna informasjon om selskapet sine ESG-karakteristikum.

Finansanalytikaren peika på samanliknbarheit som eit sentralt problem, eksempelvis oljeselskap som ser ut til å vilkårleg velja startår for samanlikningar for å få forbetringane til å verka større, men dette skapar samstundes tolkingsproblem. Internkontrollansvarleg meinte at informasjonen generelt er svært relevant, men peika på at mange selskap verkar selektive i korleis dei informerer om gode opp mot dårlege prestasjonar. Alle respondentane opplever samanliknbarheit som ei sentral utfordring. Likevel ser dei noko betring over tid.

8. Drøfting

Spørjeundersøkinga og intervjuja stadfestar biletet av spenningane mellom dei to tilnærmingane til kva som er vesentleg, og kva dette medfører for dei som brukar informasjonen i berekraftsrapportane. Funna våre bidreg til å forstå korleis ei vurderer vesentlegheit i berekraftsinformasjon, og at det vert nytta svært ulikt av ulike brukarar.

a. Spenninga i bruken av omgrepet vesentlegheit

Undersøkinga viser at dei ulike brukarane av informasjon ønska informasjon om ulike typar vesentleg informasjon (dvs. både i GRI- og SASB-tilnærmingar til konseptet). Dei såg det likevel som utfordrande å skilja mellom berekraftstema som er finansielt vesentlege, og dei som (berre) er vesentlege etter GRI-definisjonen. Samla finn dei at berekraftsrapportar gir relevant informasjon, men ikkje kan samanliknast, ikkje er aktuelle og ikkje kan etterprøvast.

I oppfølgingsintervjuja fann dei generelt at det var vanskeleg å skilja mellom:

- finansielt vesentleg informasjon om berekraft
- informasjon som har større tyding for andre interessantar, og
- informasjon som er nyttig for å vurdere reelle berekraftseffektar

Respondentane peika på at meir standardisering i berekraftsrapportar hjelper brukarar i finansmarknaden, sjølv om informasjonen framleis ofte er rotete presentert.

Respondentane uttrykte eit ønskje om offentleggjering i tråd med dobbel vesentlegheit, for å møte problemet med å avgrensa finansielt vesentlege frå ikkje-finansielt vesentlege berekraftstema.

I sine retningslinjer for rapportering av klimarelatert informasjon skisserer EU eit dobbelt vesentlegheitsperspektiv. Det krev rapportar både på tema som er finansielt vesentlege, og dei som er sosialt og miljømessige vesentlege. Meir eksplisitt rapportering i eit dobbelt vesentlegheitsperspektiv kan gi meir klarheit for alle brukarar av slik informasjon. Viktigare, som påpeika av GRI og SASB saman (GRI & SASB, 2021):

SASB sine bransjespesifikke standardar identifiserer dei berekraftsrelaterte risikoane og moglegheitene som mest sannsynleg vil påverka eit selskap sin finansielle tilstand (dvs. balanse), driftsresultat (dvs. resultatregnskap) eller risikoprofil (dvs. kapitalkostnad). Alle desse faktorane påverkar eit selskap sin noverande og framtidige marknadsvardi. GRI-standardane fokuserer på dei økonomiske, miljømessige og sosiale konsekvensane av verksemda til eit selskap og med det bidraga – positive eller negative – til berekraftig utvikling. Det er ein underliggjande føresetnad at om dei ikkje allereie er finansielt vesentleg på rapporteringstidspunktet, kan desse konsekvensane verta finansielt vesentlege over tid.

Våre respondentar ønskjer meir dynamisk vesentlegheitsinformasjon sjølv om slik informasjon er vanskeleg både å produsera og verifisera. Dette dreier seg òg om den generelle utfordringa knytt til tidsdimensjonen, ei spenning mellom krav om:

- informasjon av høg kvalitet som kan kontrollerast, til dømes veletablerte indikatorar som CO₂-utslepp eller energiforbruk, og
- rettidig informasjon om nye emne som kan verta finansielt vesentlege, men som kan ha mindre standardiserte og velutvikla tiltak og indikatorar

Dynamisk vesentlegheit kan difor krevja ein toleranse for mindre standardisert og mindre samanliknbar informasjon, i alle fall for nye tema.

Samla sett ser vi spenningar av fleire variantar i vår studie. Dette gjeld ulike informasjonsbehov, ønskje om standardisert og fortrinnsvis kvantitativ informasjon opp mot informasjon om nye tema i ei dynamisk vesentlegheitstilnærming. Respondentar uttrykkjer òg ei spenning mellom kor fullstendig og kor presis informasjonen er, noko som ligg i kjernen av arbeidet med kva som er vesentleg i berekraftsrapportering.

Kva kan så vera aktuelle løysingar? Eit alternativ er å vera tydeleg på om ein berekraftsindikator er vesentleg i SASB-forstand eller i GRI-forstand (eller begge deler).

9. Konklusjon

I denne artikkelen har vi drøfta konsekvensane av parallell bruk av to tilnærmingar til kva som er vesentleg i samband med berekraftsrapportering. Ved hjelp av eksempel og ei

undersøking mellom interessantar i den norske finansmarknaden har vi diskutert spenninga i praksis. Vi har vist problema med sameksistensen av ulike forståingar av kva som er vesentleg, og korleis dei kan leia brukarar av informasjon frå berekraftsrapportering på villspor.

Vi treng innsikt i både økonomisk vesentlege og ikkje-finansielt vesentlege berekraftstema (dvs. dobbel vesentlegheit) samt at den dynamiske karakteren til vesentlegvurderingar utgjer ei stor utfordring for berekraftsrapporteringa. Vi ser fram til arbeidet med dobbel vesentlegheit og dynamisk vesentlegheit og til intensjonen i arbeidet mot harmoniserte rammer for berekraftsrapportering. Frå eit politisk risikosynspunkt kan vi enten sjå ei utvikling mot eit reint finansielt vesentlegheitsomgrep som eignar seg for rapportering og sektorspesifikk politikk. Alternativt kan vi sjå eit breitt vesentlegheitsomgrep som fangar opp både dobbel og dynamisk vesentlegheit, men som er mindre klårt og presist. Utviklinga av standardar for berekraftsrapportering og tilnærmingane til kva som er vesentleg, må difor navigera mellom desse to ytterpunkta.

REFERANSAR

- Adams, C., Druckman, P. & Picot, R. (2020). *Sustainable development goals disclosure (SDGD) recommendations*. Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), Institute of Chartered Accountants of Scotland (ICAS), Chartered Accountants Australia and New Zealand (CAANZ), the International Integrated Reporting Council (IIRC) and the World Benchmarking Alliance (WBA). <https://www.ifac.org/knowledge-gateway/contributing-global-economy/publications/sustainable-development-goals-disclosure-sdgd-recommendations>
- Freiberg, D., Rogers, J. & Serafeim, G. (2019). *Pathways to materiality: How sustainability issues become financially material to corporations and their investors* (arbeidsdokument). Harvard Business School Accounting and Management Unit. https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/20-056_1c21f28a-12c1-4be6-94eb-020f0bc32971.pdf
- Global Reporting Initiative [GRI] & Sustainability Accounting Standards Board [SASB]. (2021). *A practical guide to sustainability reporting using GRI and SASB standards* (rapport). <https://www.globalreporting.org/media/mlkjpnl/gri-sasb-joint-publication-april-2021.pdf>
- Guillot, J. & Hales, J. (2021, 14. mai). *Materiality: The word that launched a thousand debates*. Harvard Law School Forum on Corporate Governance. <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/14/materiality-the-word-that-launched-a-thousand-debates/>
- Messier, W. J., Martinov, B. N. & Eilifsen, A. (2005). A review and integration of empirical research on materiality: Two decades later. *Auditing: a Journal of Practice & Theory*, 24(2), 153–187.

NOTER

- 1 Artikkelen byggjer på Jørgensen, Mjøs & Pedersen (2021). Sustainability reporting and approaches to materiality: Tensions and potential resolutions. *Sustainability Accounting, Management and Policy Journal*, 13(2). <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2021-0009>
- 2 Key Performance Indicators, nøkkelindikatorar for utvikling på viktige område.
- 3 Detaljert omtale av metode og resultat finn ein i Jørgensen et al., 2021. <https://doi.org/10.1108/SAMPJ-01-2021-0009>

EU-taksonomien – erfaring fra praktisk implementering^R

SAMMENDRAG

Bærekraftig finans er et innsatsområde i EU som kan bli viktig for næringslivet i Europa og Norge fremover. Klassifisering av bærekraftige aktiviteter, taksonomien, vil bidra til å endre hvordan man definerer bærekraft og de ulike aktivitetene bedrifter utfører. Dette vil kreve en innsats hos bedriftene som er omfattet av det nye klassifiserings-systemet. Hvordan taksonomien vil påvirke finansiell sektor, er bredt dekket i nyhetsbrev og artikler. Hva bedriftene

selv må gjøre av forberedelser, er mindre dekket. I artikkelen blir det gitt en overordnet presentasjon av EU-taksonomien og de skritt en kartlegging og påfølgende implementering medfører. Lov om bærekraftig finans ble vedtatt i Stortinget i desember 2021, men vil først være effektiv senere i 2022. Finansdepartementet anbefaler likevel selskaper som er foreslått omfattet av rapporteringspliktene, å inkludere taksonomirelatert informasjon i sine årsrapporter for 2021.



Jørn Gunnar Kleven er leder av Finans og kontroll i Eidsiva Energi. Han er AFA-sertifisert og har en mastergrad. Kleven har tidligere arbeidet i Storebrand Kapitalforvaltning og KLP med kapitalforvaltning. Han har også hatt ulike verv i regi av Norske Finansanalytikeres Forening de siste 25 år.

Bakgrunn

Den 14. desember 2021 ble lov om bærekraftig finans vedtatt av Stortinget. Loven inkorporerer EUs taksonomi (klasifiseringssystem) om bærekraftig aktivitet i norsk rett. Finansdepartementet har som forventet annonsert at nye regler om bærekraftig finans ikke trer i kraft 01.01.2022. Norsk implementering kan først skje etter at forordningene er innlemmet i EØS-avtalen. Finansdepartementet oppfordrer likevel selskaper som er foreslått omfattet av rapporteringspliktene, å inkludere taksonomirelatert informasjon i sine årsrapporter for 2021.

Det er utført ulike studier av hvilke tiltak kapitalforvaltere og institusjonelle investorer må iverksette for å være i samsvar med EU-taksonomien, for eksempel den internasjonale studien i regi av Principles for Responsible Investment¹ (PRI). PRI-studien signaliserer et tydelig behov for god selskapsrapportering til investorene for at EU-taksonomien skal fungere etter hensikten.

For bedrifter (og offentlig virksomhet) er det i mindre utstrekning utført tilsvarende studier og erfaringskartlegging.²

The Governance Group konstaterte i sin undersøkelse fra september 2021 at trolig kun 1 av 10 selskaper på Oslo Børs er klar for å rapportere etter EU-taksonomien.³

Infrastrukturkonsernet Eidsiva Energi publiserte i tredje kvartal 2021 for første gang status for konsernets arbeid med EU-taksonomien. I denne artikkelen deles erfaringer fra denne første rapporteringen med leseren.⁴ Det blir gitt en overordnet innføring i taksonomien, hvilke skritt en implementering krever, og avslutningsvis presenteres den foreløpige rapporteringen i tablået som er foreslått av EU for rapportering.

Under EU-taksonomien skal det for bedrifter rapporteres på nøkkeltallene inntekter, investeringer og driftskostnader. Dette er kjente størrelser for alle norske bedrifter. Det som imidlertid er helt nytt, er i hvilke dimensjoner rapporteringen skal foretas. Tradisjonelle dimensjoner som økonomisk enhet, avdeling eller prosjekt er trolig ikke tilstrekkelig for å rapportere i samsvar med EU-taksonomien. Tilleggsdimensjoner må trolig etableres i styringssystemene.

EU indikerer en kostnad for selskapene på mellom 40 000 og 125 000 euro i oppstartsåret og deretter mellom 20 000 og 50 000 euro i påfølgende år som følge av økt rapportering.⁵

EU-taksonomien – generell innføring og oversikt (forordning 2020/852)

EU-taksonomien tar utgangspunkt i hvordan økonomien burde vært innrettet for å nå Parisavtalens mål, ikke hvordan økonomien faktisk er innrettet.

EU-kommisjonen la i mars 2018 frem en omfattende handlingsplan med tiltak som skal underbygge et finansielt system som støtter bærekraftig vekst – *EU Action Plan for Sustainable Finance*. Denne planen er en integrert del av *European Green Deal*.

EUs taksonomi ble lansert av EU-kommisjonen i 2020, og den er dermed også viktig i EUs bredere plan for en grønn omstilling. EU-taksonomien er omtalt som *Encyclopaedia Britannica* for hva som er å anse som bærekraftig aktivitet i Europa i fremtiden.

EU-taksonomien skal bidra til en felles forståelse av hvilke investeringer som er bærekraftige, gjennom definerte bærekraftsmål. Målsettingen er å flytte kapitalstrømmene og dreie investeringer til mer bærekraftige selskaper og produksjonsformer.

EU-taksonomien tar utgangspunkt i hvordan økonomien burde vært innrettet for å nå Parisavtalens mål, ikke hvordan økonomien faktisk er innrettet

Hele den finansielle verdikjeden er påvirket av EU Action Plan for Sustainable Finance, noe som er vist under. Informasjon fra bedriftene (utstedere) er kritisk for å ha informasjonsgrunnlaget og insentivene for å oppnå endringer.

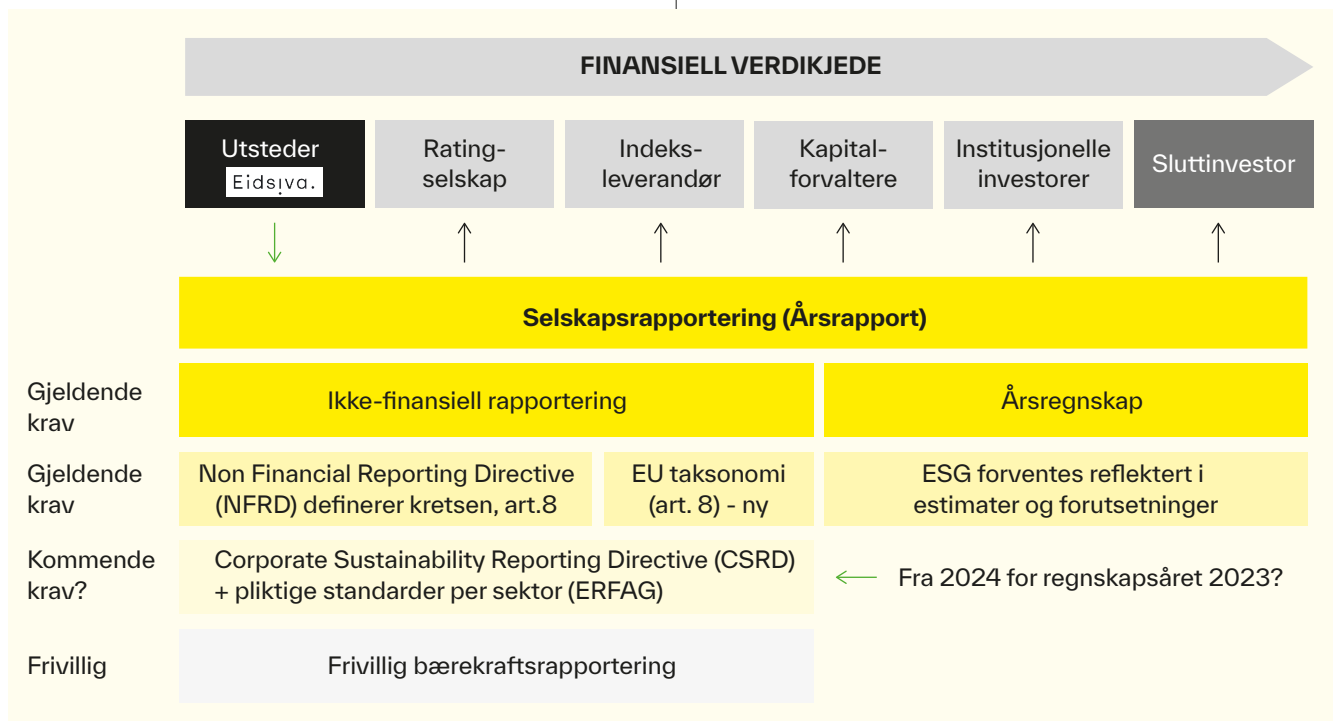
Non Financial Reporting Directive (NFRD) gjelder for store foretak av allmenn interesse med mer enn 500 ansatte, og ble del av norsk regnskapslov fra sommeren 2021. Taksonomien omfatter foretak som etter regnskapsdirektivet skal rapportere ikke-finansiell informasjon. Disse foretakene skal inkludere ikke-finansiell informasjon i sin periodiske rapportering om hvordan og i hvilket omfang deres virksomhet knytter seg til bærekraftige økonomiske aktiviteter slik dette er definert i EU-taksonomien.

Den ikke-finansielle informasjonen kan inkluderes i ikke-finansiell rapportering eller i øvrig bærekraftsrapportering under NFRD.

I april 2021 la EU-kommisjonen frem forslag til et nytt endringsdirektiv om foretaks bærekraftsrapportering. Endringsdirektivet har fått navnet Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) og endrer regnskapsdirektivet, rapporteringsdirektivet, revisjonsdirektivet og revisjonsforordningen. Om CSRD innføres i samsvar med forslag, må informasjonen under EU-taksonomien fra regnskapsåret 2023 inkluderes i årsrapport med begrenset attestasjon fra revisor. Kretsen av selskaper som omfattes av EU-taksonomien, vil med CSRD utvides betydelig, anslått fra 11 000 selskaper i dag til 49 000 selskaper i Europa.⁶ Taksonomirelatert informasjon vil ved innføring av CSRD bli betydelig mer tilgjengelig for kapitalmarkedsaktører, myndigheter og interessegrupper generelt.

Europeiske kapitalmarkedsaktører må likevel etter 2023 fremdeles kartlegge alle virksomheter utenfor Europa på egen hånd, siden selskapene de er investert i, ikke er underlagt CSRD (for eksempel ved investeringer i USA og Asia).

Figur 1. Stortinget vedtok 14. desember 2021 lov om bærekraftig finans – inkludert EU-taksonomien. NFRD er et endringsdirektiv til EUs regnskapsdirektiv som ble del av norsk lov fra 1. juli 2021.



Figur 2. Sammenhengen i deler av EUs plan for bærekraftig økonomi.



Tabell 1. Oversikt over de største inkluderte sektorer, antall underaktiviteter og utslipp. De vesentligste bidragsytere til utslipp er kartlagt.

Sektor	NACE	Antall aktiviteter (#)		Utslipp tonn CO2e (2018)	% av utslipp
		Klimaendring	Klimatilpasning		
Elektrisitet, gass, damp	D/F	25	25	1 021 327 916	29,3 %
Industri	C	17	17	836 131 368	24,0 %
Transport og lagring	H/N/F	17	17	543 990 599	15,6 %
Landbruk og skogbruk	A	5	5	526 387 217	15,1 %
Vannforsyning, renovasjon	E/F	12	12	161 962 114	4,7 %
Eiendom, bygg og anlegg	L/C/M/F	7	7	70 517 894	2,0 %
Helse	Q	0	1	32 512 530	0,9 %
Utdanning	P	0	1	17 273 274	0,5 %
Forskning/vitenskap	M	3	2	17 056 511	0,5 %
Forsikring/finans	K	-	2	10 837 435	0,3 %
IKT og telekom	J	2	3	8 780 514	0,3 %
Underholdning, reiseliv	R	0	3	8 298 587	0,2 %
SUM		88	95	3 255 075 959	93,5 %

Oppsummert kan man si at taksonomien er navet i hjulet for bærekraftig finans:

- Rapporteringsplikter (EU-taksonomi via NFRD): Selskaper skal publisere selskapsinformasjon med tilstrekkelig oppløsning og kvalitet som del av sin selskapsrapportering.
- Opplysningsplikter (EU-taksonomi via SFDR): Kapitalmarkedsaktører skal innhente og systematisere selskapsinformasjonen og presentere denne for sine produkter.
- Til slutt skal sluttinvestorer foreta rasjonelle valg basert på *relevant, konsistent og fullstendig* informasjon som inkluderer bærekraft.

EU-taksonomi – klassifisering av aktiviteter (artikkel 3)

For å vurdere en virksomhet har EU laget regelverk for ulike aktiviteter. Det er viktig å understreke at det ikke er bedriften i sin helhet som vurderes, men de *ulike* aktiviteter bedriften gjennomfører. Det vil si at en virksomhet kan ha

forskjellige deler av sin virksomhet som oppfyller eller ikke oppfyller ulike krav i EU-taksonomien.

EU startet med i utgangspunktet 21 sektorer (med 615 ulike aktiviteter), som i øyeblikket er redusert til tolv sektorer (med om lag 90 aktiviteter). De identifiserte sektorene/aktivitetene utgjør 93,5 prosent av virksomhetenes klimagassutslipp i EU i 2018 (basert på Scope 1-data – egne, direkte kontrollerbare/påvirkbare utslipp – for året 2016).

Hovedsektorer som ble identifisert og kartlagt av EU, er gjengitt i tabell 1.

Videre blir aktivitetene gruppert etter hvorvidt de allerede er å anse som grønne aktiviteter, omstillingsaktiviteter eller muliggjørende aktiviteter – se figur 3.

Det er ulike rapporteringskrav for de forskjellige kategoriene aktivitet, se avsluttende kapittel.

For å klassifiseres som en bærekraftig økonomisk aktivitet må aktiviteten bidra til minst ett av EUs seks bærekraftsmål og ikke være til vesentlig skade for noen av de andre bærekraftsmålene – se figur 4 og neste kapittel. I ESG-kontekst er dette knyttet til bokstaven E (*environmental*).

Figur 3. Kategorier aktiviteter i EU-taksonomien.

KATEGORIER AV AKTIVITET I EU-TAKSONOMIEN

GRØNNE AKTIVITETER (er allerede bærekraftige)
– f.eks. nullutslippstransport, CO₂-lagring, skogplanting

Stabilitet i vilkår/krav forventes

OMSTILLINGSAKTIVITETER (*transition*)
= bidrar med egen aktivitet til dekarbonisering
→ f.eks. renovering av bygninger, hybridbiler, elektrisitetsproduksjon
lavere enn 100 g CO₂e/kWh

Vilkår/krav vil revideres (fem år)

MULIGGJØRENDE AKTIVITETER (*enabling*) = muliggjør dekarbonisering
for andre, men med små *egne* fotavtrykk → f.eks. produksjon av turbiner,
varmtvannsberedere, elektrisitetsnett

Stabilitet, men revidering
av krav for enkeltaktiviteter

Skal man for eksempel produsere fornybar energi, må man gjennomføre en miljøkonsekvensanalyse som viser at man gjennom prosjektet ikke har stor negativ innvirkning på økosystemer i området.

Det er utarbeidet tekniske kriterier for miljømålene. Siden bærekraft i mange sammenhenger er globale utfordringer, er de tekniske kriteriene som hovedregel objektive, detaljerte og uavhengig av lokalisering (for eksempel EU Ecolabel). Noen sektorer er definert som at de aldri vil bli bærekraftige, og de vil derfor ikke få sektorspesifikke krav, for eksempel olje og kull.

I tillegg skal aktiviteten oppfylle minimumskriterier for sosiale forhold og styring fastsatt av OECD og FN – se senere.

I ESG-kontekst kan dette sees på som bokstavene S (*social*) og G (*governance*).

En implementering av EU-taksonomien kan involvere mange ulike fagmiljøer i en organisasjon: HR (sosiale minimumskrav), tekniske disipliner (teknisk screening), bærekraft (oppfylle minst ett og ikke skade andre bærekraftsmål) og økonomi (beregning av andel av regnskap som er å anse som bærekraftig). I juni 2021 publiserte EU dokumentet *Staff working document – impact assessment report* med forslag til hvordan implementering av EU-taksonomien kan gjennomføres i en organisasjon.

NACE-koder i EU-taksonomien

Segmentrapportering er noe flertallet av virksomheter er fortrolig med. Dimensjonene det skal rapporteres på under EU-taksonomien, er imidlertid det nye begrepet *aktivitet*. Det er således ikke virksomheten eller konsernet som klassifiseres som bærekraftig, men aktiviteten. Det er fullt mulig at et konsern har samme aktivitet i flere ulike selskaper. Et eksempel kan være konstruksjon av eiendom.

Aktiviteten konstruksjon av eiendom er en egen aktivitet i EU-taksonomien. Det betyr at alle inntekter, investeringer og driftskostnader forbundet med konstruksjon skal presenteres samlet og konsolidert, selv om regnskapsføringen skjer i selskap Nord, Sør og Vest.

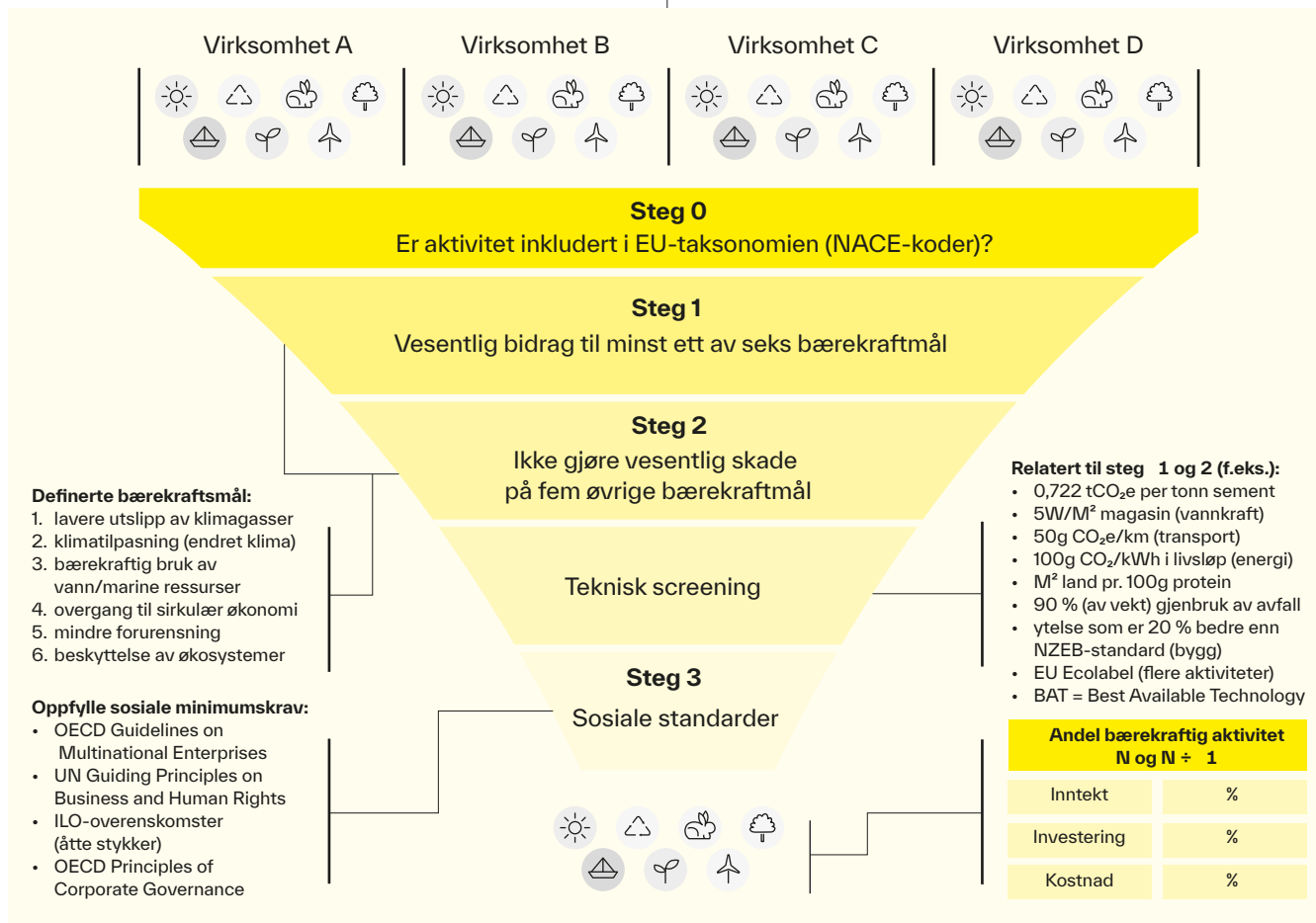
Næringsgruppering brukes i ulike administrative oppgaver i EU. NACE er en forkortelse for fransk *Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne* (statistisk klassifisering av økonomisk aktivitet i EU). Det er definert 617 ulike aktiviteter i NACE-strukturen.⁷ Norske bransjekoder for selskaper bygger også på NACE-strukturen. Kodestrukturen er bred og detaljert, som er bakgrunnen for at den ble valgt. Technical Expert Group (TEG) for EU-taksonomien fant tidlig ut at verken finansinstitusjoner eller selskaper har inngående kunnskap om NACE-koder. Det er derfor laget et støttedokument⁸ i Excel for å bistå aktørene i økonomien med kartleggingen av aktiviteter.

I arbeid med EU-taksonomien er aktivitetskartlegging en *kritisk* arbeidsoppgave. Det er *kun* aktivitet i definerte NACE-koder som kvalifiserer for å bli definert som bærekraftig. Videre er det *individuelle* tekniske utvalgs-kriterier for de definerte bærekraftige aktivitetene. For eksempel er det tekniske utvalgs-kriteriet for produksjon av sement (NACE C 23.51) helt forskjellig fra salg av betongprodukter (NACE C 23.61).

Det er viktig å ha i bakhodet at det er *tilvirkningsprosessen* som ofte er utslippskilde, og ikke salgsleddet, når man skal etablere rapporterings- og kodestruktur for EU-taksonomien. Dette i motsetning til annen regulering på området bærekraft, hvor det er den som forbruker sluttproduktet, som gjøres ansvarlig (for eksempel fossil energi).

I en del sammenhenger kan trolig selskapets eksisterende styringsinformasjon ikke benyttes i taksonomi-

Figur 4. Eksempel på de ulike stegene i en implementering av EU-taksonomien. Kriteriene for teknisk screening og ikke-vesentlig skade på bærekraftsmål er bransjeavhengig. Kriteriene for sosiale minimumskrav er generelle og uavhengig av bransje.



rapporteringen. I Annex 1 til EU-taksonomien for ikke-finansielle foretak/bedrifter er det derfor gitt veiledning i hvordan regnskapsinformasjon kan brytes opp på ulike nye aktiviteter (kalt *dis-aggregation*), og hvilke tilleggsopplysninger som da i tilfellet må gis av bedriften.

Det er åpning for at virksomheter kan gi tilleggsopplysninger om aktiviteter som foreløpig ikke er dekket av EU-taksonomien som tilleggsinformasjon. Dette må være aktiviteter som på sikt har et realistisk potensial til å bli definert som bærekraftige.⁹

Vesentlig bidrag til bærekraftsmål (artikkel 9–16, 19)

For at en aktivitet skal være bærekraftig i taksonomiens forstand, må den oppfylle minst ett av EUs seks bærekraftsmål:

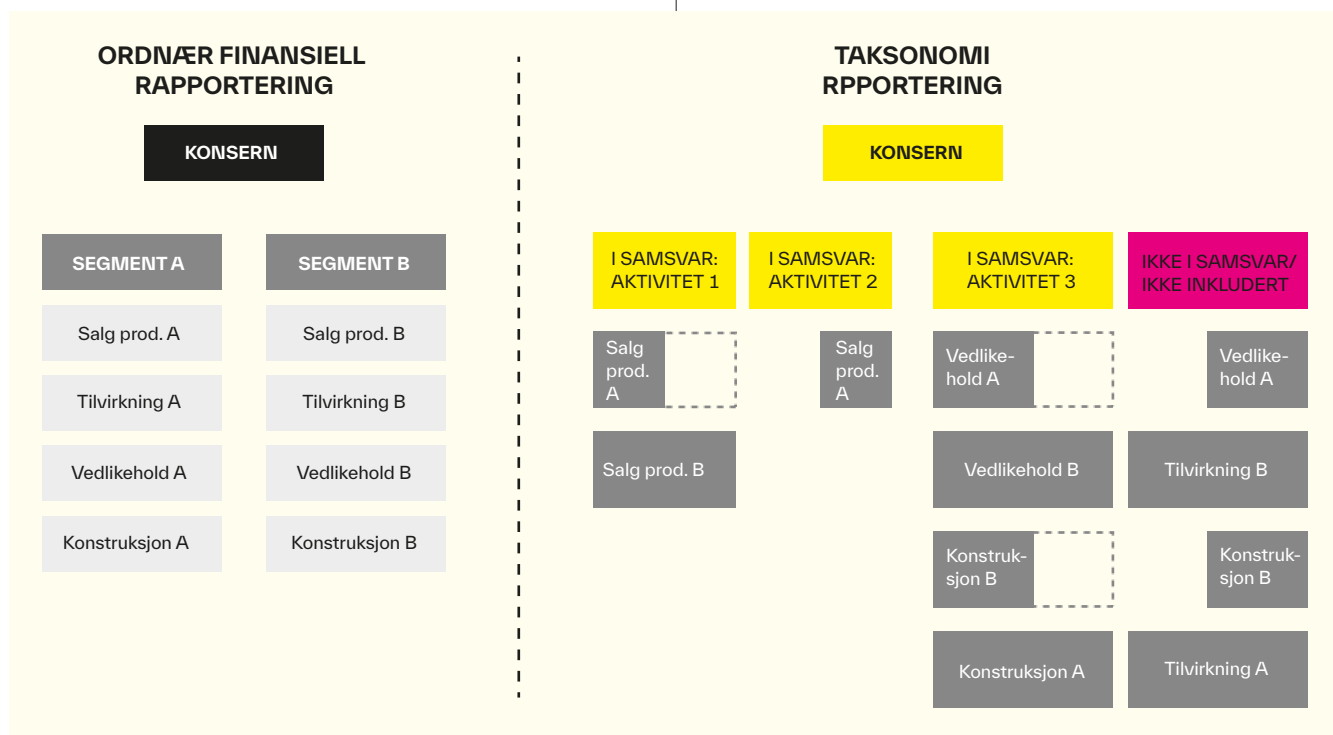
1. reduksjon i utslipp av klimagasser (*mitigation*)
2. klimatilpasning (*adaptation*)
3. bærekraftig bruk og beskyttelse av vann- og havressurser

4. omstilling til en sirkulær økonomi
5. forebygging og bekjempelse av forurensning
6. beskyttelse og gjenoppretting av biologisk mangfold og økosystemer

Den økonomiske aktiviteten, eksempelvis en ny fabrikk, et nytt kraftverk eller et nytt transportmiddel, vil være bærekraftig når den gir et vesentlig bidrag til minst ett av de seks bærekraftsmålene.

Det materielle innholdet i vilkårene om «vesentlig bidrag» er konkretisert gjennom terskelverdier for hvert enkelt bærekraftsmål og for hver sektor – såkalte sektorspesifikke tekniske kriterier. Forslag til tekniske kriterier var ferdig i august 2021 i et dokument (*Part B: Annex: Full list technical screening criteria*) på i underkant av 1 000 sider.¹⁰ Virksomheter må påregne *betydelig tid* på å vurdere sine aktiviteter, prosesser og driftsmidler i lys av de ulike tekniske kriterier. Se under om tekniske kriterier.

Figur 5. Utfordringer ved overgang fra tradisjonell segmentrapportering til aktivitetsrapportering.



Ingen vesentlig skade på bærekraftsmål (artikkel 17)

Punktet benevnes som hovedregel *Do No Significant Harm* eller DNSH.

Det er ofte DNSH-kriteriene det er vanskeligst å bevise at aktiviteten eller investeringen etterlever.

For eksempel, kravet for at et nybygg skal bidra positivt til begrensning av klimaendringer, er at det bruker ti prosent mindre energi enn forskriftskravet. Blant DNSH-kravene finner vi imidlertid også detaljerte krav til risikoanalyser, materialgjenvinningsgrad fra byggeplassen og vannforbruk i dusjer, klosetter og urinaler.

Et tiltak som endrer et elveløp slik at virksomhetens lagerområde ikke overflømmes, kan være positivt fra et klimatilpasningsperspektiv, men vil ikke være bærekraftig etter taksonomien dersom det samme tiltaket skader levevilkår for fisk.

Materialer skal repareres og gjenvinnes, bygg skal settes opp for å kunne demonteres og bli gjenbrukt på et senere stadium.

Det var i 2020–21 bekymring knyttet til hvorvidt vannkraft kunne kvalifisere som bærekraftig aktivitet, i lys av de negative sidene vannkraft kan ha for økosystemer og biologisk mangfold.

Som følge av DNSH-kriteriene står livsløpsanalyser (LCA) sentralt i EU-taksonomien. Med høy resirkuleringsgrad kan livsløpsutslippet bli lavere enn uten resirkulering.

For aktiviteten klimatilpasning (*climate adaption*) er det viktig å kjenne til at det ved (ny)konstruksjon må være oppfylt på dag 1. Det vil si at konstruksjonen må tåle alt påregnelig klima fra idriftsettelse.

For eksisterende konstruksjoner må det vesentligste av svakheter/mangler utbedres innen en tidshorisont på fem år. Hvis ikke oppfylles ikke DNSH.

For arbeid med praktisk implementering av EU-taksonomien har EU laget et meget nyttig kompass som alle brukere bør sette seg inn i og benytte.¹¹ Revisorforeningen har også etablert en nyttig kunnskapsportal¹² for praktisk implementering.

Tekniske kriterier og screening (artikkel 19)

De tekniske kriteriene er etablert med utgangspunkt i anerkjente forskningsresultater. Kriteriene skal være teknologinøytrale og fungere på tvers av de ulike bærekraftsmålene.

De tekniske kriteriene er etablert for:

- sluttproduktet, for eksempel når det gjelder nullutslippskjøretøy og bygninger
- produksjonsprosessen, for eksempel når det gjelder produksjon av kjemikalier, metaller og sement, og kraft og varme-/kjøleproduksjon

De tekniske kriteriene er på flere områder basert på eksisterende beste praksis i EU:

- BAT (Best Available Techniques)
- BEMP (Best Environmental Management Practice)
- BREF (Best Available Techniques reference documents)

Videre er det anbefalt at eksisterende merkeordninger benyttes (for eksempel Ecolabel-ordningen).

Eksempel: For energiproduksjon er det tekniske kriteriet i øyeblikket utslipp på under 100 g CO₂e/kWh¹³ i et livsløp for å klassifiseres som bærekraftig. I 2050 er kravet 0 g CO₂e/kWh. Det må derfor for denne aktiviteten påregnes endringer over tid.

På nyttårsaften kom det forslag fra EU-kommisjonen om at kjernekraft og gasskraft kan kvalifisere som bærekraftig aktivitet. Forslaget vil bli behandlet i kommisjonen (krav om 65 prosent flertall) innen sommeren.

Utfordringen for kjernekraft er den potensielle skaden på andre bærekraftsmål (DNSH-kriteriet), til tross for lave CO₂ utslipp. Kravet til utslipp for gasskraft er lavere enn 270 g CO₂e/kWh i livsløpet til kraftverket, men kun frem til 2035. Dette er langt under et eksisterende gasskraftverk, men likevel godt over dagens krav for å bli definert som bærekraftig, som er på 100 g CO₂/kWh.

Vurdering av tekniske kriterier kan medføre *betydelig arbeid* i implementeringen hvis virksomheten ikke er fortrolig med de ulike Best Available Techniques eller Ecolabel. Eidsiva må for eksempel vurdere tilstanden på sine kompressorer og pumper i fjernvarmeverksamheten og kvalitetsnivå på strømmålere og transformatorer i nettverksamheten.

Oppfylle sosiale minimumsstandarder (artikkel 18)

Norske selskaper med internasjonal aktivitet er trolig godt kjent med de sosiale minimumsstandardene som skal følges. Selv om de kan gi inntrykk av å kun gjelde internasjonal virksomhet, skal de også anvendes for virksomheter med aktiviteter i sitt hjemland.

Praksis i strid med de sosiale standardene må opphøre for at aktiviteten skal være i samsvar med EU-taksonomien ved implementering. Det må også etableres rutiner og prosedyrer for at de ikke skal brytes i fremtiden. Deretter må det etableres en risikobasert tilnærming i arbeidet med standardene for å kontinuerlig forebygge brudd. Dokumentasjon på at selskapet følger opp de aktuelle standardene, er viktig. OECD har laget en veileder for hvordan slik selskapsgjennomgang kan gjennomføres.¹⁴

Samsvaret med standardene skal gjelde på aktivitetsnivå, og ikke nødvendigvis på selskapsnivå.

Den 14. juni 2021 vedtok Stortinget åpenhetsloven (*Transparency Act*). Kunnskap og åpenhet om egen virksomhet, leverandørkjede og risiko for negativ innvirkning på menneskerettigheter og arbeidsforhold forblir grunnleggende verktøy for å levere i henhold til kravene i den nye loven.

Minimumsstandardene som skal etterleves, og *hvor samsvar skal dokumenteres*, er:

- OECD Guidelines on Multinational Enterprises
- UN Guiding Principles on Business and Human Rights
- International Bill of Human Rights
- Den internasjonale arbeidsorganisasjonen (ILO) sine åtte kjernekonvensjoner
 - Konvensjon nr. 100 om lik lønn for mannlige og kvinnelige arbeidere for arbeid av lik verdi (1953)
 - Konvensjon nr. 111 om diskriminering i sysselsetting og yrke (1960)
 - Konvensjon nr. 87 om foreningsfrihet og vern av organisasjonsretten (1950)
 - Konvensjon nr. 98 om retten til å organisere seg til å føre kollektive forhandlinger (1951)
 - ytterligere fire konvensjoner (29, 105, 138, 182)

Nøkkeltallsopplysninger for ikke-finansielle foretak (artikkel 8)

Det er stor forskjell på hvilke nøkkeltallsopplysninger som skal publiseres for finansielle (SFRD) og ikke-finansielle foretak (NFDR).

Ikke-finansielle foretak (*corporates*) skal publisere opplysninger knyttet til:

- inntekter (sier noe om nåsituasjonen)
- investeringer (sier noe om fremtiden og retningen selskapet beveger i)
- driftskostnader (kun dersom relevant, nåsituasjonen)

Det er *andelen* av totale inntekter, investeringer og driftskostnader som kvalifiserer som bærekraftig, som skal beregnes. Se tabell 2 for illustrativ fremstilling.

I vedlegg til EU-taksonomien¹⁵ er prinsipper for hvordan teller og nevner i andelen skal fastsettes for alle de tre nøkkeltallene.

Det er det avlagte regnskapet som skal legges til grunn for rapporteringen.

Det betyr at leieforpliktelser som aktiveres som *bruksrett*, kvalifiserer som investering.

Ett forhold jeg velger å opplyse om spesielt, er tilknyttede selskap som innregnes etter egenkapitalmetoden. For slike eierskap innregnes resultatandel etter skatt i IFRS-regnskapet. I nøkkeltallsrapporteringen er det adgang til å vise inntekter, investeringer og driftskostnader *brutto*, selv om avlagt regnskap baseres på *netto* innarbeiding.

Det skal vises nøkkeltall (beløp og prosentandel) for regnskapsåret (T) og foregående år (T÷1) for alle tre nøkkeltall.

For hvert nøkkeltall skal det gis en beskrivelse av hva nøkkeltallet inkluderer, og en beskrivelse av endringer fra foregående år.

Det skal opplyses om hvilke elementer/poster som inkluderes i nøkkeltallene, og i hvilke regnskapslinjer i avlagt regnskap postene og aktivitetene inngår.

Av tabellen ser vi at kartleggingen av Eidsivas virksomhet viser at 14 prosent trolig ikke kan defineres som bærekraftig etter EU-taksonomien. Dette er først og fremst leveranse av fiber-/bredbåndstjenester til det offentlige, bedrifter og private. Slik virksomhet er foreløpig ikke definert av EU som bærekraftig aktivitet. Videre antar vi at ikke

Tabell 2. Taksonomikartlegging for inntekter basert på Eidsiva Energis forståelse av EU-taksonomien 30.9.2021.

Inntekter Q3 2021			Kriteriet for vesentlig bidrag							DNSH-screening						Eidsiva.				
1/2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	
Aktivitet/Kode	Andel av inntekter	Andel av inntekter	Motvirke klimaendring	Tilpasning til klima	Vann og hav	Sirkulærøkonomi	Forurensning	Biomangfold	Motvirke klimaendring	Tilpasning til klima	Vann og havressurser	Sirkulærøkonomi	Forurensning	Biodiversitet	Sosiale minimumskrav	Andel år N	Andel år N +1	Kategori Enabling	Kategori «Transition	
Enhet →	(Mkr)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	J/N	J/N	J/N	J/N	J/N	J/N	J/N	(%)	(%)	E	T	
A: Aktivitet som er omfattet av EU-taksonomien																				
Distribusjonsnett (D 35../ F 42..)	4 902	83 %	83 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-	J	-	J	J	J	J	83 %	86 %	E		
Fjernvarme (D 35../ F 42..)	177	3 %	3 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %	J	J	J	-	J	J	J	3 %	1 %	-	T	
I overensstemmelse med taksonomien	5 079	86 %	86 %	0 %	0 %	0 %	0 %	0 %												
Fjernvarme (D 35..)	148	3 %	← Aktivitet som ikke har passert DNSH eller Minimum Social Safeguards for øyeblikket.																	
Bærekraftig aktivitet som ikke er i overensstemmelse med taksonomien	148	3 %																		
B. Aktiviteter som ikke er omfattet av EU-taksonomien	658	11 %																		
I alt (A + B)	5 885	100 %	← Fiber og bredbånd er ikke definert som bærekraftig aktivitet i EU-taksonomien for øyeblikket.																	

all produksjon og distribusjon av fjernvarme passere de tekniske kriteriene for slik virksomhet, men en del arbeid gjenstår på området.

Det skal opplyses om investeringsplaner neste fem år, dersom nyinvesteringer er nødvendig for å bli klassifisert som bærekraftig (for eksempel klimatilpasning av konstruksjoner, men trolig først og fremst når tekniske kriterier blir endret).

Kun investeringsplaner som er vedtatt av styret,¹⁶ kan inkluderes i vurderingen.

I år 2022 (for året 2021) skal norske foretak omfattet av NFRD rapportere om det finnes kriterier for selskapets økonomiske aktiviteter for bærekraftsmål 1 og 2.

Påfølgende år skal rapporteringskrav for bærekraftsmål 1 og 2 oppfylles, det vil si andel inntekter, driftskostnader og investeringer som er miljømessig bærekraftige.

For 2023 (for året 2022) er det fulle rapporteringskrav for alle bærekraftsmål 1 til 6.

Avslutning

Både Finanstilsynet og The Governance Group har konstatert at norske børsnoterte selskaper har forbedringspunkter i sin ikke-finansielle rapportering. Utfordringer med implementering av EU-taksonomien kommer således i tillegg til den løpende ikke-finansielle rapporteringen.

Det er på flere områder overlapping mellom eksisterende ikke-finansiell rapportering og deler av de vurderinger en implementering av EU-taksonomien krever.

Arbeidet med å etablere styringssystemer, rapporteringsstruktur og ikke minst med å gjennomføre teknisk, miljømessig og sosial selskapsgjennomgang i egen virksomhet er likevel betydelig. I høringen om bærekraftig finans oppsummerer Finanstilsynet dette slik: «Kravene etter forordningene er omfattende og detaljerte og antas å medføre ikke ubetydelig økt ressursbruk for foretakene. Foretakene vil måtte endre sin praksis på flere områder ...»

Betydelig arbeid gjenstår trolig for flertallet av norske virksomheter på dette området.

NOTER

- 1 EU Taxonomy alignment case studies (unpri.org)
- 2 Gode studier og erfaringskartlegging for bedrifter er allerede utført, for eksempel *EU low carbon taxonomy case study* av Acciona (2020) og *EU sustainable finance taxonomy case study* av EnBW (2021).
- 3 Studien *Bærekraft på børs 2021*.
- 4 Eidsiva Energi er et infrastrukturkonsern lokalisert på Østlandet med virksomhet innen elektrisitetsnett (Elvia), fiber/bredbånd og fjernvarme. Bokført totalkapital utgjør 46 milliarder kroner, og konsernet har om lag 1200 medarbeidere.
- 5 Side 88 i *Impact Assessment Report* på https://ec.europa.eu/finance/docs/level-2-measures/taxonomy-regulation-delegated-act-2021-2800-impact-assessment_en.pdf
- 6 NFRD omfatter selskaper/grupper med over 500 ansatte. CSRD vil gjelde selskaper/grupper som oppfyller to av tre kriterier: over 250 ansatte, over 20 millioner euro i omsetning eller over 40 millioner euro i eiendeler.
- 7 EUROPA - Competition - List of NACE codes
- 8 Technical expert group on sustainable finance (TEG) - Taxonomy tools | European Commission (europa.eu)
- 9 Se for eksempel *Technical Report* mars 2020 side 14.
- 10 *Platform on Sustainable Finance – Technical Working Group – Annex: Full list of technical screening criteria August 2021* (europa.eu).
- 11 EU Taxonomy Compass | European Commission (europa.eu)
- 12 Revisor og bærekraft (revisorforeningen.no)
- 13 Norsk vannkraft har utslipp på under 10 g CO₂e/kWh, vindkraft på under 20 g CO₂e/kWh, solkraft på under 50 g CO₂e/kWh, mens kullkraft har utslipp på over 800 g CO₂e/kWh i et livsløpsperspektiv (LCA).
- 14 OECD Due Diligence Guidance for Responsible Business Conduct.
- 15 ANNEX I – KPIs of non-financial undertakings
- 16 I veiledningen formulert som «be approved by the management board of non-financial undertakings or another body which has been delegated this task».

Skal du på ski i påsken?

Som medlem får du 20% på tur- og reiseutstyr hos Chillout.
Bruk koden "Econa" i butikk eller på chillout.no



Hvordan kan banker vurdere ESG-risikoen i lån til små og mellomstore bedrifter?^R

SAMMENDRAG

Hvordan kan banker vurdere ESG-risikoen i lån til små og mellomstore bedrifter (SMB-er) på en måte som både de, bedriftene og Finanstilsynet kan leve med? Lovkrav til vurdering av ESG i lånesaker blir krevende å etterleve både for banken og SMB-kunden. Begge parter mangler erfaring og kompetanse, saksfeltet er i rask regulatorisk utvikling, og stadig nye temaer viser seg å bli finansielt vesentlige og ha innvirkning på låntakers kredittverdighet. ESG-vurderinger føyer seg til en allerede stor dokumentasjons- og vurderingsbyrde

for både bank og bedriftskunde. En stor andel av lånene til norske banker er til SMB-er, samtidig er hvert lån i snitt så lite at det ikke forsvarer kostnadene med en detaljert ESG-vurdering. Vi konkluderer derfor med at krav til ESG-vurdering kan medføre ytterligere konsolidering i norsk banksektor, samarbeid på bransjenivå for å utvikle felles retningslinjer, standardisert SMB-innrapportering av forenklete bærekraftsdata til norske myndigheter samt behov for omfattende bruk av digitale verktøy og datafangst i bankers ESG-vurderinger.



Jørund Buen er bærekraftsjef i SpareBank 1 Sørøst-Norge, hvor han blant annet arbeider med å utvikle systemer for vurdering av bærekraftsrisiko i næringslån i SpareBank 1-alliansen.



Mathias Grude Eikseth er prosjektleder i StartOff i Direktoratet for forvaltning og økonomistyring (DFØ). Han er tilknyttet DFØs avdeling for bærekraftige og innovative anskaffelser og arbeider med å koble utviklingsbehov i offentlig sektor med innovative løsninger i oppstartsmarkedet.



Paul Harper er aksjestrateg i DNB Markets med vekt på nordiske aksjer. Han har over 20 års erfaring fra aksjemarkedet som analytiker og megler i DNB Markets, Bear Stearns og Morgan Stanley.



Svein Bertil Rekdal er siviløkonom fra Norges Handelshøyskole (NHH) og Autorisert finansanalytiker (AFA) fra samme sted. Han jobber som kapitalforvalter i Statens pensjonskasse.



Kristine Kopperud Timberlid er statsviter fra College d'Europe i Brugge og avdelingsleder i Innovasjon Norge. Hun har jobbet i snart 20 år med internasjonal vekst og eksport i norsk næringsliv.

Innledning

Det blir oftest for dyrt for små og mellomstore bedrifter (SMB-er) å hente penger i kapitalmarkedene, derfor er de mer avhengige av banklån enn større bedrifter (Schoenmaker & Schramade, 2019). Banker har bedre grunn til å samle detaljert informasjon om bedrifter de finansierer, enn om aksjonærer eller obligasjonsinvestorer har: De beholder informasjonen selv, og trenger ikke dele den med markedet. De har også større mulighet til å skaffe informasjon (de har

tette bånd til låntakere, ofte lang historikk, og låntaker bruker også andre tjenester hos dem). Låntaker har interesse av å dele informasjon med banken hvis dette gir bedre lånevilkår. Disse konkurransefortrinnene kan banker utnytte også innenfor miljø, sosiale forhold og selskapsstyring (ESG).

Flere faktorer tilsier at banken ikke bør bruke mye tid og penger på å vurdere bærekraftsrisikoen i hvert enkelt SMB-lån:

- Lånene SMB-ene tar opp, må antas å være små.
- Mange banker har ikke interne ressurser til å følge opp bærekraftsrisikoer, spesielt for mindre engasjementer.
- En del SMB-er vil trolig oppleve det som irrelevant at banken tar opp ESG-spørsmål i forbindelse med bedriftens låneopptak.

Samtidig er myndighetskravene de samme for små lån som for store. Dessuten kan SMB-engasjementer utgjøre uporsjonalt store ESG-risikoer for banken, fordi SMB-en er for liten til selv å ha ansatte med bærekraftskompetanse.

Hvordan kan banker vurdere ESG-risikoen i lån til små og mellomstore bedrifter på en måte som både bedriftene, banken og Finanstilsynet kan leve med?

Retningslinjene til Den europeiske bankmyndigheten (EBA) for innvilgning og overvåking av lån (European Banking Authority, 2020) gjelder fra 1. januar 2022 i Norge. De krever at bankene tar hensyn til ESG-risiko i sin risikostyring, kredittpolicy og prosedyrer, og retningslinjene gjelder både eksisterende lån, refinansiering og nye lån. Dette blir krevende for norske banker å følge opp for alle bedriftskunder. Banken skal i sin kredittvurdering vurdere effekten av ESG-risikoer på låntakers finansielle stilling, særlig miljø- og klimafaktorer. Vurderingen skal hensynta både fysisk klimarisiko, juridisk risiko/ansvarsrisiko og overgangsrisiko (kostnader ved omstilling, markedsendringer og endrede kundepreferanser) (Finanstilsynet, 2020).

Retningslinjene gjelder lån til *alle* bedrifter, uansett størrelse. Banken skal også vurdere tiltakene hver enkelt låntaker beskriver for å redusere sin ESG-eksponering. Analysen skal vektlegge nåværende/fremtidig forretningsmodell, utslipp, markedsforhold, ESG-formalkrav og finansiell effekt av regulatoriske ESG-krav. Kredittbeslutningen skal inkludere vilkår og forutsetninger knyttet til å redusere ESG-risikoer identifisert i vurdering av låntakers kredittverdighet. Banken skal også ta hensyn til ESG-faktorer som påvirker verdien av objektet som stilles som sikkerhet for lånet. I denne vurderingen er det altså finansiell vesentlighet (jamfør SASBs vesentlighetskart) som er i fokus, og man har i begrenset grad et samfunnsperspektiv, altså hvordan bedriften påvirker samfunnets bærekraftshåndtering (Value Reporting Foundation, u.å.). Samtidig kan man argumentere for at dette henger sammen: En bedrift som har kreditt risiko knyttet til utslipp, vil ofte ha negativ innvirkning på samfunnets bærekraftshåndtering.

Norsk bedrifts- og bankstruktur gjør det krevende å følge opp Finanstilsynets ESG-krav. Hele 99 prosent av norske bedrifter er SMB-er, her definert som bedrifter med under 100 ansatte (Grimsby et al., 2009). Lånene de tar opp, er tilsvarende små, selv om bedriftene samlet står

for nær halvparten av verdiskapingen i norsk næringsliv. Bankene ønsker derfor å bruke lite tid og ressurser på å vurdere hvert enkelt lån. Mange norske banker er også selv såpass små at de har lite interne ressurser til å følge opp bærekraftsrisikoer, spesielt for mindre engasjementer. De fleste SMB-er har heller ikke ansatte med bærekraftskompetanse, og antakelig vil mange SMB-er synes det er irrelevant at banken tar opp ESG-spørsmål når de spør om lån (Cicero Consulting, 2020). Dette tilsier at banken bør bruke minst mulig tid på å ESG-vurdere den enkelte låntaker. Samtidig ser det altså ut som myndighetskravene til kredittgivning blir de samme for små lån som store, og små engasjementer kan utgjøre uproporsjonalt store ESG-risikoer for banken, nettopp fordi låntaker er for liten til å ha jobbet med ESG internt. Man kan ha tilfeller der ESG-risikoen er vesentlig selv om lånet er lite, og dette reiser igjen spørsmålet om hvilket overvåkingsansvar det er relevant å legge på utlåner.

Noen ESG-aspekter er såpass generiske at spørsmål om disse kan stilles til alle SMB-er. Som påpekt av Norsk forum for ansvarlige og bærekraftige investeringer (NORSIF) gjelder dette særlig selskapsstyring, men det kan også gjelde sosiale forhold (Bersagel et al., 2020). De kanskje viktigste temaene innen selskapsstyring – også for norske SMB-er – anses å være:

- skatteforhold, eierforhold og eventuell risiko for involvering i ulike typer økonomisk kriminalitet
- eierstyring (både generelt og på ESG-området)
- leverandørkjedeutfordringer. Covid-19 har vist at bedrifter er sårbare for stopp i leveranser av kritiske komponenter fra enkeltleverandører ved nedstengning, og for økte fraktkostnader. Åpenhetsloven, som trer i kraft 1.7.2022, forplikter større bedrifter¹ til åpenhet om, aktsomhetsvurderinger av og rapportering om utfordringer knyttet til menneske- og arbeiderrettigheter hos leverandører og samarbeidspartnere. Det er uklart om loven er ment å dekke bankers kunderelasjoner.

Sustainability Accounting Standards Board (SASB) definerer hvilke bærekraftsrisikoer og -muligheter som er finansielt vesentlige – altså påvirker et selskaps finansielle status (balanse), driftsresultat (resultatregnskap) og risikoprofil (verdsetting og kapitalkostnad) – for spesifikke bransjer. SASB viser spesielt relevante ESG-faktorer på kort, mellomlang eller lang sikt for en bransje innen hovedområdene miljø, selskapsstyring (*leadership & governance*), forretningsmodell og innovasjon, sosial kapital og humankapital, og skiller mellom to typer finansielt vesentlige ESG-faktorer innenfor sosiale forhold:

- 1) sosial kapital (menneskerettigheter og relasjoner til lokalsamfunn; informasjonssikkerhet og personvern; tilgjengelighet / universell utforming; produktkvalitet og sikkerhet; ansvarlig merking, markedsføring og salg)
- 2) humankapital (arbeidstakerrettigheter; helse, miljø og sikkerhet; medbestemmelse, mangfold og inkludering)

Mens rapporteringsstandarder har påvirket bankenes bærekraftsagenda hittil, tar *EU-taksonomien* en stadig viktigere rolle (UNEP-FI & EBF, 2022). EU-taksonomien viser hvilke krav en aktivitet (for eksempel bygging av et næringsbygg) må tilfredsstille for å defineres som bærekraftig, langs seks ulike dimensjoner: bekjempelse av klimaendringer, klimatilpasning, bærekraftig bruk og beskyttelse av marine ressurser, omstilling til sirkulærøkonomi, forebygging og kontroll av forurensning, og beskyttelse av økosystemer. I tillegg aksepteres enkelte aktiviteter i en overgangsfase (*transition*) samt aktiviteter som er nødvendige (*enabling*) for de bærekraftige aktivitetene. Aktiviteter anses kun som bærekraftige hvis de tilfredsstiller de tekniske screening-kriteriene for sin sektor innenfor et gitt mål (for eksempel klimatilpasning), uten å medføre vesentlig skade for de andre målene, og uten å bryte sosiale minimumsstandarder. Taksonomien er et produkt av en politisk beslutningsprosess med mange ulike interessenter, ikke kun bedrifter og deres aksjonærer. Den definerer derfor bærekraftsrisikoer vesentlig bredere enn SASB og Norsif, og legger opp til dobbel vesentlighet, det vil si både finansielt vesentlige faktorer og faktorer som er viktige, men ikke finansielt vesentlige per i dag.

Norske banker som er børsnotert og har over 500 ansatte, vil måtte rapportere hvor stor andel taksonomigodkjente aktiviteter utgjør av deres eksponering. Når de største bankene leverer slik informasjon til investorer, kan mindre banker fort møte samme investorkrav. Finanstilsynet kan i fremtiden kreve at bankene setter av mer kapital for å håndtere risikoen knyttet til lån til ikke-bærekraftige aktiviteter enn til taksonomigodkjente. Fundingkostnaden og kredittratingen til banken kan også påvirkes. Dette blir dermed en finansielt vesentlig bærekraftsrisiko for norske banker på mellomlang sikt. EU-taksonomien i seg selv kan også utgjøre en finansielt vesentlig bærekraftsrisiko indirekte, for eksempel gjennom endringer den medfører i standarder eller nasjonal lovgivning i bransjer som bankene har stor utlånseksponering mot.

Kan hensynene til børs og katedral forenes?

For kunne bankene kun vurdere den finansielle risikoen til en kunde eller et prosjekt. Nå må ESG-bunnlinjen – og ESG-risiko – vurderes. Under følger noen bransjeeksempler på at det ikke alltid er samsvar mellom disse bunnlinjene.

Norsk sjømatnæring tjener i dag gode penger og er en attraktiv verdikjede å være i. Næringen blir fremhevet av norske myndigheter som «det vi skal leve av i fremtiden» – i kontrast til oljenæringen – og stadig vekst blir lagt inn som politiske mål. Næringens positive bærekraftsavtrykk sammenlignet med landbruk og kjøttproduksjon blir ofte nevnt og blir også dokumentert i næringens fyldige og gode bærekraftsrapporter. Likevel er finansieringen av norsk sjøbasert oppdrett under sterkt press: Utkast til tekniske kriterier for EU-taksonomiens fire resterende miljømål legger opp til at kun ulike varianter av lukkede anlegg blir klassifiserte som grønne. Dette fordi næringen slik den blir drevet i dag, truer andre marine ressurser gjennom utslipp av slam, problemer rundt lus og rømming i tillegg til fiskehelse. Verdikjeden i norsk havbruk har også et betydelig CO₂-avtrykk i transporten av henholdsvis fiskefôret, som blir importert fra andre deler av verden, og sluttproduk-

tet, som i all hovedsak blir eksportert. Lukkede og landbaserte anlegg vil kunne plasseres nærmere kundene og derfor slippe ut mindre CO₂ per kilo laks. For lønnsomheten i norsk havbruksnæring, som i all hovedsak er sjøbasert, er dette dårlig nytt. For en SMB som befinner seg i denne verdikjeden, vil dette være noe man må kunne gi svar på i møte med en bank fremover.

Matbransjen mangler ikke bærekraftsutfordringer. Noen har en klar kobling til lønnsomhet, mens andre er viktigere for storsamfunnet. Noen av utfordringene er også mer relevante for bankenes styring av ESG-risiko og kredittprosessen generelt enn andre. Klimaendringer har utvilsomt stor betydning for verdikjedene i matsystemet, blant annet via mer ekstremvær, endrede vekstforhold og tilgang til ferskvann. Det er imidlertid åpent om en liten aktør i matbransjen, for eksempel en nystartet restaurant, kan forventes å levere informasjon om klimarisiko i en kredittprosess.

ESG-vurdering havner på toppen av en allerede økende dokumentasjons- og vurderingsbyrde for den enkelte bankrådgiver.

Bærekraftsrisikoer knyttet til matbransjens egen styring og forretningspraksis synes mer relevante for bankenes styring av ESG-risiko. En viktig utfordring for matbransjen er *matsvinn*. Tall for 2019 og for hele verdikjeden i matbransjen i Norge viser at hver innbygger kastet omkring 78 kilo spiselig mat, som tilsvarer et økonomisk tap på cirka 20,7 milliarder NOK og 1,26 millioner tonn CO₂-ekvivalenter per år. Matsvinn er en bærekraftsutfordring som er relevant ikke bare for miljøet og storsamfunnet, men også for bedriftens egen lønnsomhet. Ifølge tall fra Norsk institutt for bærekraftsforskning (NORSUS) har matprodusenter, grossister og dagligvarehandel spart 1,4 milliarder NOK på mindre matsvinn i perioden 2015–2019 (Stensgård et al., 2020). Fremdeles kaster disse verdikjedene mat for cirka 6,5 milliarder kroner per år. Matsvinn vil dermed være et tema som er meget aktuelt for banker og investorer å følge med på.

Shipping kan skape mange dilemmaer fordi det leverer en helt nødvendig tjeneste, spesielt for utviklingsland, men med flere negative miljøvirkninger. EU-taksonomien krever bruk av nullutslippsteknologi som i stor grad ikke eksisterer i dag for langdistansetransport, og bransjen blir kvotepliktig for CO₂-utslipp i EU fra 1. januar 2022. Her må bankene vurdere i hvilken grad de skal finansiere prosjekter med miljøgevinster gjennom forbedringer som likevel ikke tilfredsstiller kravene i EU-taksonomien. Bruk av flytende naturgass (LNG) som drivstoff kan være en overgangsteknologi som reduserer utslipp, men den kan bli utdatert lenge før resten av skipet er klar for skraping.

En betydelig andel av verdens skip skrapes på strender (*beaching*) i Bangladesh, India og Pakistan. Denne metoden kan ofte gi den høyeste verdien for eier av skipet, men innebærer betydelig sikkerhetsrisiko for arbeidere og omfattende lokal forurensning fordi olje og kjemikalier skylles ut med tidevannet. Mange betaler mellommenn for sertifikater på at strandhugging ikke skjer, men banker og myndigheter krever i stadig større grad at skraping faktisk skjer av godkjente aktører. Dette kan være vanskelig for banken å følge opp hvis eieren selger eldre fartøy videre til tredjeparter. I hvilken grad er eieren fremdeles ansvarlig dersom den nye eieren sender fartøyet til strandhugging på et senere tidspunkt?

Oppfordring til tidlig skraping av eldre fartøy kan gjøre flåten mer drivstoffeffektiv, men det er betydelige miljøkonsekvenser knyttet til å bygge nye skip. Netto miljøgevinst avhenger av hvilke antakelser man gjør om fremtidig utnyttelsesgrad, fart (lavere hastighet senker drivstofforbruket) og antall år før skraping ellers blir nødvendig.

ESG-risiko er dynamisk

Bærekraftig finans utvikler seg svært raskt mot tøffere krav og økt standardisering. David Freiberg og medforfattere formulerer det dynamiske aspektet ved vesentlighet slik: «Materiality is not a 'state of being' but a 'process of becoming'» (Freiberg et al., 2020). Det krever fleksibilitet til å inkludere eventuelle endringer fortløpende, men også evne til å forutse hvilke områder som kan bli tolket strengere eller mer fleksibelt fremover, og konsekvensene dette vil ha for bedriften. Det som er bærekraftig i dag, er det ikke nødvendigvis om et år eller to. Og risiko som kun berører marginale eksterne interessenter i dag, kan fort bli en kritisk omdømmerisiko og dermed finansielt materiell. Som bransjeeksemplene under viser, er dette krevende å forholde seg til, både for banken og SMB-kunden.

EU-taksonomien vil kreve store omstillinger, ikke minst for *bygg- og eiendomssektoren*. Bygninger står for 40 prosent av energiforbruket og 36 prosent av karbonutslippene i EUs medlemsland (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance, 2020). Det er derfor et sentralt mål at investeringene i sektoren vris mot mer energieffektive bygninger. Bygge- og eiendomsselskaper som overholder taksonomiens krav, kan bli mer attraktive for investorer og dermed lettere tiltrekke seg kapital. Dette vil kunne gi bedre betingelser og lavere kapitalkrav. Ettersom utlån til eiendom utgjør rundt 60 prosent av norske bankers utlånsportefølje (Finans Norge, 2021), er det sentralt for bankene at SMB-ene i bygg- og eiendomssektoren og verdikjeden rundt kan oppfylle EU-taksonomien og dokumentere at aktivitetene er bærekraftige.

Kriteriene i taksonomien er imidlertid kompliserte og har også blitt endret siden de første utkastene kom i mars 2020. Det er dessuten store forskjeller mellom taksonomikriterier og etablerte norske standarder. Dette gjør det vanskelig for norske aktører å dokumentere at aktivitetene er bærekraftige. For eksempel krever taksonomien at nybygg har et 10 prosent lavere energibehov enn Nearly Zero Energy Buildings (NZEB). NZEB er imidlertid ikke definert i Norge. EU-taksonomien refererer også til energimerkeordningen Energy Performance Certificate (EPC), som baseres

på såkalt primærenergifaktor. I Norge, hvor oppvarming av bygg i stor grad baserer seg på elektrisitet fra vannkraft, baseres ikke energimerkeordningen på primærenergifaktor. Også når det gjelder klimagassberegninger for byggets livsløp, er det forskjell på kriteriene i EU-taksonomien og standardene som norske bedrifter er vant med å bruke. Det er stort behov for avklaringer og harmoniseringer mellom Norge og EU, og aktørene i sektoren må dermed forvente nye endringer og omstillinger. BREEAM (Building Research Establishment's Environmental Assessment Method) er Europas ledende miljøsertifiseringsverktøy for bygninger. I henhold til BREEAM kan et bygg sertifiseres på fem nivåer: Pass, Good, Very Good, Excellent og Outstanding. For hvert nivå øker bærekraftsnivået i bygget. En norsk versjon av sertifiseringsverktøyet – BREEAM-NOR – er i dag Norges mest brukte miljøsertifisering for nybygg og større rehabiliteringer. En ny versjon av BREEAM-NOR vil bli lansert i 2022. Denne vil være enda mer tilpasset kravene i EU-taksonomien enn tidligere versjoner og samtidig være forberedt for fremtidige innstramminger.

EU utvikler nå en «brun» taksonomi som definerer aktiviteter som er direkte skadelige. For eiendomssektoren vil den kanskje ikke materialisere seg annet enn indirekte, gjennom krav til leietakere. Derimot kan den bli mer relevant for *shipping*. Sannsynligvis vil få shippingsselskaper defineres som grønne i henhold til EU-taksonomien. Det er uklart hvor mange som blir betraktet som brune, og ikke bare havner i kategorien aktiviteter som anses å ikke gi et vesentlig bidrag til taksonomikravene. Banker må være forberedt på at det blir endringer og presiseringer i regelverket etter hvert som praktiske utfordringer blir mer synlige. Det krever fleksibilitet til å inkludere eventuelle endringer fortløpende, men også til å forutse hvilke områder som kan bli tolket strengere eller mer fleksibelt i fremtiden, siden skip som blir bestilt nå, typisk har en forventet levetid på 20–30 år. Ytterligere investeringer for å tilpasse til nye krav må forventes i fremtiden; dette kan gjøre skip til en betinget forpliktelse.

EU har ikke definert tekniske kriterier for *sjømatbransjen* knyttet til klimamålene i taksonomien, noe som i seg selv har vært en kilde til usikkerhet i bransjen selv og blant investorer. Men når kriteriene etter hvert kommer, kan de endre ESG-risikobildet for bransjen vesentlig. Klimarisiko er noe som lett kan relateres til kredittisiko og bunnlinje, og er derfor høyst relevant i en bankdialog for mange SMB-er. For et sjømatelskap som jobber med biologi, vil den fysiske delen av klimarisikoen vises gjennom endringer i havtemperatur og vind og vær rundt lokalitetene. Dette har noen steder endret seg mye i løpet av få år, med store konsekvenser for den økonomiske aktiviteten. Risikoen for i dag ukjente reguleringer og politikkendringer (overgangsrisiko) kan også ha direkte innvirkning på bunnlinjen til et oppdrettselskap. Eksempler kan være diskusjoner rundt skattlegging, regler for lusebekjempelse, miljø- og utslippskrav og i ytterste konsekvens mulighet for inndragning av lisens.

Behov for mer standardisering og kompetanse innen bærekraftig finans

I dag har få bedriftsmarkedsrådgivere i norske banker nok kompetanse på generiske og bransjespesifikke bærekraftsrisikoer som låntakerne møter. Det samme gjelder lederne

som skal ta avgjørelser om lånesakene, og ansatte innen kredittstyring, risiko og *compliance*. Dette er en betydelig utfordring. Vurdering av bærekraftsrisiko – og ikke minst taksonomikrav – i enkeltlån krever slik kompetanse, og både bredden og detaljnivået som kreves, er såpass omfattende at dette vil være en langvarig prosess. Bransjeorganer og utdanningsinstitusjoner bør samarbeide for å håndtere utfordringen både på kort sikt (gjennom korte, intensive kurs) og lengre sikt (gjennom endringer i utdanningsløpene bankansatte typisk følger).

Mindre banker vil ha vansker med å tilfredsstille kravene til bærekraftskompetanse i sin risikostyring og rapportering, og vil ha en mindre omsetning å spre kostnaden på ved ytterligere stillinger innen *compliance* og bærekraft. Konsolidering i banksektoren kan gjøre kravene lettere å tilfredsstille. Men etter vår mening er det også behov for samarbeid på bransjenivå (for eksempel i regi av Finans Norge) for å utvikle felles retningslinjer for hver sektor som gjør det mulig for generalister uten spesifikk bransjekunnskap å håndtere låneengasjementer på en konsistent måte. Derfor er det positivt at Finansdepartementet har etablert en referansegruppe for bærekraftig finans som skal sørge for «informasjonsutveksling om aktuelle regelverksprosesser [og] identifisering av forhold av særlig betydning for norske interesser» (Regjeringen, 2021).

ESG-vurdering havner på toppen av en allerede økende dokumentasjons- og vurderingsbyrde for den enkelte bankrådgiver. Også for bedriftene er informasjonsplikten stor fra før. Det ligger en risiko i at det vil bli vanskeligere for SMB-kundene å få tilgang til bankfinansiering. De kan bli oppfattet som en «rødt flagg»-kunde av bankene hvis de ikke har all ESG-informasjon tilgjengelig. Dette er kritisk for den enkelte bedrift, men også for samfunnet og næringslivet, gitt SMB-enes viktige betydning for verdiskaping, arbeidsplasser og omstilling (SMB Norge, 2021).

Bankenes behov for forenklede vurderinger av bærekraftsrisikoer for SMB-er vil kunne løses enklere for eksempel ved økt bruk av smart teknologi (blant annet kunstig intelligens, maskinlæring) og fastgitt av data fra andre kilder. Det krever imidlertid at objektive bærekraftsdata (for eksempel taksonomiandel, kjønnsbalanse i styret, og så videre) blir innrapportert eller ellers gjort tilgjengelig på en enhetlig måte. Ikke-egenrapporterte data om ESG-risiko baseres mye på mediedekning (for eksempel RepRisk) og vil derfor være betydelig mindre relevant for SMB-er. Et felles, enhetlig register for ESG-data er foreslått på EU-nivå, men dette vil også kun omfatte store bedrifter. Finans Norge har imidlertid foreslått å bruke Altinn/Brønnøysundregistrene til formålet i Norge. Dette kan bli lovregulert ganske raskt, gitt modenheten av digital rapportering i Norge. Da vil bankene kunne hente ned disse dataene om aktuelle låntakere automatisk via API². Kunderådgiverne i banken kan dermed få bedre oversikt over kundens data på dette området. Det vil gjøre det vanskeligere å shoppe betingelser for kunder som ikke tilfredsstiller bærekraftskrav. Eksisterende systemleverandører til norske banker tilbyr nå egne moduler for bærekraftsvurderinger. Kanskje vil de møte økende konkurranse fra fintek-aktører som vil digitalisere kreditt- og rådgiverprosessen i bank og inkludere bærekraftsvurderinger? Innenfor dette området foregår det mye

innovasjon og forretningsutvikling for tiden, både blant etablerte aktører og nye oppstartsbedrifter. Uavhengig av bruken av digitale systemer og definisjoner av hele bransjer/bransjeområder som enten høy- eller lavrisiko med tanke på ESG, vil uansett kundens dialog med sin kunderådgiver være avgjørende for bankens konklusjon.

REFERANSER

- Bersagel, A., Thomsen, I. J. & Storaker, M. S. (2020). *The Norsif guide to ESG integration in fundamental equity valuation* (s. 3). The Norwegian Forum for Responsible and Sustainable Investments (NOR-SIF). <https://finansanalytiker.no/wp-content/uploads/2020/10/Guide-to-ESG-in-Valuation.pdf>
- Cicero Consulting. (2020). *Under lupen: Slaget om SMB – Konkurransesituasjon og kundedadferd innen SMB-markedet i bankbransjen* (Innsiktsrapport 3/2020). <https://www.cicero.no/under-lupen-smb/>
- European Banking Authority (EBA). (2020). *Guidelines on loan origination and monitoring* (EBA/GL/2020/06). Hentet 8.2.2021 fra <https://eba.europa.eu/regulation-and-policy/credit-risk/guidelines-on-loan-origination-and-monitoring>
- EU Technical Expert Group on Sustainable Finance. (2020). *Taxonomy: Final report of the Technical Expert Group on sustainable finance*. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/200309-sustainable-finance-teg-final-report-taxonomy_en.pdf
- Finanstilsynet. (2020, 8. september). *EBA har fastsatt retningslinjer for innvilgning og overvåkning av lån*. Hentet 8.2.2021 fra <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2020/eba-har-fastsatt-retningslinjer-for-innvilgning-og-overvaking-av-lan/>
- Finans Norge. (2021, 8. januar). *Finans Norges høringsinnspill: Forslag til ny lov om opplysninger om bærekraft*. Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/dokumenter/horing-forslag-til-ny-lov-om-opplysninger-om-barekraft/id2781264/?uid=fb429635-2062-455c-bebb-c4be877cfdc4>
- Freiberg, D., Rogers, J. & Serafeim, G. (2020). *How ESG issues become financially material to corporations and their investors (Working Paper No. 20-056)*. Harvard Business School Accounting & Management Unit. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3482546
- Grimsby, G., Grünfeld L. A. & Jakobsen E. W. (2009). *99 % SMB: Grunnfjell og vekstmotorer i norsk næringsliv* (MENON-publikasjon nr. 13/2009). MENON Business Economics. <https://www.menon.no/wp-content/uploads/26menonpubl13200999smb.pdf>
- Regjeringen. (2021, 12. februar). *Finansdepartementet etablerer referansegruppe for bærekraftig finans* (pressemelding). Finansdepartementet. <https://www.regjeringen.no/no/aktuelt/finansdepartementet-etablerer-referansegruppe-for-barekraftig-finans/id2834551/>
- Schoenmaker, D. & Scharamade, W. (2019). *Principles of sustainable finance* (s. 283–290). Oxford University Press.
- SMB Norge. (2021, 15. mars). *SMB sektoren bidrar med halvparten av verdiskapingen. dinbedrift.no*. Hentet 30. september 2021 fra <https://www.dinbedrift.no/smbene-bidrar-med-halvparten-av-verdiskapingen-i-norge-2/>
- Stensgård, A. E., Presterud, K. & Callewaert, P. (2020). *Matsvinn i Norge: Rapporter av nøkkeltall 2015–2019* (NORSUS-rapport OR.51.20). Norsk institutt for bærekraftsforskning (NORSUS). <https://norsus.no/wp-content/uploads/OR.51.20-Matsvinn-i-Norge-2015-2019-1.pdf>
- UN Environment program Finance Initiative (UNEP-FI) & European Banking Federation (EBF). (2022). *Practical approaches to applying the EU Taxonomy to bank lending*. https://url11.mailanyone.net/v1/?m=InNWxs-00034d-3X&i=57e1b682&c=aOjulJZ7cs82ac-LP-7bcNxHk6Z9NXPBBKTNGY2qZK4I42fICGX0vSdtIU5TA7BKcgeA7U-hasfoKcGfRwuQH5X3arwbDUIKsUG7IM-MyppeEaVsbyQTOF3IO-q-ca0wj0sOJcGKywsFbd3UaVo9O2MBI3dO-XwvVgzcfhklxaO4nVe-eip-zCXtJAEa8bVux2j4Bo7vT04kUL-vqAOfwq3F60vyai2qrr2HBPw-g2R6B-pXoUwKjYCVI5ec8m7_EVwvH4IOwAnFvJ-Rwj576IXCWim-RI5vrTGWjUmUCzgVxmD8fIHXXLgFPzLyXwwL1ViuJHLgktJ8C-br-xE9XE3vvRemY8tl4OplHedaD5xCrKuqo
- Value Reporting Foundation. (u.å.). SASB Standards. <https://www.sasb.org/standards/download/>

NOTER

- 1 Bedrifter som tilfredsstiller to av følgende tre kriterier: mer enn 50 ansatte, 70 mNOK i omsetning, balanse på 35 mNOK.
- 2 API (Application Programming Interface = programmeringsgrensesnitt)

Grønn risikopremie i det norske obligasjonsmarkedet^R

SAMMENDRAG

Grønne obligasjoner har blitt en hyppig benyttet finansieringskilde og en stadig viktigere andel av fremmedkapitalmarkedet. Det er en utbredt oppfatning at grønne obligasjoner gir tilgang på billigere finansiering. I denne gjennomgangen undersøkes det om obligasjonsutstedere kan ha forventninger om eventuelle priseffekter av å utstede grønne obligasjoner i det norske førstehåndsmarkedet. Undersøkelsen finner at

utstedelse av grønne obligasjoner kan ha medført at låntakere har oppnådd bedre rentebetingelser. Effekt på prising fremstår også å være noe større ved første gangs utstedelse av grønne obligasjoner. I tillegg har grønne obligasjonslån i gjennomsnitt noe lengre løpetid. Derimot er sammenhengen svak. Det norske obligasjonsmarkedet er av begrenset størrelse og likviditet. Det gir måleutfordringer og kan også prege funnene.



Robert Øvrebø har en M.Sc. i finans fra Strathclyde Business School ved University of Strathclyde, Glasgow, Scotland, og arbeider i Handelsbanken Capital Markets med ansvar for tilrettelegging av obligasjoner.

Innledning

Inntrykket hos mange markedspraktikere er at utstedelser av obligasjoner under grønne rammeverk har en positiv effekt på prising, det vil si rentebetingelsene for låntaker, men at det er for usikkert, og at det eksisterer for lite evidens til å underbygge påstanden. I en tidlig fase av utviklingen av det grønne obligasjonsmarkedet i Norge har opplevelsen av billigere finansiering vært et viktig insentiv, sett fra et låntakerperspektiv, til å utstede grønne obligasjoner. I denne tidlige fasen var også markedet i stor grad drevet frem av obligasjonstilretteleggere og -utstedere. Enkelte studier viser også funn av en viss priseffekt (Zerbib, 2017; Hachenberg & Schiereck, 2018). Andre studier finner ingen prisingsforskjell mellom grønne og sammenlignbare ordinære obligasjoner (Morgan Stanley, 2017).

Flere av arbeidene har studert bredere internasjonale kredittmarkeder. Denne gjennomgangen ser på forholdet mellom prising av obligasjonsemisjoner og grønne obligasjoner i det lokale norske obligasjonsmarkedet. Det norske obligasjonsmarkedet, definert som alle utestående obligasjoner utstedt i norske kroner, inkludert norske og internasjonale låntakere, utgjør totalt i underkant av 3 000 milliarder NOK. Nesten en tredel av markedet består av obligasjoner utstedt av offentlige låntakere, som stat og kommune. Bortimot halvparten av utstedelsene tilhører bank- og finanssektoren. De resterende drøye 500 milliardene NOK er selskapsobligasjoner fordelt på flere ulike sektorer og ulik kredittkvalitet. De største sektorene er eienedom på godt over 170 milliarder NOK og kraft på i overkant av 100 milliarder NOK. Utestående grønne obligasjoner er på omtrent 120 milliarder NOK (Stamdata, u.å.).

I forbindelse med utstedelse av grønne obligasjoner etablerer låntaker rammeverk for grønn finansiering. Disse gir en nærmere beskrivelse av hvordan midler fra utstedelser av grønne obligasjoner skal anvendes til bestemte bærekraftige aktiviteter. De første grønne rammeverkene fra norske utstedere ble utarbeidet i starten av forrige tiår, hvorpå de første NOK-obligasjonene ble utstedt i 2014. Det tok likevel flere år før grønne obligasjonsutstedelser gikk fra å være enkeltstående hendelser til å bli et marked. Majoriteten av grønne utstedelser har kommet i løpet av de siste par årene. Ved utgangen av tredje kvartal 2021 er det utestående om lag 160 individuelle grønne obligasjoner fra 55 ulike utstedere i det norske obligasjonsmarkedet. Omkring 90 milliarder NOK av obligasjonene er utstedt siden starten av 2020. Som i obligasjonsmarkedet for øvrig er det stor variasjon i både hvilke utstedere som benytter grønne obligasjoner som finansieringskilde, og hvilke beløp som innhentes. Gjennomsnittlig størrelse på utstedelsene er i overkant av

600 millioner NOK, om vi medregner både førstegangsutstedelser og utvidelser (Stamdata, u.å.).

Formålet med gjennomgangen er å avklare om utstedere i det lokale norske obligasjonsmarkedet har oppnådd bedre rentebetingelser ved å benytte grønne obligasjoner til låneopptak sammenlignet med å utstede ordinære obligasjoner.

Hva og hvordan

Denne gjennomgangen er basert på totalt 294 obligasjonsutstedelser denominert i NOK av 35 obligasjonslåntakere i en knapp femårsperiode fra og med 2017 til og med utgangen av oktober 2020. Av de 294 obligasjonsutstedelsene er i nærheten av en tredel (99) grønne utstedelser. Utvalg av periode for måling er bestemt av kvalitet i referansepriser og størrelsen på det grønne obligasjonsmarkedet. Utvalg av utstedere er begrenset til utstedere med utestående grønne obligasjoner i NOK og som hadde en definert referansepris for sine utstedelser på emisjonstidspunktet. Referansepris måles i kredittpåslag over referanserenten tre måneder NIBOR. Kun førstegangsutstedelse tas med i utvalget, da det kan være for stor usikkerhet rundt prising og prisings-tidspunkt på utvidelser av eksisterende obligasjonslån. Måleperioden 2017 til oktober 2021 dekker 94 prosent av grønne obligasjonsutstedelser i NOK (Stamdata, u.å.).

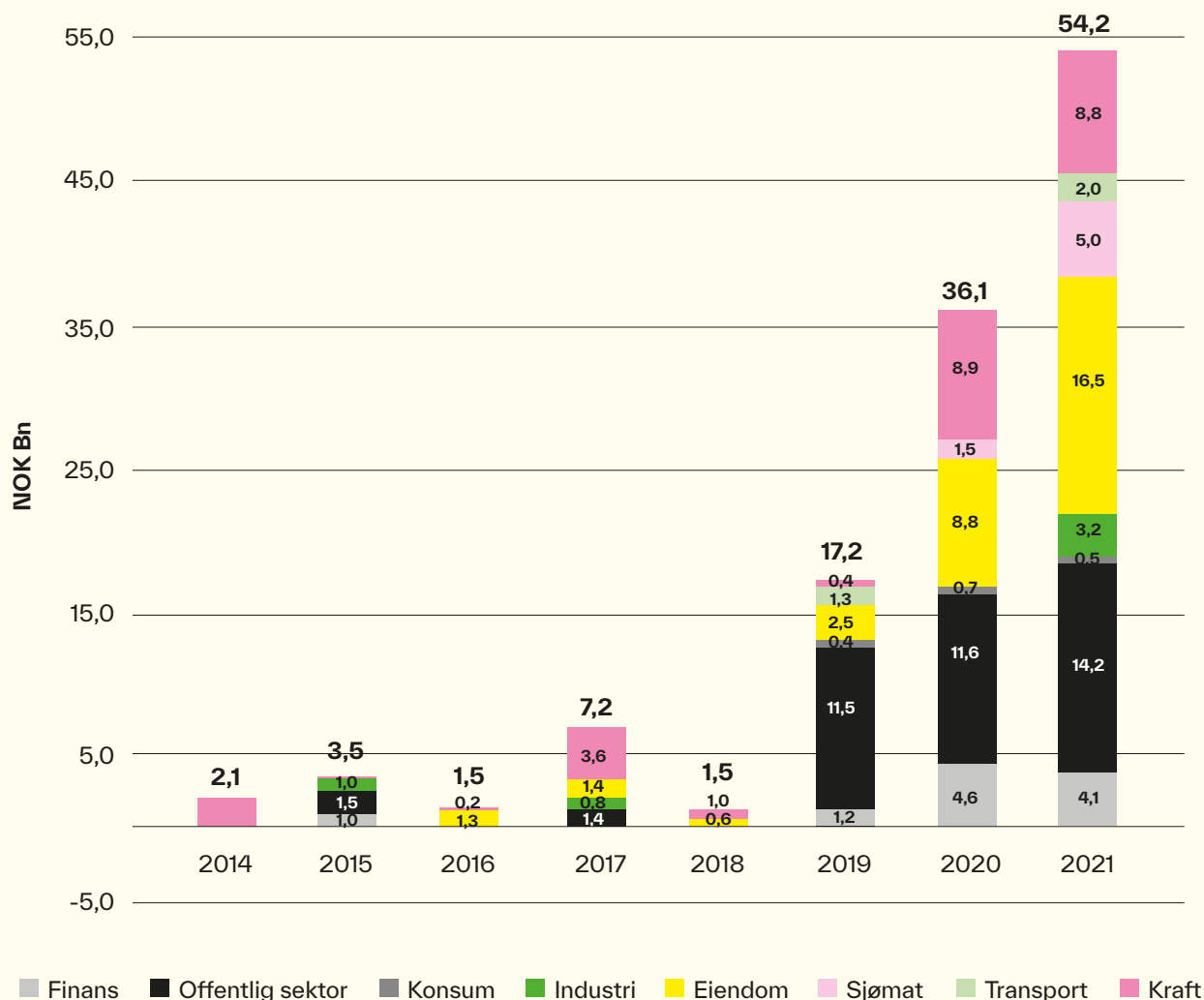
I den delen av gjennomgangen hvor den relative prisingen beregnes, avgrenses utvalget ytterligere til kun obligasjoner med flytende rente (FRN). Denne avgrensningen skyldes at kredittpåslaget på emisjonens prisingstidspunkt for fastrentelån historisk ofte ikke har blitt gjort offentlig tilgjengelig. Utvalget består da av 180 utstedelser, hvorav 58 lån er grønne, fra 34 obligasjonsutstedere. Ytterligere kontrollberegninger foretas i et enda snevrere utvalg for å kontrollere for enkelte potensielle skjevheter i utvalget. For å utelukke eventuelle mindre transaksjoner med store prisutslag er samme beregninger foretatt i et utvalg som utelukker emisjoner under 500 millioner NOK. Dette utvalget består av 27 utstedere og 78 utstedelser. Andelen grønne lån er 36 prosent, som er noe høyere enn i de bredere utvalgene.

For å måle prisavvik er Nordic Bond Pricings (NBP) daglige kredittmarginestimater på enkeltutstedere eller grupper (Nordic Bond Pricing) brukt som referanse. NBP er den dominerende referansen for prising av kreditter i det norske obligasjonsmarkedet.

Finnes det spor av grønn premie?

Resultatene av analysen viser et positivt prisavvik (negativt avvik i kredittpåslag målt mot referanseprisen i NBP) på emisjonstidspunkt for grønne obligasjoner. Gruppert gjennomsnittlig emisjonsrabatt for en grønn obligasjon er på 5,5 basispunkter målt mot referansepris (NBP). Da kredittpåslaget for de enkelte utstedelsene kan variere en del på grunn av både emisjonstidspunkt, løpetid og kredittkvalitet, kan det være fornuftig å måle det gjennomsnittlige avviket mot referansepris i prosent. Gruppert gjennomsnittlig emisjonsrabatt for grønne obligasjoner i denne målingen er på 5,2 prosent. I denne sammenhengen betyr emisjonsrabatt negativ emisjonspremie eller lavere relativt kredittpåslag, altså rimeligere relativ finansiering for obligasjonsutstederen. Ordinære obligasjoner fra samme låntakere

Figur 1. Årlig utstedt volum av grønne obligasjoner fordelt på sektor (Stamdata, u.å.).



med samme prioritet og sikkerhet har en gruppert gjennomsnittlig negativ emisjonspremie på 1,8 basispunkter, eller 2,5 prosent. Avviket i emisjonspremie målt mot NBP utgjør 3,6 basispunkter, tilsvarende 2,6 prosent i favør av grønne obligasjoner. En enkel test av samvariasjon viser en negativ korrelasjon mellom farge på obligasjon og relativt kredittpåslag, men sammenhengen må regnes som svak, med en negativ samvariasjon på 0,19. For å kontrollere for eventuelle ekstremverdier i utvalget har rangkorrelasjonen blitt testet, som også viser en svak sammenheng mellom størrelsen på avviket i kredittpåslaget og obligasjonenes farge ($\rho = 0,15$). Gjennomsnittlig løpetid på de grønne utstedelsene i dette utvalget er på nesten 5,5 år, mens den gjennomsnittlige løpetiden for de ordinære obligasjonslå-

nene er i overkant av ti måneder kortere. Samvariasjonen mellom løpetid og marginavvik målt i prosent er på -0,09.

Det norske obligasjonsmarkedet er preget av mange rettede emisjoner. Prising av rettede emisjoner skiller seg fra tradisjonelle bokbyggingsemisjoner ved at prisen i en rettet emisjon forhandles frem av to parter, investor og utsteder, mens investorkollektivet, markedet, setter prisen for en bokbyggingsemisjon. Emisjoner av grønne obligasjoner krever i større grad planlegging, hvor selve emisjonen oftere gjennomgår en bokbyggingprosess. Det gjelder særlig ved første gangs utstedelse av grønne obligasjoner og/eller når nye grønne rammeverk etableres. For å undersøke for eventuelle effekter knyttet til emisjonsprosess har et utvalg av utstedelser med minimumsstørrelse på 500 millioner NOK

Tabell 1. Gjennomsnittlig relativ emisjonspremie og løpetid for ulike typer utstedelser.

Type utstedelser	Antall utstedelser	Kredittmarginavvik målt mot NBP		Løpetid
		Basispunkter	Prosent (%)	År
Grønne obligasjoner med flytende rente	58	-5,5	-5,2 %	5,5
Ordinære obligasjoner med flytende rente	122	-1,8	-2,5 %	4,6
Grønne obligasjoner med flytende rente ≥ 500 mNOK	36	-6,4	-5,2 %	5,7
Ordinære obligasjoner med flytende rente ≥ 500 mNOK	42	-1,2	-1,3 %	4,9
Grønne obligasjoner med både flytende og fast rente	99			6,9
Ordinære obligasjoner med både flytende og fast rente	195			6,0
Grønne obligasjoner med både flytende og fast rente ≥ 500 mNOK	65			7,0
Ordinære obligasjoner med både flytende og fast rente ≥ 500 mNOK	76			6,6

blitt testet. Emisjonsstørrelse brukes som en stedfortredende variabel for emisjonsprosess, da rettede emisjoner ofte er av mindre størrelse. I dette utvalget er gruppert gjennomsnittlig negativ emisjonspremie for en grønn obligasjon på 6,4 basispunkter (5,2 prosent), mens ordinære obligasjoner har en negativ emisjonspremie på 1,2 basispunkter (1,3 prosent). Avvik i emisjonspremie i forhold til NBP er da på 5,2 basispunkter, eller 3,9 prosent. Også for dette utvalget er det en viss samvariasjon mellom variablene med en negativ korrelasjon, på 0,25. Rangkorrelasjonen viser også en svak sammenheng ($\rho = 0,22$). Gjennomsnittlig løpetid i dette utvalget er på henholdsvis 5,7 år for grønne obligasjoner og 4,9 år for ordinære obligasjoner. Standardavvik for dette utvalget er på 7,9 prosent. For den større gruppen, som ikke er begrenset i henhold til emisjonsstørrelse, er standardavviket på 6,4 prosent.

En alternativ innfallsvinkel er å se på løpetid som en stedfortredende variabel for pris. For en del selskaper i obligasjonsmarkedet er tilgangen på obligasjonsfinansiering på de lengste løpetidene begrenset, i hvert fall til en konkurransedyktig pris. Dersom utstedelse av grønne obligasjoner gjør lengre obligasjonsfinansiering mer tilgjengelig, kan man forvente lengre gjennomsnittlig løpetid for grønne obligasjoner. Lange obligasjoner er ofte fastrentelån og inkluderes derfor i utvalget. Det er en observerbar sammenheng mellom obligasjonens farge og løpetid. Grønne obligasjoner har en gjennomsnittlig lengre løpetid på tilnærmet ett år sammenlignet med ordinære obligasjoner. For lån med minimumsstørrelse på 500 millioner NOK er forskjellen en del mindre, tilsvarende rundt 5,5 måneder. Samvariasjonen mellom obligasjonenes løpetid og farge er på henholdsvis 0,16 for hele utvalget og 0,08 for emisjoner over 500 millioner NOK.

Svarer funnene til forventningene?

Gjennomgangen finner indikasjoner på at utstedelse av grønne obligasjoner kan påvirke låntakers rentebetingelser, men sammenhengen er svak, og ikke statistisk signifikant. Resultatene gir i så måte ikke grunnlag for å konkludere og er delvis på linje med funn av marginale prisutslag eller manglende sammenhenger fra andre internasjonale studier (Zerbib, 2017; Hachenberg & Schiereck, 2018).

Funnene samsvarer til dels med forventningene. Det var forventninger til visse antydninger av grønn premie i førstehåndsmarkedet både basert på funn i andre studier samt oppfatning blant markedsaktører. Det var også forventet at grønne obligasjoner utstedes på lengre løpetider enn ordinære obligasjoner, særlig for låntakere av mindre størrelse.

Gjennomgangen er basert på relativt begrenset utvalg og tidsserie, da det norske grønne obligasjonsmarkedet er i en tidlig fase. Dette gjør evalueringen sårbar for eventuelle ekstremverdier. I tillegg har obligasjonsmarkedet generelt, og det norske markedet spesielt, enkelte unike karakteristika som kan påvirke resultatet.

En egenskap ved obligasjonsemisjoner er at de ofte led-sages av en negativ emisjonspremie. Dette kan forklares ved at kapitalinnhenting foretrekkes gjennomført i positive markeder, det vil si når den generelle risikoappetitten er god og kredittpåslagene er fallende. En indikasjon på dette er at 76 prosent av emisjonene i vårt utvalg har et lavere kredittpåslag enn oppgitt i referanseprisen. En annen viktig potensiell feilkilde er at det norske obligasjonsmarkedet har begrenset likviditet, samt at en del obligasjonsutstedere er svært sjeldent i obligasjonsmarkedet med nye lån. Det gir NBP begrenset informasjon til å utarbeide referansepriser på enkelte utstedere. Av den grunn kan referanseprisen for

ordinære obligasjoner være utdatert, særlig når kredittpåslagene i markedet er i rask endring. Et relatert særtrekk ved det norske obligasjonsmarkedet er at det er relativt få utstedere utenfor bank, finans og offentlig sektor som er hyppige låntakere i obligasjonsmarkedet. Det kan begrense mulighetene for diversifisering for rene NOK-investorer. Nye låntakere eller sjeldne utstedere kan derfor bli særlig ettertraktet, hvilket kan gi utslag i pris. I utvalget for denne gjennomgangen er 23 av 35 utstedere ikke-finansielle eller fra offentlig sektor.

En annen mulig interessant feilkilde er den såkalte halo-effekten, som er et begrep i det grønne obligasjonsmarkedet. Enkelte utstedere uttrykker at de opplever en positiv prisingseffekt av å utstede grønne obligasjoner, og at det smitter over på deres resterende ordinære obligasjoner. Tallmaterialet i denne undersøkelsen kan gi noen spor i den retningen. Gjennomsnittlig negativ emisjonspremie øker til 5,9 basispunkter (5,3 prosent) dersom utvalget begrenses til utstedelser til og med første grønne obligasjonsutstedelse. Sorterer vi også for kun de større obligasjonsemisjonene, øker premien til 7,7 basispunkter (5,5 prosent). Utvalget er dog svært begrenset. Påstanden er altså at utstedelse av grønt obligasjonslån senker den generelle finansieringskostnaden.

REFERANSER

- Hachenberg, B. & Schiereck, D. (2018). Are green bonds priced differently from conventional bonds? *Journal of Asset Management*, 19(6), 371–383.
- Morgan Stanley. (2017). *Behind the green bond boom*. Morgan Stanley Research.
- Nordic Bond Pricing (u.å.). *Nordic Bond Pricing*. <https://nordicbondpricing.no/Stamdata>. (u.å.). *Stamdata services. Nordic Trustee*. <https://nordictrustee.com/service/stamdata-services/>
- Zerbib, O. D. (2016, 25. desember). *The Green Bond Premium* (Working Paper). Social Science Research Network. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2889690, last revised May 28 2021

BLI EN AV OSS!

Econas 27.000 medlemmer er engasjerte, kunnskapsrike og har mye å bidra med. Vi ønsker å ha deg med på laget!

ARENDAL



BERGEN



BUSKERUD



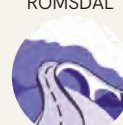
INNLANDET



KRISTIANSAND



MØRE OG ROMSDAL



NORDLAND

OSLO/
AKERSHUS

ROGALAND



TELEMARK

TROMS OG
FINNMARK

TRØNDELAG



VESTFOLD



ØSTFOLD



VIL DU HØRE MER?

Ta kontakt på live@econa.no,
eller les mer om våre lokalavdelinger på econa.no

Etablering av grønne rammeverk for finansiering^R

SAMMENDRAG

Etter at den første grønne obligasjonen ble utstedt i 2008, har markedet for grønne obligasjoner vært i kraftig vekst, særlig i de senere år.

Etter hvert som markedet for bærekraftig finans har blitt mer modent har det blitt utviklet flere standarder og veiledere for både grønne lån og grønne obligasjoner. Omfanget av artikler, undersøkelser og analyser har også økt i takt med antall utstående obligasjoner. Fremover, vil innføring av EU taksonomien skape en

tettere knytning mellom definisjonen av bærekraftig aktivitet og grønne obligasjoner gjennom etableringen av EU Green Bond Standard. I artikkelen blir det gitt en overordnet presentasjon av Green Bond Principles, som er å anse som bransjestandard på området. Det blir også gitt en overordnet presentasjon av EU Green Bond Standard, som forventes vedtatt av EU parlamentet i første halvår 2022. Artikkelen gir også en innføring i de ulike skritt en låntaker normalt går gjennom ved utstedelse av grønne lån.



Jørn Gunnar Kleven er leder av Finans og kontroll i Eidsiva Energi. Han er AFA-sertifisert og har en mastergrad. Kleven har tidligere arbeidet i Storebrand Kapitalforvaltning og KLP med kapitalforvaltning. Han har også hatt ulike verv i regi av Norske Finansanalytikeres Forening de siste 25 år.

Bakgrunn

Denne artikkelen er basert på deler av en avsluttende gruppeoppgave om emnet «grønne obligasjoner» på studiet i bærekraftig finansiell analyse i regi av Norges Handelshøyskole (NHH) og Norske Finansanalytikeres Forening (NFF) høsten 2020. På enkelte områder er fakta og beskrivelser i oppgaven oppdatert frem til høsten 2021.

Artikkelen gir en praktisk innføring i emnet «grønne rammeverk» for utstedere av obligasjoner i det norske/nordiske markedet. Det blir gitt en overordnet presentasjon av International Capital Markets Associations (ICMA) Green Bond Principles.

Avslutningsvis blir det gjort en overordnet sammenligning av Green Bond Principles 2021 og EU Green Bond Standard, som i øyeblikket er til politisk behandling i EU-parlamentet. EU Green Bond Standards forventes vedtatt innen april 2022.¹

Andre artikler i publikasjonen drøfter avkastnings- og risikoegenskapene til grønne obligasjoner, og dette temaet vies derfor liten plass her.

Grønne obligasjoner som kapitalkilde

I takt med økende aktivitet i obligasjonsmarkedet generelt har det helt siden EIBs² Climate Awareness Bond i 2007 og Verdensbankens utstedelse av verdens første grønne obligasjon i 2008 vært en jevn vekst i utstedelser av grønne obligasjoner. I de første årene var det kun supranasjonale utviklingsbanker som utstedte grønne obligasjoner, men siden 2012 har både banker, kommuner og regioner, og etter hvert også private foretak, utstedt grønne obligasjoner. Etter hvert som markedet har økt i omfang, kom behovet for standarder. I 2010 kom Climate Bond Standards (fra Climate Bond Initiative) og i 2014 Green Bond Principles fra ICMA. De globale standardene har tilrettelagt for mye av den videre veksten i markedet. Det er også etablert lokale og regionale standarder for grønne obligasjoner, for eksempel i Kina.

I oktober 2021 gjennomførte EU den største emisjonen av grønne obligasjoner i historien med 12 milliarder euro i én enkelt obligasjon øremerket til ni ulike prosjektkategorier (de viktigste kategoriene er forskning og utvikling for omstilling til fornybarhetssamfunnet, digitalisering, fornybar energi, energieffektivitet, klimatilpasning og transport).

Grønne obligasjoner hører hjemme i kategorien bruk av midler (*use of proceeds*)-lånekapital. Dette innebærer at utsteder må investere emisjonsbeløpet i definerte prosjektkategorier. Lånebetingelsene i avtalen er ikke knyttet opp mot å oppnå konkrete bærekraftsmål (KPI-er), i motsetning til slik det er for bærekraftknyttet-lånekapital.

Er grønne og ordinære obligasjoner forskjellige?

Det er i utgangspunktet ingen materielle forskjeller på grønne og ordinære obligasjoner fra samme utsteder. Den eneste forskjellen er at midler hentet inn gjennom grønne obligasjoner skal øremerkes til prosjekter som er definert i rammeverket. Det etableres ingen direkte sikkerhet i kontantstrømmen fra disse prosjektene til investoren i grønne obligasjoner. Grønne obligasjoner i det norske markedet er således som hovedregel seniorobligasjoner uten sikkerhet. Den finansielle risikoen for investor er derfor i utgangspunktet den samme om investoren kjøper en grønn eller en ordinær obligasjon (gitt samme løpetid og senioritet) fra samme utsteder.

Det er ofte vilkår om kryssmislighold i obligasjonslån-savtaler. Det innebærer at mislighold av en låneforpliktelse automatisk medfører at alle øvrige lånebetingelser skal ansees misligholdt, også grønne obligasjoner. Avkastning og risiko for mislighold for en grønn obligasjon burde derfor i utgangspunktet være identisk med en ordinær obligasjon fra samme utsteder, gitt samme senioritet, sikkerhet og løpetid.

I låneavtalen for en grønn obligasjon vil det normalt ikke henvises til utstederens grønne rammeverk. I verdi-papirdokumentet («prospektet») vil det normalt være en beskrivelse av formålet med kapitalinnhenting med henvisning til utstederens grønne rammeverk.

Det er vanlig å presisere i lånedokumentasjonen at det grønne rammeverket kan endres over tid, og at utestående obligasjoner vil være omfattet av det til enhver tid gjeldende grønne rammeverket hos utstederen. Dette innebærer at prosjektkategoriene og prosjektene som obligasjonene finansierer, kan endres over tid.

Om låntaker velger å benytte kapitalen til formål på siden av hva som er beskrevet i rammeverket, vil ikke lånet automatisk anses misligholdt.³ Tilsvarende om utstederen selger eiendeler som tidligere er finansiert med grønne obligasjoner, og beholder den grønne obligasjonen. Til slutt vil det være investormarkedet som må avgjøre om man er enige i utstедers vurderinger, og eventuelt avstå fra å delta i fremtidige emisjoner fra utstederen.

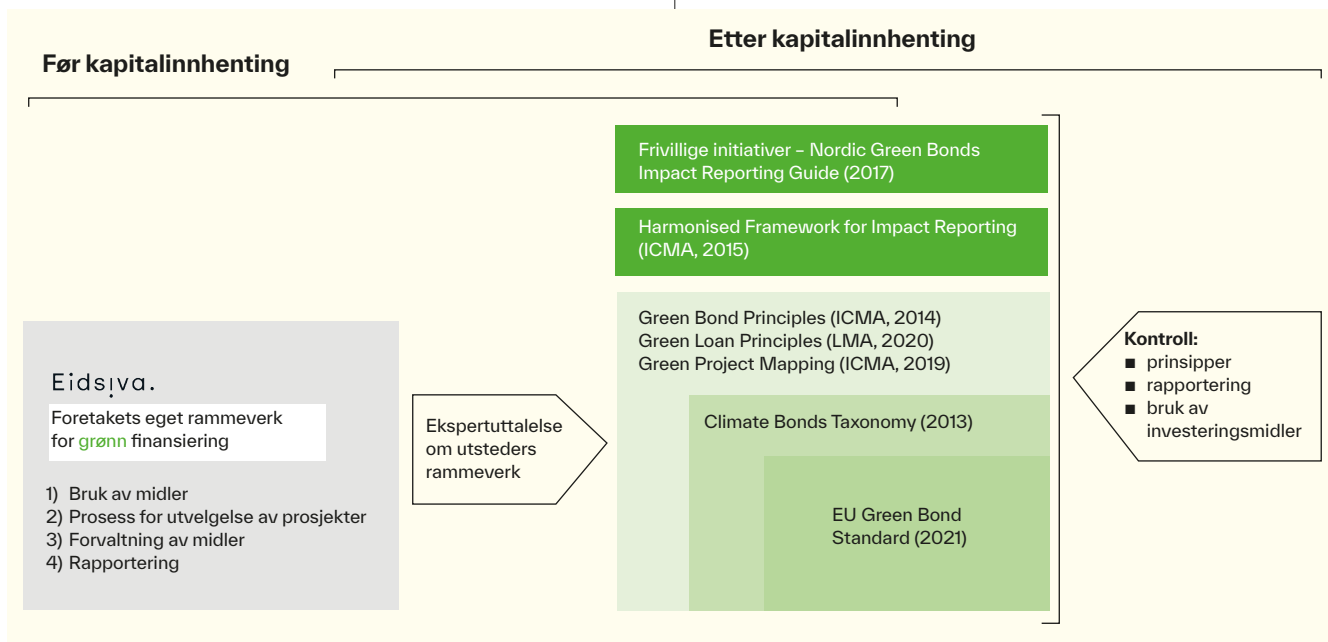
Grønne rammeverk for finansiering

Som del av sitt arbeid med bærekraft utarbeider utsteder et rammeverk for grønn finansiering. Rammeverket beskriver hvordan innhentet kapital støtter opp under ulike bærekraftsaktiviteter hos utstederen.

Utsteder har stor grad av kontroll på utformingen av rammeverket og hvordan man ønsker å benytte og praktisere rammeverket. Utsteder står derfor normalt nærmest til selv å vurdere hvordan et rammeverk er tenkt å fungere, men avgjør også selv hvor konservativ man ønsker å være i den konkrete praktiseringen.

Et grønt rammeverk kan inkludere både obligasjoner og lån. Rammeverket vil beskrive hvilke prosjektkategorier utstederen kan investere i – såkalte kvalifiserte eller godkjente prosjekter. Rammeverket vil beskrive hvordan utstederen har til hensikt å innrette sin seleksjon og evaluering av ulike prosjekter. Rammeverket vil beskrive hvordan emisjonsbeløpet skal forvaltes frem til det investeres i godkjente prosjektkategorier. Rammeverket vil videre beskrive hvordan rapporteringen til investoren vil

Figur 1. Prosedyre ved kapitalinnhenting – Green Bonds. Årstall angir første gang dokumentet ble publisert.



bli utført, relevante måltall (benevnt effektrapportering (*impact reporting*)) og hvorvidt rapporteringen og bruken av emisjonsbeløpet vil bli kontrollert av uavhengig tredjepart i obligasjonens løpetid.

Investormarkedet oppnår trygghet for hvordan emisjonsbeløpet vil bli benyttet når rammeverket knyttes opp mot en anerkjent standard. Det mest benyttede rammeverket for finansiering er Green Bond Principles. Den første relevante standarden på området var imidlertid Climate Bond Standard i 2010, etablert av Climate Bond Initiative (CBI). Den fikk liten oppslutning sammenlignet med sine etterkommere. Trolig var initiativtakeren for tidlig ute. Kravene ble opplevd som strenge av utsteder, investor og involverte tredjeparter. Oppslutningen ble derfor moderat.

I øyeblikket er EU Green Bond Standard til politisk behandling i EU-parlamentet etter innstilling fra EU-kommisjonen i juli 2021.

Utsteder får ofte bistand av en tilrettelegger (verdipapirforetak) i utarbeidelsen av rammeverket. Det siste året har flere utstedere inntatt et tillegg i rammeverket som dekker bransjen og foretaket i lys av EU-taksonomien. Kobling av rammeverket mot relevante taksonomier kom inn som en anbefaling i Green Bond Principles i 2021. ICMA har etablert et eget dokument for dette formålet.⁴

Det er anbefalt at rammeverket kontrolleres av uavhengig tredjepart før kapitalinnhenting, for eksempel Cicero, DNV, Viego Eiris eller Sustainalytics. Kontrollen omtales ofte som en ekspertvurdering av rammeverket, eller en *second opinion*. Gjennomgangen omfatter normalt en vurdering av utsteders strategi, prosedyrer og prinsipper for bærekraft opp mot standarden som skal følges. Enkelte

ekspertvurderinger inkluderer en egen karakter på området styring/kontroll for utstederens arbeid med bærekraft og grønn finansiering. Ekspertvurderingen er et eget dokument og kommer i tillegg til en eventuell ESG-rating/score. Det er vanlig å publisere ekspertvurderingen.

Enkelte børser og markedsplasser krever at rammeverket har en ekspertvurdering som vilkår for børsnotering av obligasjonene etter emisjonen.

Det er videre anbefalt at uavhengig tredjepart kontrollerer at faktisk bruk av emisjonsbeløpet er i samsvar med rammeverket i obligasjonens løpetid. Denne kontrollen utføres typisk av et revisjonsselskap.

I figur 1 ovenfor illustreres utsteders og de ulike tjenesteleverandørers oppgaver ved finansiering med grønne obligasjoner. Verdipapirforetaket (tilrettelegger) bistår utsteder i å etablere selskapets rammeverk. Det blir deretter foretatt en uavhengig tredjepartsvurdering (ekspertvurdering) av rammeverket før kapitalinnhenting. Denne vurderingen innebærer en kontroll av rammeverket mot den bransjestandarden utstederen har valgt å knytte rammeverket opp mot.

Etter kapitalinnhenting verifiserer en kontrollør hvorvidt rammeverket er fulgt og kapitalen sysselsatt i godkjente kategorier (normalt et revisjonsselskap).

Godkjente prosjektkategorier i green bond principles (2021)

ICMA publiserte et eget Green Project Mapping-dokument i 2019 som veiledning for hvilke prosjektkategorier som kan finansieres med grønne obligasjoner. Prosjektkategoriene skal bidra til nullutslippssamfunnet og ha liten negativ

Tabell 1. 155 ulike rammeverk fra 128 ulike nordiske utstedere i perioden 2014–2020 er studert. Gjennomsnittlig antall prosjektkategorier per sektor.

Antall prosjektkategorier i rammeverk per sektor	Offentlig	Industri	Eiendom	Finans	Tele/IT	Transport	Kraft
	6	4	4	3	3	2	2

innvirkning på omgivelsene. Dokumentet ble oppdatert i 2021. Prosjektkategoriene er definert som følger: Fornybar energi, Energieffektivisering, Forurensningsvern og -kontroll, Miljømessige bærekraftig forvaltning av levende naturressurser og bruk av landområder, Bevaring av biologisk mangfold på land og til vanns, lavutslippstransport, bærekraftig forvaltning av vann og avløpsvann, tilpasning til klimaendringer, øko-effektive og/eller gjenvinnbare produkter, produktteknologier og prosesser, grønne bygninger (*Renewable energy, Energy efficiency, Pollution prevention and control, Environmentally sustainable management of living natural resources and land use, Terrestrial and aquatic biodiversity conservation, Clean transportation, Sustainable water and wastewater management, Climate change adaptation, Eco-efficient and/or circular economy adapted products, Production technologies and processes, og Green buildings*).

Også andre prosjektkategorier kan inkluderes. Det er da nødvendig at den uavhengige tredjeparten i ekspertvurderingen vurderer om prosjektkategorien tilfredsstillende intensjonen bak Green Bond Principles før slike kategorier inkluderes.

Et prosjekt kan etter ICMA's definisjon være nyinvestering, reinvestering eller vedlikehold som forlenger levetiden på et eksisterende driftsmiddel.

Det er typisk sektorer med lite anleggsmidler som er nærmest til å inkludere driftskostnader/vedlikehold i rammeverket, eksempelvis varehandel og transport.

Som del av vår oppgave ved NHH/NFF undersøkte vi tilgjengelige rammeverk fra utstedere i Norden for perioden 2014–2020. Ett av funnene er gjengitt over i tabell 1 – gjennomsnittlig antall prosjektkategorier per sektor. Som det fremgår, har offentlig sektor gjennom sin varierte tjenesteproduksjon den bredeste prosjektporteføljen.

Utvelgelse og evaluering av prosjekter

Utsteder skal definere prinsipper og prosedyrer for seleksjon og evaluering av prosjekter som tilfredsstillende de godkjente prosjektkategoriene i rammeverket. Det anbefales å ha stor grad av åpenhet omkring hvordan denne prosessen vil innrettes.

ICMA har ikke utarbeidet en taksonomi (klassifisering) for hva som kvalifiserer som et bærekraftig prosjekt, utover å definere de generelle brede prosjektkategoriene. Climate Bond Initiative (CBI)⁵ etablerte i 2013 Climate Bond-taksonomi med objektive kriterier for å klassifisere om en investering er bærekraftig eller ei. CBI-taksonomien har flere likhetstrekk med EU-taksonomien. Grunnleggerne av

CBI-taksonomien (Sean Kidney) deltok i de første arbeidsgruppene som etablerte EU-taksonomien, og det er mange likheter mellom tekniske utvalgsriterier.

Forvaltning av midler

Utsteder skal oppbevare og forvalte investeringsmidlene adskilt fra øvrig likviditet, inntil investeringsmidlene benyttes til finansiering av godkjente prosjekter. Dette kan gjøres ved etablering av egne porteføljer eller egne bankkonti. Enkelte utstedere har kun en virtuell bankkonto for å spore bruken av investeringsmidler. Forventningen til helt segregert oppbevaring er størst hos utstedere som har betydelig aktivitet i «brune» aktiviteter, for eksempel kull- eller oljeproduksjon.

Det kan nevnes at det i den kinesiske standarden for grønne obligasjoner for enkelte utstedere er et krav at emisjonsbeløpet investeres i andre selskapers grønne obligasjoner, inntil emisjonsbeløpet er fullt investert i utstedsers egne grønne prosjekter.

Rapportering

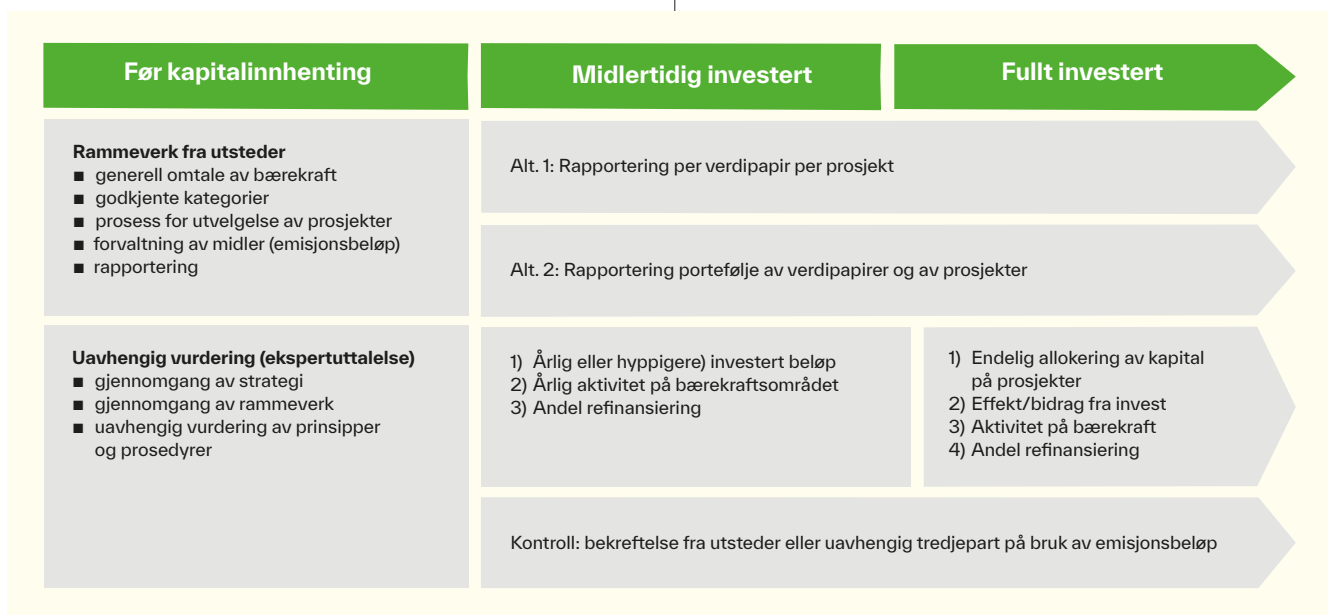
Utsteder skal rapportere forvaltning og bruk av investeringsmidler i hele obligasjonens løpetid, ofte mellom 5 til 15 år. Stor grad av åpenhet anbefales i rapporteringen. Frekvens på rapportering er minst årlig, helst hyppigere. Rapportering bør omfatte alle enkeltprosjekter obligasjonen har finansiert, om antall prosjekter ikke er svært stort eller av konfidensiell karakter. Ved et stort antall prosjekter eller hvis prosjektene er av konfidensiell karakter, anbefales det at prosjektene grupperes i hovedkategorier i rapporten. Det er anbefalt å rapportere på hvilken innvirkning prosjektene har på omgivelsene, eksempelvis reduksjon i CO₂-utslipp (eng. *impact*).

Det er utarbeidet ulike veiledere og skjema for slik bidragsrapportering (*impact*-rapportering). For eksempel ble det i 2017 (oppdatert i 2020) publisert et nordisk initiativ om bidragsrapportering. I tillegg har ICMA oppdatert Harmonised Framework for Impact Reporting i 2021.

Bidragsrapportering varierer stort mellom utstedere, fra intet til betydelig rapportering.

Figur 2 nedenfor viser oppgaver som må utføres før, under og etter kapitalinnhenting. Oppgavene involverer ofte medarbeidere og kollegaer utenfor finansfunksjonen/organisasjonen og krever ofte en del planlegging og koordinering. Enkelte hevder at dette kan medføre at utsteder ikke kan tidsbestemme kapitalinnhentingene like optimalt som ved ordinære obligasjoner, ved at tidslinjen er lang, kompleks og involverer flere aktører.

Figur 2. Rapportering for Green Bonds til investormarkedet.



Kontroll

Det er anbefalt at rapporteringen og bruk av emisjonsbeløpet blir kontrollert av en uavhengig tredjepart. En slik kontroll vil ha karakter av en attestasjon og etterkontroll. En slik attestasjon gir investor (og utsteder) en trygghet for at forutsetningene i rammeverket blir oppfylt. Slik kontroll blir typisk utført av de største revisjonsselskapene.

Gjennomgangen av rammeverket i forkant av kapitalinnhenting (se over) har mer karakter av en ekspertvurdering av hvorvidt utstederen er i stand å oppfylle forpliktelsene i rammeverket, og at rammeverket støtter bærekraftig utvikling. ICMA har laget en egen veileder⁶ for tredjepartsvurdering og kontroll som ble oppdatert i 2021.

EU Green Bond Standard – den nye gullstandarden

I tilknytning til EU Green Deal og EU-taksonomien er det etablert en egen EU Green Bond Standard som virkemiddel for å oppfylle EUs ambisjoner innen bærekraft.

Standarden tar utgangspunkt i aktivitetene i EU-taksonomien. EU Green Bond Standard er av enkelte omtalt som gullstandarden for grønne obligasjoner i fremtiden.

EU Green Bond Standard har likhetstrekk med ICMA Green Bond Principles i oppbygging og innhold. En sammenligning er oppsummert i tabellen under. Nålovet for å kvalifisere for EU Green Bond Standard er strengere enn for dagens Green Bonds Principles fra ICMA.

EU-taksonomien vil over tid få gradvis strengere tekniske utvalgskriterier. Det har derfor vært bekymring for at prosjekter som er finansiert med EU Green Bonds innledningsvis, faller utenfor standarden over tid. Det er derfor innført et prinsipp som kalles *grandfathering* og innebærer

at prosjekter som opprinnelig var innenfor EU Green Bond Standard, blir det i hele obligasjonens løpetid.

Det er foretatt noen få studier med formål å kartlegge taksonomiprosent både i aksje- og obligasjonsporteføljer (for eksempel en undersøkelse utført av Principles for Responsible Investment (PRI)⁷ i 2020). Studiene har konstatert at det er store utfordringer forbundet med å kartlegge utstederes ulike bærekraftige aktiviteter så lenge utstedere ikke kan vise til detaljert selskapsrapportering opp mot EU-taksonomien.

Enkelte forvaltere har indikert at cirka 60 prosent av ICMA-godkjente grønne obligasjoner kunne kvalifisert for EU Green Bonds.⁸ Funnene tyder på at grønne obligasjoner fra Utilities og Transport kan ha størst samsvar mellom dagens ICMA-godkjente grønne obligasjoner og fremtidige EU Green Bonds enn for andre sektorer.

Avslutning

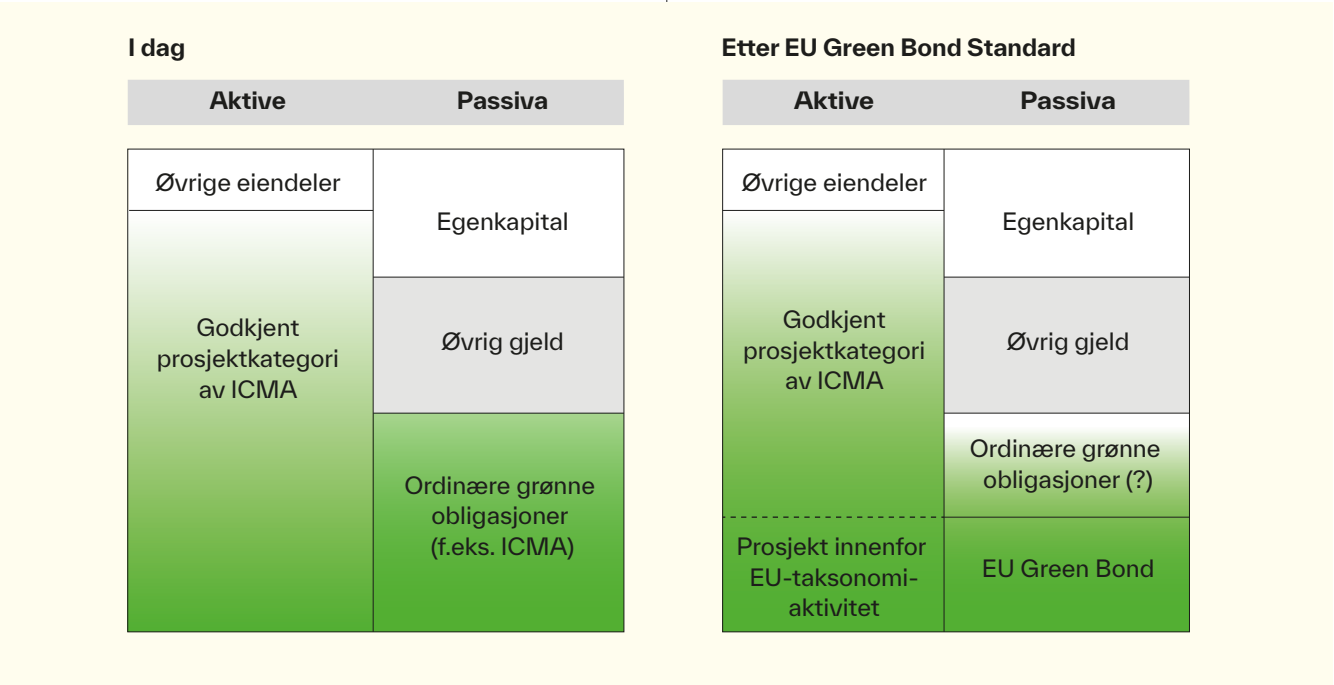
Etter oversendelse av EU Green Bond Standard fra EU-kommisjonen til EU-parlamentet i juli 2021 er det spenning knyttet til hvilke endringer som kan bli gjennomført etter politisk behandling. Enkelte sterke krefter har foreslått at et verdipapir i tråd med EU Green Bond skal kunne være 80 prosent investert i prosjekter som følger EU-taksonomiens prinsipper de første fem årene. Begrunnelsen er usikkerhet knyttet til alle krav i EU-taksonomien, og at det derfor bør tillates en buffer de første fem årene. I tillegg vil mindre strenge krav de fem første årene bidra til at standarden blir mer utbredt blant utstedere i Europa.

EU-kommisjonen la som obligasjonsutsteder den 7. september 2021 frem sitt eget grønne rammeverk, basert

Tabell 2. Sammenligning av Green Bond Principles (2021) og EU Green Bond Standard (utkast 2020). Fra EU Report on EU Green Bond Standards 2019.

Element	Green Bond Principles (2021)	EU Green Bond Standard (2020)
Dokumentasjon ex ante	Generelt rammeverk for utsteder	Faktablad per obligasjon.
Beskrivelse av bruk av midler (<i>use of proceeds</i>) i lånedokumentasjon	Anbefalt	Krav. Inkluderes i lånedokumentasjon/låneavtalen.
Prosjektkategorier	Generelle og overordnet	Må samsvare med EU-taksonomiens detaljerte krav.
Ikke vesentlig skade (<i>Do no significant harm</i>).	Ikke inkludert	Krav. Se EU-taksonomien.
Minimum Social Safeguards	Ikke inkludert	Krav. Se EU-taksonomien.
Technical Screening (f. eks. 100 gCO ₂ /kWh) med overgangsregler	Ikke inkludert	Flere detaljerte krav for de ulike aktiviteter. Må være bærekraftig i 2050-perspektiv.
Andel benyttet til refinansiering	Anbefalt	Krav. Egne tekniske krav og egen mal for rapportering etablert.
Rapportering av bidrag (<i>impact</i>)	Anbefalt	Krav. Egen mal for rapportering etablert.
Overgangsregler (<i>transition</i>)	Ikke inkludert. Bør være ferdig investert innen rimelig tid.	Prosjekter som kan medføre at aktiviteter blir i samsvar med EU-taksonomi innen 10 år, tillates.
Ekstern kontroll av rammeverk	Egen anbefaling etablert	Krav, egne prosedyrer etablert. ESMA skal godkjenne kontrollører.
Ekstern kontroll av bruk av investeringsmidler	Egen anbefaling etablert	Krav, egne prosedyrer etablert. Senest når man er ferdig investert.
Valg av uavhengig tredjepart	Utsteder velger uavhengig tredjepart	EU (ESMA) skal prekvalifisere og akkreditere uavhengige tredjeparter. Ev. skal ESMA utføre oppgaven selv.
Publisering av rapporter fra uavhengig tredjepart	Anbefalt	Krav
Kan driftskostnader inkluderes?	Ja, om de forlenger levetid på driftsmiddel eller tilfredsstiller gitte krav for FoU. Arbeidskapital kan ikke inkluderes.	Ja, om de forlenger levetid på driftsmiddel eller tilfredsstiller gitte krav for FoU. Andel arbeidskapital var opprinnelig inkludert.

Figur 3. Blir EU Green Bond den nye gullstandarden? Hvordan vil investor-markedet stille seg til dagens ICMA Green Bonds i annenhåndsmarkedet og fremtidige emisjoner? Det bør legges til grunn at utstedere ikke dobbeltfinansierer sine eiendeler, slik det er en risiko for allerede i dag fordi utstedere benytter både det private markedet for grønne banklån parallelt med markedet for grønne obligasjoner.



på ICMAs prosjektkategorier. Rammeverket inneholder ni ulike prosjektkategorier. Rammeverket skal benyttes til obligasjonsfinansiering under programmet som har fått navnet NextGenerationEU. Den 13. oktober 2021 ble det lagt ut en grønn obligasjon tilsvarende 12 milliarder euro, den hittil største emisjonen for grønne obligasjoner i historien. Emisjonen ble overtegnet hele elleve ganger. Det ICMA-baserte rammeverket henviser på flere områder til de tekniske kravene under EU-taksonomien. Rammeverket forener på et vis ICMAs standard og EU-taksonomien, i påvente av at EU Green Bond Standard blir vedtatt i parlamentet og tilgjengelig for kapitalmarkedet.

Fremover vil innføring av EU-taksonomien skape en tettere tilknytning mellom definisjonen av bærekraftig aktivitet og grønne obligasjoner gjennom etableringen av EU Green Bond Standard.

EU Green Bond Standard vil, om den blir vedtatt i sam-svar med innstillingen, kunne ha realøkonomiske effekter. Dette betinger at investorer prioriterer og kanaliserer sin kapital til fond som investerer i selskaper som utsteder den nye kategorien grønne verdipapirer. Ordinære grønne verdipapirer som tilfredsstiller ICMAs prinsipper for grønne obligasjoner, kan risikere å tape noe av sin popularitet i både primær- og annenhåndsmarkedet. Hvor sterk kanni-baliseringen mellom de to kategoriene grønne verdipapirer

blir, gjenstår å se og vil trolig avhenge av tilgangen av pro-sjekter som tilfredsstiller EU Green Bond Standard, og av merarbeidet med dokumentasjon og kontroll.

NOTER

1

Procedure File: 2021/0191(COD) | Legislative Observatory | European Parliament (europa.eu).

2

European Investment Bank, www.eib.org.

3

Mexico City foretok i 2016 en *green bond*-emisjon på 6 milliarder USD for å bygge ny flyplass. I 2018 kunngjorde de at flyplassen ikke ville bli bygget, og program for tilbakekjøp av obligasjonen ble iverksatt. Det spanske oljeselskapet Repsol kom i 2017 i søkelyset da de benyttet emisjonsbeløpet i effektivisering av sin fossile virksomhet, og ikke i ordinære fornybare aktiviteter.

4

ICMA: Overview and Recommendations for Sustainable Finance Taxonomies – May 2021. ICMA-Overview-and-Recommendations-for-Sustainable-Finance-Taxonomies-May-2021-180521.pdf

5

Climate Bond Initiative ble etablert i 2010. Climate Bonds Initiative er en investorfokusert nonprofit-organisasjon. Fokus er investeringer i stor skala som fremmer bærekraftig omstilling.

6

Guidelines-for-GreenSocialSustainability-and-Sustainability-Linked-Bonds-External-Reviews-February-2021-170221.pdf (icmagroup.org).

7

EU Taxonomy alignment case studies (unpri.org).

8

Green Bond Bulletin: How compliant are green bonds with the EU Taxonomy? | NN Investment Partners (nnip.com).

Orkestrert læring og global kulturbygging^F

Hvordan Elkem ASA skaper prosessforbedring i sin globale organisasjon

SAMMENDRAG

Formålet med denne artikkelen er å synliggjøre hvordan Elkem utviklet, innførte og distribuerte sitt program for prosessforbedring, Elkem Business System (EBS). Over 15 år utviklet bedriften programmet gjennom utprøving av ulike organisasjonskonsepter. Konseptene ble ikke brukt som beste praksis, men som inspirasjon til eksperimentering og læring. Toppleders rolle var det vi kaller å *orkestrere læring*. Den består av å inspirere til lokale eksperimenter, å konsolidere lærdommene i et felles, over-

ordnet produksjonssystem samt å sikre institusjonalisering av systemet. Elkem distribuerte sitt forbedringsprogram internasjonalt ved å bygge en sterk internkultur. Dette ble gjort ved å utfordre grunnleggende antakelser på alle nivåer i selskapet knyttet til kontinuerlig forbedring og ansattes medvirkning. Våre funn har vesentlige praktiske implikasjoner for ledere som ønsker å sette kontinuerlig forbedringsarbeid i system og ikke minst lykkes med å skape engasjement for dette på alle nivåer i organisasjonen.



Torbjørn Hekneby har en ph.d. i Endringsledelse fra Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder i Kristiansand. Han underviser i ledelse og organisasjonsutvikling ved Handelshøyskolen og driver parallelt ledertrening gjennom eget selskap.



Jonas A. Ingvaldsen er professor ved Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse på Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet (NTNU). Han forsker og underviser innenfor organisasjonsteori og organisatorisk endring.



Jos Benders er professor II ved Institutt for industriell økonomi og teknologiledelse på NTNU og gjestprofessor ved Centre for Sociological Research (CESO) på Katholieke Universiteit (KU) Leuven. Han forsker og underviser innenfor organisasjonsteori med særlig søkelys på organisasjonskonsepter.



Jan Inge Jenssen (dr.oecon.) er professor på Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder i Kristiansand. Han underviser i ledelse og organisering og har publisert en rekke forskningsbidrag med særlig vekt på innovasjon og endring i ulike virksomhetstyper.



Katja Lehland er Senior Vice President Human Resources i Elkem ASA, som har hovedkontor i Oslo og ansatte og enheter i over 30 land globalt. I konsernledelsen har Katja Lehland i en årrekke vært ansvarlig for Elkem Business System og utrulling og videreutvikling av dette, i tillegg til å ha øverste ansvar for strategisk HR i konsernet.

Introduksjon

Elkem ASA er et av Norges eldste selskaper med over 100 års erfaring innen elektrokjemisk prosessindustri. I 1990 var Elkem på randen av konkurs. Nettoinntektene hadde falt til minus 700 millioner kroner, og selskapets gjeld var på mer enn 6 milliarder kroner. Elkem slet med sikkerhet og dårlige fysiske arbeidsforhold grunnet utdaterte produksjonsanlegg og mangel på strategi for fremtidig vekst og investering.

I dag er Elkem en av verdens ledende leverandører av silisiumbaserte materialer. Selskapets virksomhet dekker hele verdikjeden fra kvarts til spesialiserte silikonprodukter i tillegg til produksjon av silisium, ferrosilisium og karbonmaterialer. Elkem har i dag 6 800 ansatte over hele verden, og inntektene utgjør mer enn 25 milliarder kroner (2019). Sikkerheten er i verdensklasse når det gjelder arbeidsrelaterte skader.

Forklaringen på hvordan et selskap snur krise til suksess, vil alltid være sammensatt av en rekke faktorer i bedriftens eksterne og interne miljø, som for eksempel konjunkturer, produktmarkeder, teknologi, organisasjonsstruktur og evne til læring og fornyelse (e.g. Pettigrew, 1987; Sirmon et al., 2011). Noen av disse faktorene vil være utenfor ledelsens kontroll, men fordrer likevel ledernes evne til å posisjonere organisasjonen for endring.

Når Elkems gjenreisning i perioden 1990–2020 skal forklares, peker så vel bedriftens ansatte som eksterne vurderinger (Sogner, 2014; Hekneby et al., 2020) på viktigheten av Elkem Business System (EBS). EBS er et strategisk initiativ som startet i 1991, hvor Elkem utviklet og innførte sitt «bedriftsspesifikke produksjonssystem» (Netland, 2013). EBS var sterkt påvirket av organisasjonskonseptene *lean* (Womack et al., 1990) og sosioteknisk systemteori (Trist, 1981), og rettet søkelys mot hvordan interne verdiskapingsprosesser kunne systematisk forbedres. Heller enn å kopiere ferdige løsninger valgte imidlertid Elkem å initiere en organisatorisk læringsprosess i stor skala hvor de ulike ideene om organisering ble fortolket og tilpasset på den ene siden til prosessindustriens kjennetegn (Hekneby et al., 2021a), og på den andre siden til en norsk arbeidslivskontekst (Ingvaldsen et al., 2012). Toppleders rolle i denne prosessen er det vi har valgt å kalle å *ørkestrere læring* (Hekneby et al., 2022). Den består i å inspirere til lokale eksperimenter, å konsolidere lærdommene i et felles, overordnet produksjonssystem samt å sikre institusjonalisering av systemet.

EBS ble først utviklet og utprøvd i Norge, før det ble eksportert til bedriftens øvrige enheter i Kina, Brasil, USA, Island, Frankrike og Sør-Afrika. Der viste det seg å bringe gode resultater selv i sosiale og kulturelle miljøer som er veldig forskjellige fra dem vi har i Norge (Hofstede, 2011). Den avgjørende forklaringen synes å være at Elkem drev systematisk kulturbygging, hvor ansattes grunnleggende antakelser (Schein, 2010) om forbedringsarbeid og medvirkning ble utfordret gjennom EBS og tilhørende systemer for opplæring, kunnskapsdeling og kontroll.

Denne artikkelen viser hvordan Elkem utviklet, innførte og distribuerte EBS. Våre funn har implikasjoner for bedrifter som ønsker å sette kontinuerlig forbedringsarbeid i system og skape engasjement for dette på alle nivåer i organisasjonen.

1. Teoretisk forankring

Vår studie av Elkem tar opp i seg to tema, som begge har blitt viet stor oppmerksom innenfor organisasjon- og ledelsesfag de siste 30 årene. Det første omhandler tolkning og innføring av organisasjonskonsepter som *lean*, *TQM* og *agile* (Benders et al., 2019; Røvik, 2016). Det andre omhandler internasjonal overføring av konsepter

og praksiser, og avveiningen mellom standardisering og tilpasning når disse innføres på nye lokasjoner (Ansari et al., 2014; Kostova, 1999). Nedenfor vil vi gjennomgå begge tema og introdusere ideen om *bedriftsspesifikke produksjonssystemer* (XPS) (Netland, 2013) som en mulig løsning på de organisatoriske utfordringene disse temaene gir opphav til.

Organisasjonskonsepter og fortolkning

Helt siden den industrielle revolusjon har ulike organisasjonskonsepter hatt stor betydning for bedrifters strategier og organisering (Bodrožić & Adler, 2018; Røvik, 2016). Det mest klassiske eksemplet er trolig Taylors *scientific management*, som fikk avgjørende betydning for hvordan produksjon i den vestlige verden utviklet seg.

Organisasjonskonsepter har to sentrale kjennetegn: fortolkningsrom og løfte om ytelsesforbedring (Benders et al., 2019). Et organisasjonskonsept blir som regel fremstilt med et sett av prinsipper og verktøy. Prinsippene er gjerne enkle å forstå, men også tvetydige, noe som gir rom for ulike fortolkninger. Et slikt fortolkningsrom gjør det mulig for ulike brukere (f.eks. ledere og konsulenter) å tilpasse konseptet til ulike lokale forhold. Dette gir konseptet større anvendelighet og øker spredningsfeltet, fordi brukerne plukker de elementene som er mest fordelaktig for deres kontekst og interesser.

Løfter om ytelsesforbedringer er også avgjørende for å forstå hvorfor organisasjonskonsepter blir populære. Ifølge Abrahamson (1996) er dette uløselig knyttet til normer om rasjonalisering og effektivitet – og i forlengelsen av dette fleksibilitet, kundetilfredshet og innovasjon. Gevinster realisert som følge av implementerte organisasjonskonsepter er svært vanskelig å dokumentere empirisk på en metodologisk forsvarlig måte; derfor blir løfter om ytelsesforbedring ofte fundert i tilskrivninger og historiefortellinger (Benders et al., 2019).

Organisasjonskonseptet *lean*, en hovedpilar i EBS, er et godt eksempel på et organisasjonskonsept med høyt fortolkningsrom og løfte om ytelsesforbedring. Lean defineres gjerne i fem prinsipper (Rolfsen, 2014, s. 43):

1. Spesifiser *verdi* fra kundens perspektiv.
2. Identifiser *verdistømmen* som leverer denne verdien.
3. Skap *flyt* gjennom verdistrømmen (fjern sløsing).
4. Skap *sug* (engelsk: «pull») gjennom verdistrømmen (produser etter faktisk etterspørsel).
5. *Perfeksjoner* verdistrømmen gjennom kontinuerlig forbedring.

Med et slikt abstraksjonsnivå har brukerne et betydelig handlingsrom til å velge ut deler av konseptet som passer inn i egen kontekst. Videre er lean et godt eksempel på et konsept som innfrir samfunnets normer knyttet til økt produktivitet, innovasjon og kundetilfredshet. Konseptet gir løfter om forbedring hvor som helst og med hvem som helst (Womack et al., 1990), og har fått en sterk posisjon i Norge, både i og utenfor produksjonsindustri (Madsen et al., 2019). I norsk sammenheng er lean også gitt en særnorsk fortolkning hvor medbestemmelse, teamarbeid og partnerskap vektlegges på virksomhetsnivå (Rolfsen, 2014).

Internasjonalisering av konsepter

Det andre hovedtemaet omhandler internasjonalisering av konsepter og praksiser, og avveininger mellom standardisering og tilpasning når disse overføres på tvers av geografiske lokasjoner.

Rasjonale for standardisering er at det gir en felles plattform for forbedringsarbeid, herunder prinsipper og verktøy for prosessforbedring. Studier de siste 30 årene har imidlertid avdekket store utfordringer knyttet til multinasjonale selskapers forsøk på å standardisere forbedringsprogrammer. Når et konsept eller en praksis skal distribueres, møter det ulike teknologiske, kulturelle og politiske situasjoner. Disse ulikhetene utfordrer standardiseringen, og for at konseptet skal kunne innføres, må enhetene tilpasse eller «hybridisere» (Wallace, 2004) det. Et betydelig antall studier dokumenterer dette i praksis (f.eks. Ansari et al., 2014; Kostova, 1999; Netland, 2014; Wallace, 2004) og beskriver standardisering som «unntaket, og ikke regelen» (Ansari et al., 2014, s. 1314).

I stedet for å kopiere et konsept skreddersyr selskapet sitt eget program.

Bedriftsspesifikke produksjonssystemer

Som en reaksjon på utfordringene knyttet til fortolkning og internasjonal overføring har selskaper utviklet nye strategier for å innføre organisasjonskonsepter. I stedet for å kopiere et konsept skreddersyr selskapet sitt eget program, bygget på ett eller flere standardkonsepter (Netland, 2013, 2014). Fenomenet går under navnet bedriftsspesifikke produksjonssystemer (*company-specific production systems*, forkortet XPS) og synes å være en trend blant produksjonsbedrifter (Netland, 2014). Utvelgelsen av konsepter, tilpasningen og justeringen til selskapets egenart finner sted på et overordnet nivå, sterkt støttet av toppledelsen i selskapet (Netland, 2013, 2014). Deretter blir programmet distribuert til selskapets (globale) organisasjon. Den innledende tilpasningen skal bidra til å sikre bedre forankring og standardisering på tvers av lokasjoner.

Litteraturen om produksjonsledelse betrakter gjerne disse produksjonssystemene som et verktøy for å identifisere og distribuere (antatt) beste praksis. Med tanke på å løse utfordringene beskrevet ovenfor, vil vi fremheve at et XPS også har to andre viktige funksjoner. For det første kan et XPS stimulere til organisasjonslæring, med andre ord til å søke etter og erverve ny kunnskap som endrer organisasjonens formelle og uformelle rutiner (Argote et al., 2021; Ingvaldsen & Engesbak, 2020). For det andre kan et XPS bidra til å bygge organisasjonskultur ved å klargjøre verdier og prinsipper og å utfordre ansattes grunnleggende antakelser (Schein, 2010). Disse to funksjonene henger sammen; ikke minst kan store forbedringer oppnås når det å løse produksjonsproblemer og

Tabell 1. Oversikt over datamateriale.

Fabrikkbesøk	Observasjoner	Intervjuer	Arkivdata
Toyota-fabrikk, USA	Ett fabrikkbesøk. Besøket var en del av Elkems ledertrening hvor toppledere fikk møte tidligere fabrikkseier og fikk omvisning på fabrikk.		Historisk materiale samt opplæringsmateriale
Fire Elkem-verk, Norge	Én uke per verk. Ett verkbesøk omfattet også EBS Assessment-program. Morgenmøter, kritiske prosess (CPS) møter, tillitsmannsmøter, dag- og nattskift, to guidede turer på verket.	4 toppledere 22 mellomledere 20 operatører	EBS, skriftlig materiale Assessment, skriftlig materiale Verkpresentasjoner
Elkem-verk, Brasil	Én uke. Morgenmøter, kritiske prosessmøter (CPS), tillitsmannsmøter, dag- og ettermiddagsskift, to guidede turer på verket.	Toppleder 5 mellomledere 4 operatører	EBS, skriftlig materiale Assessment, skriftlig materiale Verkpresentasjon
Elkem-verk, Kina	Én uke. Morgenmøter, kritiske prosessmøter (CPS), tillitsmannsmøter, dag- og ettermiddagsskift, to guidede turer på verket.	Toppleder 5 mellomledere 6 operatører	EBS, skriftlig materiale Assessment, skriftlig materiale Verkpresentasjon
Diverse	EBS Universitet, én uke	12 intervjuer med tidligere toppledere og andre ledere i Elkem	EBS, skriftlig materiale Selskapets økonomireultat Presentasjon av selskapet og dets historie

å søke etter ny kunnskap blir institusjonalisert som forventninger til ansatte i bedriften (jf. Besser, 1996).

2. Datagrunnlag og metode

Vår forskning på Elkem har et casestudie-design, hvor vi rekonstruerer utviklingen av det fokale fenomenet (EBS) over tid i sin organisatoriske kontekst (Langley, 1999; Yin, 2011). Det empiriske materialet er hentet fra førsteforfatterens nylig avsluttede doktorgradsprosjekt ved Handelshøyskolen ved Universitetet i Agder. Data ble innhentet i tidsrommet 2017 til 2020. Se tabell 1 for en oversikt over enheter og utvalg av informanter.

Vi brukte prosessanalyse (Langley, 1999) til å fortolke det empiriske materialet. Et slikt metodisk rammeverk brukes til å forstå hvordan handlinger i en tidsperiode endrer konteksten for handlinger i påfølgende perioder. Våre funn presenteres derfor i det følgende som et narrativ hvor sentrale hendelser og aktører trekkes frem.

I løpet av prosjektet kom kandidaten etter hvert svært tett på Elkem og utviklet tette relasjoner til flere av de sentrale aktørene rundt EBS. For å sikre nødvendig avstand

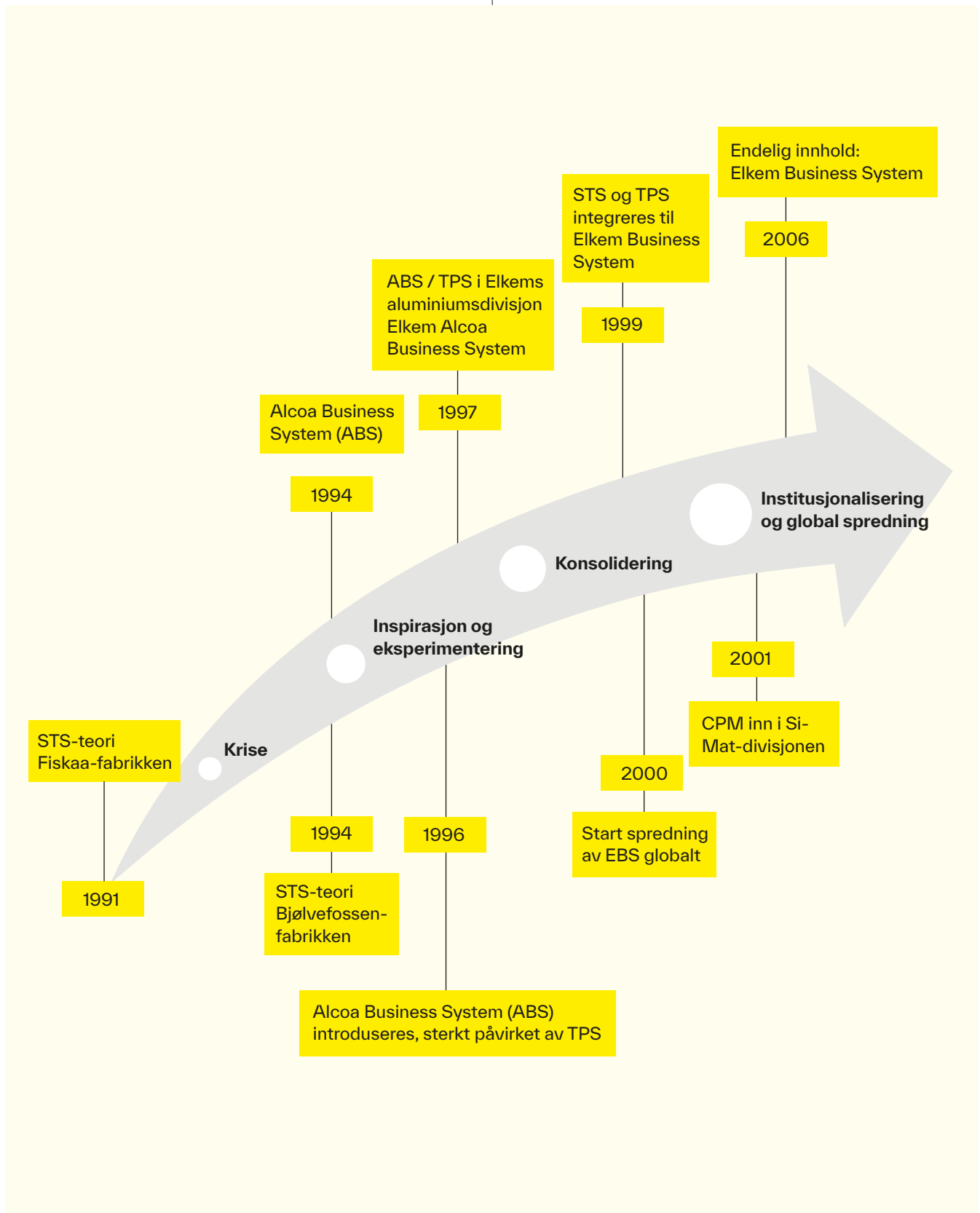
valgte kandidaten en refleksiv metodologi som innebærer systematisk, kritisk refleksjon over forskerens rolle når data fortolkes (Alvesson & Skjoldberg, 2018). Øvrige forfattere har vært sentrale i å utforme studiedesign, utfordre prelimære funn og lansere alternative tolkninger for å sikre nødvendig objektivitet og distanse mellom førsteforfatter og Elkem.

3. Funn

Elkem brukte 15 år på å utvikle og innføre sitt forbedringsprogram og har siden 2006 systematisk distribuert dette i sin globale organisasjon. I retrospekt finner vi at prosessen hadde fire hovedfaser (se også figur 1):

- *Krise (ca. 1991–1994)*, som i hovedsak handlet om å sikre videre drift, sterkt preget av innsparingstiltak.
- *Inspirasjon og eksperimentering (ca. 1994–1998)*, hvor ulike konsepter bidro til inspirasjon og fornyet tro på vekst i selskapet. I tillegg ble konseptene aktivt brukt til å eksperimentere med nye arbeidsprosesser og organisasjonsformer i ulike deler av organisasjonen.

Figur 1. Utvikling, innføring og distribuering av EBS i Elkem ASA.



- *Konsolidering (ca. 1998–2000)*, hvor læringen fra eksperimenteringen ble konsolidert til et første utkast av EBS.
- *Institusjonalisering og global spredning (ca. 2000–)*, hvor det endelige EBS ble utformet, ressurser til institusjonalisering ble allokert samt at EBS ble spredt globalt og standardisert gjennom aktiv utvikling av organisasjonskulturen i selskapet.

Fase 1: Krise

Den første fasen var en kamp for å overleve, hvor Elkem la stor vekt på kostkutt og nedbemanning. Svært få hadde tro på selskapets fremtid:

For å være helt ærlig, grunnen til at [EBS] ble en suksess, var at det kom som følge av desperasjon. Selv toppledelsen var ikke overbevist om at selskapet kunne bli reddet.

(Tidligere CEO Elkem, 2019)

Usikkerhet medførte også sterk vilje til å prøve nye konsepter og ta radikale grep. Alcoa var Elkems nære partner i aluminiumsdivisjonen og hadde som langvarig underleverandør til Toyota lært prinsippene i lean og utviklet sitt eget produksjonssystem, Alcoa Business System (ABS). Toppledelsen i Elkem ble umiddelbart begeistret for konseptet og så på lean som en redningspakke som kunne hindre konkurs. I 1994 sendte derfor Elkem sine første ressurspersoner til USA for å lære om konseptet, og i 1995 startet arbeidet med å lage et eget treningsprogram.

Parallelt med kostkuttprogrammet og den første introduksjonen til lean ble det initiert et eget utviklingsprosjekt på Fiskaa Verk i Kristiansand. Prosjektet var del av den daværende Brundtland-regjeringens ambisjon om å videreføre norsk arbeidslivstradisjon med vekt på bred arbeidstakermedvirkning i organisasjonsutvikling (Aslaksen, 1999). Fiskaa verk ble plukket ut, og en aksjonsforsker fikk i oppdrag å eksperimentere med sosioteknisk systemteori (STS) (Trist, 1981) som konsept for å skape økt produktivitet gjennom å involvere de ansatte. Prosjektet markerte starten på et langsiktig samarbeid som skulle få en avgjørende innvirkning på utviklingen av Elkems endelige forbedringsprogram.

Fase 2: Eksperimentering

I denne fasen fant vi at Elkem brukte STS og lean som virkemiddel for eksperimentering på ulike nivåer i organisasjonen. Eksperimenteringen i denne fasen førte til en omfattende læringsprosess hvor konseptene ble kombinert og tilpasset Elkems produksjon. Tre konkrete hendelser ble avgjørende i denne fasen.

Det første var en videreføring av STS i Fiskaa-prosjektet til verket i Bjølvfossen. Denne gangen ble prosjektet initiert av toppledelsen på verket og bidro sterkt til utvikling og prosessforbedring, forankret i medvirkning og aktiv deltakelse fra produksjonsgulvet (Aslaksen, 1999). Bjølvfossen-prosjektet markerte også første gang topplerer ble introdusert til STS.

Det andre tiltaket var et organisasjonsutviklingsprosjekt som involverte alle verkene i den globale organisasjonen. Tiltaket ble viktig for videre eksperimentering samtidig som det skapte arenaer for læring på tvers i orga-

Figur 2. Grunnleggende EBS-prinsipper (revidert).



nisasjonen. I 1996 hadde de ulike verkene i den globale organisasjonen begrenset samarbeid, de konkurrerte internt, det var en betydelig ovenfra-og-ned relasjon mellom konsernledelsen og lokale anlegg, og forholdet mellom fagforeningene og konsernledelsen var anstrengt (Aslaksen, 1999). Gitt denne situasjonen ble Elkem Leadership Conference (ELC) opprettet med to hovedmål:

1. Å skape arenaer for dialog, refleksjon og læring mellom toppledelsen og verkene.
2. Å sette i gang prosesser for å forbedre den globale produksjonsytelsen.

ELCs deltakere var ledere ved verkene, totalt 100 personer fordelt på 17 ledergrupper og 14 lokasjoner. ELC-prosjektet fulgte samme struktur som prosjektene ved Fiskaa og Bjølvfossen, og flere tiltak ble iverksatt på tvers av det globale nettverket som bidro til bedre produksjonsytelse. Konkret ble lederne gitt opplæring i grunnprinsippene i STS samtidig som de ble utfordret til å definere hvordan de skulle jobbe med prosessforbedring på egne verk. Resultater fra arbeidene ble så brakt tilbake til ELC-gruppen for å sikre kunnskapsdeling og synliggjøring av oppnådde resultater.

Et tredje eksperimentet startet i 1998. Ved siden av ELC-prosjektet ble lean prøvd ut i Elkems aluminiumsdivisjon. Divisjonssjefen ledet prosjektet parallelt med det som foregikk i resten av Elkems organisasjon. I 1998 startet en treningsgruppe arbeidet med å innføre lean-prinsippene på de to norske verkene, og det ble utviklet et eget forbedringsprogram for aluminiumsdivisjonen: Elkem Aluminium Business System (EABS). Samtidig ble dette arbeidet betydelig påvirket av STS-ideer fra resten av organisasjonen.

Da verktøyene for kontinuerlig forbedring ble introdusert, meldte for eksempel operatørene inn mange forslag. Det var imidlertid betydelige variasjoner i faktisk gjennomføring av forbedringstiltak mellom de ulike skiftene, noe som viste seg å kunne spores tilbake til skiftlederne. Som en tidligere skiftleder selv forklarte:

Vi ble brukt som en kommunikasjonskanal for å kommunisere problemene i systemet. Flere ledere tok ikke problemene videre, og da ble ingenting gjort med problemene. Vi skjønnte da at problemet var lederne selv.

STS og prinsippet om selvstyrte arbeidsgrupper var nå kjent i Elkem og ble derfor den nærliggende løsningen på et problem ved innføringen av lean. I løpet av 1998 og 1999 ble alle skiftledere fjernet, og produksjonslinjene ble teambaserte.

I denne fasen spilte toppleder en viktig rolle i å skape tro og optimisme, og bidro til å endre perspektivet fra kort-siktige kostnader til prosessforbedring (Aslaksen, 1999). Konkret besøkte topplederen alle de 30 globale verkene to ganger hvert år fra 1994 til 2000, noe som utgjorde en reiseaktivitet på mer enn ett besøk per uke i seks år. Toppleder kan videre beskrives som en orkestrator som koordinerte de distribuerte læringsprosessene som fant sted. Toppleder hadde ikke en masterplan for utviklingen av EBS, men en sterk tro på at konseptene og de nye organisasjonsstrukturene som ble introdusert, ville redde selskapet. Han sikret også at læringen ble samlet opp og brakt videre i organisasjonen. Han ansatte aksjonsforskeren som HR-direktør og igangsatte ELC-prosjektet.

Fase 3: Konsolidering

Resultatene av eksperimenteringen beskrevet i forrige avsnitt ble presentert for konsernledergruppen på et møte i Mosjøen i 1999. Møtet var en del av det pågående ELC-prosjektet, og det samlet hele ledergruppen fra alle Elkems anlegg. På dette møtet bestemte administrerende direktør sammen med de andre lederne at EABS skulle endre navn til Elkem Business System (EBS). Det ble også vedtatt at skriftlig materiale fra EABS skulle justeres i EBS for å gjenspeile kombinasjonen og tilpasningen av STS og lean. Eksempelvis ble *Processes in control* (figur 2) lagt til for å understreke betydningen av prosessforbedring i EBS. Senere ble *Empowered people* fremhevet for å understreke betydningen av operatørenes medvirkning og kompetanse. I dag plasseres denne verdien i sentrum når EBS blir visualisert (figur 2).

Fase 4: Institusjonalisering og global spredning

Toppledelsen i Elkem allokerte betydelige ressurser for å sikre institusjonalisering av EBS. Konkret ble det opprettet et eget EBS-senter som skulle koordinere og støtte alle EBS-aktiviteter i selskapet. Det ble også iverksatt årlig ledertrening for alle ledere i selskapet. Et eget EBS-universitet ble opprettet for å skolere operatører, mellomledere og toppledere. Det ble etablert et *Assessment*-program for evaluering av EBS-implementeringen samt et gjennomgående rapporterings- og visualiseringssystem for synliggjøring av forbedring på alle nivåer. Det ble også utnevnt egne EBS-koordinatorer på verkene og i divisjonene samt opp-

fordret til fagsamlinger og læring på tvers av landegrensene. Under verksbesøkene i Norge, Kina og Brasil fant vi at alle verkene hadde innført verktøyene fra lean (f.eks. verdistrømsanalyse, 5S og A3). I tillegg hadde verkene i betydelig grad innført prinsippene om teamorganisering, hvor operatørene var gitt myndighet til å ta egne beslutninger i sine daglige arbeidsoppgaver. Eksempelvis fant vi at formenn var fjernet fra produksjonsgulvet i Norge og Brasil, og at den kinesiske fabrikk var i ferd med å gjennomføre dette da vi gjorde vår datainnsamling. Følgende sitater er illustrerende:

Ja, [...] Vi trengte å forbedre vår produktivitet. En måte var å endre organisasjonen ved å fjerne mellomledere. Jeg kunne gjøre det slik jeg ville, og jeg bestemte meg for å gjøre det via EBS [...] fordi jeg har sett verket i Norge og modenheten til de ansatte der, noe vi ikke har her i Brasil. (Fabrikk-sjef Brasil, 2018)

Jeg bruker 90 prosent av arbeidstiden min alene uten tilsyn av min leder. De fleste av oppgavene mine løser jeg alene. (Operatør på kinesisk fabrikk, 2019)

Videre fant vi at alle verkene engasjerte sine ansatte i kontinuerlige forbedringsaktiviteter, med mål om forbedret ytelse på kritiske produksjonsvariabler så vel som på HMS og vedlikehold.

I intervjuene refererte verksjefene til EBS som «religion».

Institusjonaliseringstiltakene, spesielt EBS-universitetet, Assessment-programmet og ledertreningen synes å ha spilt en avgjørende rolle i å forklare disse observasjonene. For eksempel fant vi i våre intervjuer med verksjefene i de ulike landene en påfallende lik tilnærming til ledelse. Deres årelange opplæring og trening i EBS så ut til å ha resultert i et sterkt engasjement. I intervjuene refererte verksjefene til EBS som «religion» og «en måte å tenke på innen alle områder i livet». Verksjefene brukte også mye energi på å påvirke mellomledere og ingeniører til å følge EBS. Dette ble gjort på flere områder: morgenmøter, problemløsningsmøter, lunsjpauser, møter om kritiske prosesser, sosiale arrangementer og i den daglige oppfølgingen. Verksjefene uttrykte også sin sterke tilslutning til EBS ved å ha på seg samme arbeidsklær som operatører på anlegget, noe som synliggjorde at «vi deler alle den samme troen» på fabrikk-gulvet. Når eventuell motstand oppsto blant mellomledere, var dette ofte knyttet til hvordan operatørene skulle involveres, eller hvordan problemløsning skulle gjennomføres. Prosesser ble da gjennomført for å forankre EBS, hvor bruken av vitenskapelige verktøy og deduktive metoder ble fremhevet, kombinert med sterk tro på å involvere de ansatte på fabrikk. I stedet for å fortelle mellomledere

hvordan de skulle løse problemet, oppfordret toppledere dem til å bruke EBS-verktøyene og erfare effekten av løsningene de selv valgte. Gjennom denne selvopplevelsesprosessen fikk mellomledere en ny forståelse av problemløsning og potensialet i EBS.

Verksjefene og operatørene rapporterte også å ha sitt eget Mekka å besøke. Det norske verket i Kristiansand ble beskrevet som bekreftelsen på at EBS var en suksess, og at deres tro var riktig. På den kinesiske fabrikken rapporterte de fleste mellomledere og flere operatører at de jevnlig ble sendt til Norge for å se og lære om forbedringsprogrammet. Den kinesiske verksjefen hevdet også å ha besøkt verket minst 50 ganger i løpet av de siste 10 årene for å studere hvordan produksjonslinjen var organisert på det norske anlegget.

Funnene fra våre undersøkelser ble speilet tilbake til Elkem for validering. Der ble funnene anerkjent som troverdige. Som et medlem i toppledergruppa uttrykte det:

Dette er *spot on*, men vi har aldri adressert det slik før. Ja, det er nesten en religiøs tro, og dere har beskrevet noe som har vært rett foran øynene våre. Og ja, det er derfor vi lykkes. (Toppleder Elkem, våren 2018)

4. Diskusjon og konklusjon

Våre funn tyder på at Elkem lyktes med å utvikle, innføre og distribuere sitt forbedringsprogram EBS, og at dette bidro til å skape kontinuerlig prosessforbedring i deres globale organisasjon. To lærdommer er særlig relevante for organisasjoner som ønsker å skape sitt eget forbedringsprogram: (1) Elkems bruk av standardkonsepter som utgangspunkt for å skape organisatorisk læring, og (2) kulturbygging brukt som virkemiddel for å standardisere forbedringsprogrammet på tvers av lokasjoner.

Organisatorisk læring

Elkem utviklet ikke sitt forbedringsprogram gjennom en rasjonell beslutningsprosess. Det var ingen masterplan hvor toppledelsen (eller andre) først evaluerte selskapets særtrekk, styrker og svakheter, for så å velge ut en kombinasjon av organisasjonskonsepter. Våre funn viser snarere at Elkem la til rette for en omfattende *organisatorisk læringsprosess* som varte i 15 år og fortsatt pågår. Inspirasjonskildene var mange og ulike: lean og japanske produksjonsmetoder, Alcoas produksjonssystem tilpasset prosessindustri, sosioteknisk systemteori, og organisasjonsutvikling innenfor rammene av en norsk samarbeidsmodell. Et sentralt poeng er at de ulike konseptene ikke ble tatt inn som ferdige løsninger, men som et utgangspunkt for lokale eksperimenter.

I et slikt perspektiv er den sentrale utfordringen ved etableringen av et produksjonssystem å finne balansen mellom å oppmuntre til lokal eksperimentering og å konsolidere en felles tilnærming. Med andre ord har vi å gjøre med en klassisk avveining mellom sentraliserte (planlagte) og desentraliserte (fremvoksende) strategier for endring (Holmemo & Ingvaldsen, 2018). I Elkems tilfelle ser vi at desentralisert eksperimentering langt på vei gikk forut for sentralisert planlegging og formalisering. Toppleders rolle kan trolig best beskrives som orkestrator av læring. Hans aktive rolle startet i andre fase, hvor han inspirerte medar-

beiderne til å eksperimentere med ideer både innenfra og utenfor selskapet. Nye tiltak fikk lov til å blomstre i organisasjonen, og på et tidspunkt ble disse ideene konsolidert til det endelige EBS. Videre allokerter toppleder betydelige ressurser for å sikre institusjonalisering, og det ble opprettet enheter for å opprettholde, utvikle og spre EBS. Dette indikerer en viktig bevissthet om utfordringene ved å stimulere og opprettholde organisasjonsendring (Buchanan et al., 2005).

Våre funn har praktiske implikasjoner for ledere som ønsker å bruke standardkonsepter til å skape organisatorisk læring. Lederen må evne å involvere organisasjonen gjennom eksperimentering. Sentralt er lederens evne til å fange opp essensen av de tiltenkte og utilsiktede læringsopplevelsene som finner sted, og å etablere arenaer for kunnskapsdeling både vertikalt og horisontalt i organisasjonen.

Global kulturbygging

Det andre hovedpoenget er hvordan Elkem brukte kulturbygging som virkemiddel for å standardisere forbedringsprogrammet på tvers av lokasjoner. Trolig var tiltakene for institusjonalisering sentrale: EBS-universitetet, Assessment-programmet, ledertreningen og topplers egenhendige spredning av budskapet. Denne satsningen på å bygge organisasjonskultur systematisk synes å ha påvirket og re-strukturert *grunnleggende antakelser* (Schein, 2010) hos ledere og medarbeidere i selskapet, spesielt omkring ansattes medvirkning og systematikk i forbedringsarbeid. Oppsiktsvekkende funn ble gjort knyttet til denne kulturbyggingen. Forskning på globale kulturforskjeller har i en årrekke understreket utfordringene med å lede på tvers av landegrenser fordi sosiale og kulturelle forskjeller synes uoverkommelige. Fabrikker i Kina og Brasil blir for eksempel ofte beskrevet som svært hierarkiske med betydelig maktavstand (Hofstede, 2011), men i Elkem har de altså innarbeidet et organisasjonsdesign preget av selvstyring.

Også her har våre funn praktiske implikasjoner. For det første må lederen forstå viktigheten av sin egen tilstedeværelse for å sikre kulturbygging. Det innebærer stor grad av dedikasjon, ofte kombinert med høy reiseaktivitet. For det andre må ressurser brukes på langsiktige institusjonaliseringsaktiviteter. Dette kan omfatte strukturelle endringer (for eksempel ved å organisere eget utviklingssenter, innføre rapporteringssystemer, etablere egne endringsagenter i divisjonene) eller mer skolerende aktiviteter som opplæringsprogrammer, ledertrening og evalueringsprogrammer.

Studiens begrensninger

Andre bedrifter som satser på systematisk prosessforbedring, vil gjennomgå sine individuelle reiser. De fire fasene vi identifiserte hos Elkem, er således ikke et generaliserbart mønster eller en oppskrift på hvordan forbedringsprogrammer bør settes ut i live. I Elkems historie er det særlig to fordelaktige faktorer som ikke nødvendigvis er til stede for andre. For det første skapte krisen på 1990-tallet et kraftig insentiv til å søke etter nye løsninger. For det andre opererer Elkem i en bransje hvor innovasjon typisk skjer ved at ny kunnskap (eller teknologi) legges til, heller enn å erstatte kunnskapen som finnes i organisasjonen fra

før (Ingvaldsen & Engesbak, 2020). Derfor egner den seg særlig godt for inkrementell prosessforbedring, som både lean og STS legger opp til. I andre bransjer preget av raskere teknologiskifter vil nok både valget av konsepter og dynamikken ved innføring være annerledes.

REFERANSER

- Abrahamson, E. (1996). Management fashion. *Academy of Management Review*, 21(1), 254–285.
- Alvesson, M. & Skjoldberg, K. (2018). *Reflexive methodology: New vistas for qualitative research*. Sage.
- Ansari, S., Reinecke, J. & Spaan, A. (2014). How are practices made to vary? Managing practice adaptation in a multinational corporation. *Organization Studies*, 35(9), 1313–1341.
- Argote, L., Lee, S. & Park, J. (2021). Organizational learning processes and outcomes: Major findings and future research directions. *Management Science*, 67(9), 5399–5429.
- Aslaksen, K. (1999). *Strategies for change in corporate settings: A study of diffusion of organizational innovations in a Norwegian corporation* [Ph.d.-avhandling]. Norges teknisk-naturvitenskapelige universitet.
- Benders, J., van Grinsven, M. & Ingvaldsen, J. A. (2019). The persistence of management ideas: How framing keeps «Lean» moving. I A. Sturdy, S. Heusinkveld, T. Reay & D. Strang (Red.), *The Oxford handbook of management ideas* (s. 271–285). Oxford University Press.
- Besser, T. L. (1996). *Team Toyota: Transplanting the Toyota culture to the Camry plant in Kentucky*. State University of New York Press.
- Bodrožić, Z. & Adler, P. S. (2018). The evolution of management models: A neo-schumpeterian theory. *Administrative Science Quarterly*, 63(1), 85–129.
- Buchanan, D., Fitzgerald, L., Ketley, D., Gollop, R., Jones, J. L., Lamont, S. & Whitby, E. (2005). No going back: A review of the literature on sustaining organizational change. *International Journal of Management Reviews*, 7(3), 189–205.
- Hekneby, T., Ingvaldsen, J. A., & Benders, J. (2020). Managing adoption by cultural development: Exploring the plant level effect of a 'Company Specific Production System'(XPS) in a Norwegian multinational company. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 13(2), 402–416.
- Hekneby, T., Benders, J. & Ingvaldsen, J. A. (2021a). Not so different altogether: Putting Lean and sociotechnical design into practice in a process industry. *Journal of Industrial Engineering and Management*, 14(2), 219–230.
- Hekneby, T., Ingvaldsen, J. A. & Benders, J. (2022). Orchestrated learning: creating a company-specific production system (XPS). *International Journal of Lean Six Sigma*, 13(2), 361–381.
- Hofstede, G. (2011). Dimensionalizing cultures: The Hofstede model in context. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1), <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014>
- Holmemo, M. D. Q., & Ingvaldsen, J. A. (2018). Local adaption and central confusion: decentralized strategies for public service Lean implementation. *Public Money & Management*, 38(1), 13–20.
- Ingvaldsen, J. A., & Engesbak, V. (2020). Organizational learning and bureaucracy: an alternative view. *The Learning Organization*, 27(5), 403–415.
- Ingvaldsen, J. A., Rolfsen, M. & Finsrud, H. D. (2012). Lean organiser i norsk arbeidsliv: Slutten på medvirkning? *Magma*, 15(4), 42–50.
- Kostova, T. (1999). Transnational transfer of strategic organizational practices: A contextual perspective. *Academy of Management Review*, 24(2), 308–324.
- Langley, A. (1999). Strategies for theorizing from process data. *Academy of Management Review*, 24(4), 691–710.
- Madsen, D. Ø., Berg, T., Stenheim, T., Moum, J. V., Bordewich, I. O. & Storsveen, M. (2019). The long-term sustainability of lean as a management practice: Survey evidence on diffusion and use of the concept in Norway in the period 2015–2017. *Sustainability*, 11(11), 3120.
- Netland, T. H. (2013). Exploring the phenomenon of company-specific production systems: One-best-way or own-best-way? *International Journal of Production Research*, 51(4), 1084–1097.
- Netland, T. H. (2014). Coordinating production improvement in international production networks: What's new? I J. Johansen, S. Farooq & Y. Cheng (Red.), *International Operations Networks* (s. 119–132). Springer.
- Pettigrew, A. M. (1987). Context and action in the transformation of the firm. *Journal of Management Studies*, 24(6), 649–670.
- Rolfsen, M. (2014). *Lean blir norsk*. Fagbokforlaget.
- Røvik, K. A. (2016). Knowledge transfer as translation: Review and elements of an instrumental theory. *International Journal of Management Reviews*, 18(3), 290–310.
- Schein, E. H. (2010). *Organizational culture and leadership*. John Wiley & Sons.
- Sirmon, D. G., Hitt, M. A., Ireland, R. D. & Gilbert, B. A. (2011). Resource orchestration to create competitive advantage: Breadth, depth, and life cycle effects. *Journal of Management*, 37(5), 1390–1412.
- Sogner, K. (2014). *Creative power: 1904–2014, Elkem 110 years*. Messel Forlag.
- Trist, E. (1981). *The evolution of socio-technical systems* [Occasional paper no. 2]. Ontario Quality of Working Life Centre.
- Wallace, T. (2004). Innovation and hybridization: Managing the introduction of lean production into Volvo do Brazil. *International Journal of Operations & Production Management*, 24(8), 801–819.
- Womack, J. P., Jones, D. T. & Roos, D. (1990). *The machine that changed the world*. Simon & Schuster.
- Yin, R. K. (2011). *Applications of case study research*. Sage.

Hva er ditt neste karrieresteg?



Vårt karrieresenter hjelper deg videre på econa.no/karriere

- Karriererådgivning
- Lønnsrådgivning
- CV- og søknadshjelp
- Intervjutrening
- Gjennomlesning av kontrakt
- Mentorordning
- Karrierekurs og webinarer



Er du oppdatert?

- 1000,- i avslag på NHH Executive Online Moduler
- 5% på videreutdanning på BI
- 20% på PRINCE2® sertifisering

”

*Det å holde deg faglig oppdatert
er det beste du kan gjøre for deg selv,
din nåværende og din fremtidige arbeidsplass.*

Gry Skjellevik, fagansvarlig livslang læring, Econa