



Social Impact Bonds

Når lønner det seg å inngå en Social Impact Bond?

Serine Jonassen

Veileder: Aksel Mjøs

Masterutredning: Finansiell Økonomi

NORGES HANDELSHØYSKOLE

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

Sammendrag

De siste årene har investorer verden rundt blitt mer opptatt av sosial avkastning og investeringer med dobbel bunnlinje. Denne etterspørselen har ført til innovasjon og utvikling av nye typer investeringsobjekter. Social Impact Bonds (SIB) er ett av de nye objektene som gir investor muligheten til å kombinere finansiell og sosial avkastning.

Verdens første SIB ble utviklet av Social Finance i Storbritannia og var i utgangspunktet en innovativ metode for å finansiere offentlige forebyggende tiltak. Obligasjonen bygger på at forebyggende tiltak vil føre til kostnadsbesparelser for myndighetene i fremtiden, og at myndigheten kan bruke en andel av dette til å tilbakebetale investorene med avkastning.

Siden den første utstedelsen av SIB i Storbritannia i 2009, har obligasjonen spredd seg til 53 unike tilfeller og 15 land. I Norge har justiskomiteen enstemmig vedtatt at de vil ha et pilotprosjekt på Social Impact Bonds for å forebygge tilbakefall til kriminalitet.

Formålet med denne oppgaven er å introdusere SIB for det norske investormarkedet og analysere hvordan obligasjonen kan skape verdi for de ulike aktørene i avtalen. Gjennom fire deler gir oppgaven en omfattende beskrivelse og utledning av SIB som instrument og partene som inngår i kontrakten. Analysene bygger på mikroøkonomisk konsumentteori og finansiell teori om obligasjonsprising, aksjeprising og investeringsanalyse.

Hovedkonklusjonen i oppgaven er at det lønner seg å inngå en SIB når to kriterier er oppfylt.

- 1) Den aktuelle obligasjonen må være økonomisk lønnsom for alle parter. Fordi SIB er komplekse, mangler standardisering og ikke handles innebærer dette at den neddiskonterte forventede kontantstrømmen må være positiv. Alternativavkastningen bør settes til risikofri rente med et sjablongmessig påslag for risiko.
- 2) Den totale nytteverdien av både finansiell og sosial avkastning, samt andre fordeler og ulemper, må være positiv. Sosial avkastning estimeres ved endring i en gitt måleindikator og nytteverdien avhenger av den enkelte aktørs subjektive nyttefunksjon.

Opgaven avsluttes med å analysere lønnsomheten i obligasjonen «Newpin Social Benefit Bond».

Forord

Gjennom hele studiet på NHH har jeg som student opplevd et økende fokus på den innvirkningen bedrifter har på samfunnet. Vi har diskutert samfunnsansvar og bærekraft innen samfunnsøkonomi, strategi, markedsføring og etikk. Det eneste stedet samfunnsansvar sjelden blir diskutert, er i finans. Min motivasjon for å skrive denne oppgaven har derfor vært å lære mer om sosiale investeringer og å øke fokuset på samfunnsansvar i finans blant mine medstudenter.

Gjennom arbeidet med oppgaven har jeg erfart at det sosiale investeringsmarkedet er lite, men fullt av ildsjeler. Jeg har lært hvor vanskelig det er å benytte teoretiske økonomiske modeller på komplekse samfunnsutfordringer og hvordan man kan analysere finans på et kvalitativt nivå. Jeg håper denne utredningen kan bidra til å gi flere innsikt i Social Impact Bonds spesielt og sosiale investeringer generelt.

Jeg ønsker å takke Anders Aabo i Voxtra, Camilla Backström i Social Innovation, Sophie Gardiner fra The Brookings Institution, Steve Godeke i Godeke Consulting, Per Haagensen i resonsAbility Nordics AS, Katina Greve Leiner i Ferd Sosiale Entreprenører, Tatenda Nyamuda i D. Capital og Elyse Sainty i Social Ventures Australia. De har alle bidratt med gode samtaler, oppklarende svar og mye inspirasjon. En spesiell takk rettes til Annika Tverin i Social Finance UK som har gitt meg mye innsikt og kunnskap om SIB-markedet. En stor takk rettes også til veileder, Aksel Mjøs, for mye engasjement og god oppfølging og tilbakemelding.

Bergen, Juni 2016

Serine Jonassen

Innhold

Sammendrag	1
Forord	2
Figuroversikt	6
Tabelloversikt.....	7
Introduksjon	8
Metode.....	9
Arbeidet med oppgaven	9
Begrensninger.....	10
Del A - Beskrivelse av Social Impact Bonds	12
A.1 Teknisk beskrivelse	12
A.1.1 Definisjon	12
A.1.2 Interessentanalyse: Hvilke aktører påvirkes av SIB?	13
A.1.3 Hvordan foregår en SIB-prosess?.....	15
A.1.4 En kontrakt heller enn en obligasjon	19
A.2 Historisk utvikling og bakgrunn.....	20
A.2.1 Startet opp i Storbritannia.....	20
A.2.2 SIB spres globalt	21
A.2.3 Geografiske forskjeller	23
A.2.4 Ulike sosiale formål.....	24
A.2.5 Oppmerksomhet i Norge	25
A.3 Beskrivelse av trender og fremtidig utvikling.....	26
A.3.1 Aktørenes erfaringer fra SIB-markedet.....	26
A.3.2 Tre scenario for utviklingen av SIB	28
A.3.3 Etterspørsel for sosiale investeringer generelt.....	29
Del B – Hvilke insentiver har partene til å inngå SIB-avtaler?.....	31

B.1 Hvem er de ulike aktørene?	31
B.1.1 Investorene.....	31
B.1.2 Myndighetene	36
B.1.3 Tjenesteleverandørene	36
B.2 Aktørenes insentiver	37
B.2.1 Undersøkelsenes hovedfunn	38
B.2.2 Investorers insentiver til å investere i SIB	39
B.2.3 Myndighetenes insentiver til å investere i SIB	44
B.2.4 Tjenesteleverandørenes insentiver til å investere i SIB	46
B.3 Når vil partene inngå en SIB-kontrakt?	48
B.3.1 Overordnet beslutningsmodell.....	48
B.3.2 Investorene.....	49
B.3.3 Myndighetene	58
B.3.4 Tjenesteleverandørene	65
Del C - Estimering av finansiell og sosial avkastning for investor	73
C.1 Hvilken kapital er investert i SIB?	73
C.1.1 Teori: Hva er forskjellen på egenkapital og gjeld?.....	73
C.1.2 Analyse: Er investeringene i SIB i hovedsak egenkapital eller gjeld?	74
C.1.3 Empiri: Hvordan er dagens investeringsforhold fordelt på egenkapital og gjeld?	77
C.2 Estimering av finansiell avkastning	80
C.2.1 Teori.....	80
C.2.2 Hvordan estimere finansiell avkastning i SIB?	83
C.2.3 Vurdering av risiko i SIB.....	91
C.3 Estimering av sosial avkastning	95
C.3.1 Hva er sosial avkastning?	95
C.3.2 Hvordan måle sosial avkastning?	97

C.3.3 Hvordan bør sosial avkastning måles for SIB?	104
Del D – Casegjennomgang	108
D.1 Totalmodell	108
D.1.1 Beslutningskriterier for de ulike aktørene i en SIB-avtale	108
D.1.2 Estimering av avkastning i SIB	109
D.2 Case-gjennomgang av Newpin Social Benefit Bond	109
D.2.1 Introduksjon til caset	110
D.2.2 Estimering av sosial avkastning	112
D.2.3 Estimering av finansiell avkastning	114
D.2.4 Vil det lønne seg for investorene?	122
D.2.5 Vil det lønne seg for myndighetene?	125
D.2.6 Vil det lønne seg for tjenesteleverandørene?	126
D.2.7 Oppsummering	127
D.3 Oppsummering og overordnet konklusjon fra bruk av totalmodell	128
Avsluttende oppsummering og konklusjon	129
Oppsummering	129
Konklusjon	130
Implikasjoner	131
Bibliografi	133

Figuroversikt

Figur A.1.1.1 - Enkel modell av Social Impact Bonds	13
Figur A.1.3.1 – Kontantstrøm i en SIB-kontrakt.....	18
Figur A.1.3.2 – Kontantstrøm i SIB med resirkulering.....	19
Figur A.2.2.1- Tidslinje, bygger på The Brookings Institution rapport fra 2015.....	21
Figur A.2.2.2 - Akkumulert vekst i antall utstedte obligasjoner, bygger på The Brookings Institutions rapport fra 2015	22
Figur A.2.3.1 - Geografisk spredning av antall SIB, bygger på The Brookings Institutions rapport fra 2015.....	23
Figur A.2.4.1 - Sosiale formål i SIB, bygger på The Brookings Institutions rapport fra 2015.....	24
Figur B.1.2.1 - Hvilke ulike nivåer av myndigheter som har utstedt en SIB-kontrakt.	36
Figur B.2.1.1 – SIB aktørers primære motivasjon, hentet fra: (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 25)	38
I sum viser undersøkelsene at kommersielle investorer har fem insentiver:.....	43
Figur C.1.3.1 – Fordeling av investorkategorier på investeringer med ekstra sikring for avkastningen.....	79
Figur C.1.3.2 – Andel sosiale investorer som har kontrakt med eller uten sikring.....	79
Figur C.2.2.1 - Valg av prisingsmodell for finansiell avkastning i SIB.....	90
Figur C.3.2.1 - De fem viktigste fasene i en SROI analyse	97
Figur D.2.1.2 - Struktur for kontantstrømmer i Newpin SBB.....	111
Figur D.2.3.2 – Forholdet mellom tilbakebetaling som andel av investert kapital og gjenforeningsrate	116
Figur D.2.3.3 – Mulig sannsynlighetsfordeling for gjenforeningsrate.....	121
Figur D.2.3.4 – Sannsynlighetstre for finansiell avkastning	122

Tabelloversikt

Tabell B.1.1.1 - Investorkategorier	32
Tabell B.3.3.1 – Myndighetenes inntekter og kostnader ved utstedelse av SIB	59
Tabell B.3.4.1 - Tjenesteleverandørenes inntekter og kostnader ved inngåelse av SIB	66
Tabell C.1.2.1 - Oppsummering av SIBs oppfyllelse av kriteriene for egenkapital og gjeld ..	77
Tabell D.2.2.1 - Scenario for sosial avkastning i Newpin SSB. Hentet fra (Social Ventures Australia, 2013, s. 16).	113
Tabell D.2.3.1 – Valg av verdsettelsesmodell for Newpin SBB	114
Tabell D.2.3.2 – Andel tilbakebetalt av investert kapital ved terminering	118
Tabell D.2.3.3 – Internrente ved ulike scenario for terminering.....	119
Tabell D.2.3.4 – Internrente ved ulike scenarioer for gjenforeningsrate	119
Tabell D.2.6.1. – Kontantstrømoppstilling for UnitingCare	126

Introduksjon

De siste årene har media, politikere og investorer verden rundt blitt mer opptatt av sosial avkastning og finansbransjen har begynt å ta samfunnsansvar på en ny måte. Mens man før søkte å unngå negative samfunnsvirkninger av investeringene, har det nå blitt stadig mer aktuelt å sørge for at investeringene også har en positivt effekt (Kvam, 2015). Denne utviklingen har ført til vekst i nye verdipapirer som kombinerer sosial og finansiell avkastning.

Social Impact Bonds (SIB) er et eksempel på et verdipapir som sidestiller sosial og finansiell avkastning. Verdens første SIB ble utviklet av Social Finance i UK og var i utgangspunktet en innovativ metode for å finansiere offentlige forebyggende tiltak. Obligasjonen bygger på at forebyggende tiltak vil føre til kostnadsbesparelser for myndighetene i fremtiden, og at myndighetene kan bruke en andel av dette til å tilbakebetale investorene med avkastning. På denne måten vil investors avkastning være sidestilt med det sosiale resultatet som oppnås. Obligasjonen bygger på tre ulike behov; det offentliges behov for finansiering, frivillige organisasjoners behov for langsiktige bevilgningsordninger og private investorers vilje til å investere sosialt. En SIB er i hovedsak en kontrakt som knytter disse tre behovene sammen.

Siden den første utstedelsen av SIB i Storbritannia i 2009, har verdipapiret spredd seg til 53 unike tilfeller og 15 land i 2016 (Instiglio, 2016). I Norge har justiskomiteen enstemmig vedtatt at de vil ha et pilotprosjekt på Social Impact Bonds for å forebygge tilbakefall til kriminalitet (Stortingets Justiskomiteé, 2015). Med andre ord har SIB blitt en etablert del av det globale sosiale investormarkedet, og kan i fremtiden bli testet ut i Norge. Til tross for at SIB er i stor vekst, finnes det få utredelser og analyser av verdipapiret. Formålet med denne oppgaven er derfor å introdusere SIB for det norske investormarkedet og analysere hvordan obligasjonen kan skape verdi for de ulike aktørene i avtalen. Oppgaven vil forsøke å svare på den overordnede problemstillingen:

Når lønner det seg å inngå en Social Impact Bond?

Analysen vil være et viktig bidrag til diskusjonen om sosiale investeringer, fordi det fortsatt strides om hvordan finansiell teori kan benyttes på SIB. Annika Tverin, direktør i Social Finance UK, sier det på følgende måte:

To me, applying Corporate Finance theory to the social investment market is a must: we are analysing investments where there is an articulated intention, subject to the normal vagaries of running a venture, to repay capital and create a return for the investor. However, some aspects of our market are so fundamentally different that new thinking is needed. As cherished as it is by conventional Corporate Finance theory, in our nascent market it is time to desert the return differential between debt and equity in favour of a more appropriate, situation-specific theory of required return. (Tverin, 2013)

Oppgaven er delt inn i fire hoveddeler. Del A gir en overordnet beskrivelse av SIB som instrument. Del B gir innsikt i de tre hovedaktørene i avtalen og utleder en beslutningsmodell for kontraktinngåelse. Del C utleder et rammeverk for estimering av finansiell og sosial avkastning. Del D tester beslutningsmodellene fra del B og rammeverkene fra del C ved å gjennomgå et case.

Metode

Arbeidet med oppgaven

Arbeidet med oppgaven startet med informasjonsinnhenting våren 2015. Da SIB er et relativt nytt finansinstrument, viste det seg at det finnes lite omfattende og offentlig informasjon. Mye av kompetansen ligger hos de enkelte aktørene i de enkelte SIB-avtalene. For å få innsikt i markedet og dets mest aktuelle utfordringer besto den innledende fasen av samtaler med ulike aktører i det sosiale finansmarkedet fra flere ulike land. Disse samtalene ga innsikt i hvilke emner som burde bli diskutert i oppgaven og hvordan jeg best kunne strukturere arbeidet.

Den videre informasjonsinnhenting handlet om å finne data om de ulike SIB-kontraktens struktur, aktører, finansielle resultater og sosiale resultater. Også dette viste seg å være utfordrende da kun én obligasjon, den aller første, er avsluttet og evaluert. Informasjonen om investorer, avkastningsstruktur og foreløpige resultater er i mange tilfeller ikke offentliggjort. Svakt og ufullstendig datamateriale førte til at oppgaven stadig måtte endre kurs. Ved hjelp av flere samtaler med aktører i ulike SIB-avtaler, ble likevel datamaterialet omfattende nok til å

kunne trekke konklusjoner om hvilke ulike egenskaper, aktører og insentiver som finnes i dagens SIB-marked.

I oppgavens del B ble det brukt mikroøkonomisk konsumentteori og finansiell teori om investeringsanalyse for å analysere hvordan individuelle aktører tar beslutninger. Ved hjelp av datagrunnlaget og teori ble det utledet beslutningsmodeller for når de ulike partene vil være villige til å inngå en SIB-kontrakt. I del C ble finansiell teori om obligasjonsprising, aksjeprising og investeringsanalyse brukt til å utlede verdsettelsesmodeller og tilpasse disse til å estimere den finansielle avkastningen i SIB. Det ble deretter foretatt en case-analyse der de utledede modellene ble benyttet på en obligasjon der all finansiell informasjon er offentlig tilgjengelig.

I sum besto arbeidet med oppgaven i stor grad av en omfattende innhenting og sammenfatning av all tilgjengelig og relevant informasjon og data om dagens SIB-marked. Oppgaven gir derfor en god og oppdatert fremstilling og økonomisk analyse av instrumentet. Utledningen er en av de første studiene av SIB i Norge.

Begrensninger

Oppgaven er svært begrenset av mangelen på fullstendig data. Analyse av markedsdata for aktører, insentiver og egenskaper ved SIB bygger i hovedsak på rapporten «The Potential and Limitation of Impact Bonds» utgitt av The Brookings Institution i 2015. Dette er særlig en svakhet for del B som analyserer hvilke insentiver de ulike aktørene har for å inngå SIB-avtalene. Samtidig er rapporten fra 2015 svært omfattende, da den inneholder empiri fra intervjuer med et stor utvalg aktører og gir en god oversikt over ulikhetene i dagens SIB. Den gjør det derfor mulig å foreta gode analyser som går et skritt videre i å sammenfatte insentiver og egenskaper. Videre er det svært stor variasjon i de kontraktsmessige egenskapene for ulike SIB. Dette begrenser hvor generelle slutninger og modeller det er mulig skape for dagens marked.

I oppgaven har jeg valgt å kun fokusere på de tre hovedpartene i en SIB-avtale: Investorene, tjenesteleverandørene og myndighetene. Analysen vil derfor kun svare på problemstillingen «Når lønner det seg å inngå en Social Impact Bond?» for de tre aktørene individuelt sett. Oppgaven tar dermed ikke hensyn til at det kan tas en overordnet lønnsomhetsevaluering for

samfunnet, eller andre aktører, før kontraktinngåelse. Denne begrensningen var nødvendig for å få plass til en mer omfattende fremstilling av de tre viktigste aktørene.

En annen begrensning er at beslutningsmodellene bygger på aktørens nytteverdi. Da nytteverdi er en subjektiv vurdering for hver enkelt individuelle aktør, er denne ikke mulig å spesifisere i oppgaven. En begrensning for oppgaven er derfor at man må kjenne aktørens nyttefunksjon, for å få en nøyaktig vurdering av verdiskapningen i SIB. Beslutningsmodellen kan derfor ikke brukes på et generelt og objektivt grunnlag.

En siste begrensning er for case-gjennomgangen i del D. I dette tilfellet ville det vært verdifullt å gjennomføre en sensitivitetsanalyse for hvordan det økonomiske resultatet avhenger av ulike sannsynlighetsfordelinger for gjenforeningsraten. Da beregningen av finansiell avkastning som følge av ulike sannsynlighetsfordelinger er relativt omfattende, har dette derimot ikke blitt prioritert i arbeidet med oppgaven.

Del A - Beskrivelse av Social Impact Bonds

Denne delen av oppgaven har som formål å fremstille hva som menes med begrepet «Social Impact Bonds» (heretter SIB) og hvordan utviklingen av disse obligasjonene har foregått.

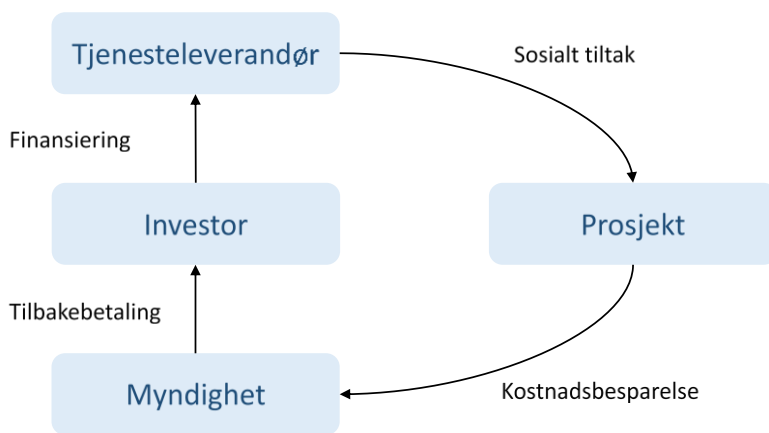
A.1 Teknisk beskrivelse

A.1.1 Definisjon

En Social Impact Bond er i hovedsak en kontrakt mellom myndighetene, tjenesteleverandørene og investorene om å løse en sosial utfordring. En definisjon som bl.a. brukes av den britiske regjeringen er følgende (Government of the United Kingdom, 2013) (Fritt oversatt):

Social Impact Bonds (SIB) er en innovativ metode for å finansiere velferds- og andre sosiale tjenester. Den tar sikte på å bedre sosial utvikling gjennom samarbeid mellom myndighetene, private tjenesteleverandører og eksterne investorer. Enkelt sagt er en SIB et sett med kontrakter, med utgangspunkt i en avtale der det offentlige betaler investorer for forbedring av en sosial utfordring først etter at forbedringen er oppnådd. Tjenesteleverandørene adresserer den sosiale utfordringen ved å gjennomføre tiltak til målgruppen. Investorene tilbyr arbeidskapital slik at tjenesteleverandørene kan gjennomføre tiltakene, og tar dermed den finansielle risikoen. Større forbedringer i den sosiale utfordringen øker myndighetenes utbetalinger, og investorenes avkastning blir høyere. I praksis opptrer SIB som fremtidige sosiale kontrakter heller enn som et renteinstrument. (Nicholls & Tomkinson, 2013, s. 3)

I følge denne definisjonen har en SIB i hovedsak tre parter som skissert i modell A.1.1.1 En tjenesteleverandør som gjennomfører de forebyggende tiltakene, en investor som finansierer tiltakene og myndighetene som til slutt betaler for tiltakene. Myndighetene vil tjene penger i form av kostnadsbesparelser og høyere sosial effekt, og bruke en andel av dette til å betale tilbake investorene. Investorenes finansielle avkastning justeres dermed etter resultatet av prosjektet. De private tjenesteleverandørene vil få muligheten til å drive mer langsiktige prosjekter i større skala enn tidligere.



Figur A.1.1.1 - Enkel modell av Social Impact Bonds

A.1.2 Interessentanalyse: Hvilke aktører påvirkes av SIB?

For å forstå hvordan SIB fungerer i praksis er det viktig å ha en forståelse for hvilke interessenter som påvirkes av en Social Impact Bonds. I følge Mitchell et. al. kan en interessent defineres som et individ eller en gruppe som kan påvirke, eller påvirkes av, organisasjonens (her obligasjonens) virksomheter (Mitchell, Agle, & Wood, 1997).

De tre mest åpenbare interessentene i en SIB er de tre partene i avtalen: myndighetene, investorene og tjenesteleverandørene. Videre vil SIB også ha en direkte påvirkning på andre organisasjoner og individer som er inkludert i prosjektet. Eksempler på disse er prosjektrådgivere, bindeleddsorganisasjoner og andre administratorer og konsulenter. SIB vil også ha en direkte påvirkning på prosjektdeltakerne. Prosjektdeltakerne defineres her som de individene i prosjektets målgruppe som SIB-kontrakten har som formål å hjelpe. I tillegg til direkte interessenter, er det også mange individer og grupper som påvirkes indirekte av virksomheten til en SIB.

Indirekte interessenter fra myndighetene

Interessenter som påvirkes av myndighetenes aktiviteter kan indirekte bli påvirket av SIB. Skattebetalerne vil kunne måtte betale mer eller mindre skatt avhengig av hvordan den enkelte SIB påvirker den enkelte myndighets finansielle situasjon. Politikere og media kan bli opptatt av nye sosiale og finansielle politiske saker. I tillegg vil hele den offentlige sektoren kunne bli

påvirket av at myndighetene tester ut en ny måte å organisere dets virksomhet på. SIB vil kunne gi et nytt sammenligningsgrunnlag for effektivitet, måling og gjennomføring av prosjekter i den offentlige myndigheten. Dette vil ha en indirekte påvirkning på hele den offentlige sektoren.

Indirekte interesser fra investorene

SIB vil indirekte kunne påvirke store deler av investormiljøet. Andre sosiale plasseringer vil få en konkurrent og en ny måte å vurdere og sammenligne resultatene sine på. Investorenes kunder vil kunne få en tilleggseffekt av sosiale resultater, og dette vil igjen kunne skape presedens eller press for at også andre finansinstitusjoner må tilby plasseringer med sosial avkastning.

Indirekte interesser fra tjenesteleverandørene

SIB kan påvirke alle individer eller grupper som påvirkes av tjenesteleverandørene. Dette innebærer at hele den frivillige sektoren, både ansatte, prosjekter og organisasjoner, vil kunne oppleve konkurranse eller samarbeid med tjenesteleverandører involvert i SIB. En SIB vil eksempelvis kunne føre til økt læring om måling og organisering i bransjen, til et bredere sammenligningsgrunnlag og til økte midler fra investorer. Samtidig kan det også øke rivaliseringen mellom tjenesteleverandørene dersom det blir en tøffere kamp om midlene.

Indirekte interesser fra prosjektdeltakerne

SIB har som hovedformål å ha en positiv påvirkning på prosjektdeltakerne. Dette vil også ha en positiv effekt for andre interesser. Lokalsamfunn og pårørende kan oppleve høy verdi av SIB gjennom eksempelvis økt trygghet, lavere arbeidsledighet, bedre økonomi og generelt høyere levestandard og livskvalitet.



Figur A.1.2.1 - Interessenter i en SIB

A.1.3 Hvordan foregår en SIB-prosess?

A.1.3.1 Tidslinje

Opprettelsen, gjennomføringen og avslutningen av en SIB kan bestå av en rekke ulike trinn avhengig av hvordan partene velger å organisere kontrakten. McKinsey & Company skisserer i rapporten «From Potential to Action: Bringing Social Impact Bonds to the US» syv interessenter og deres rolle i en SIB tidslinje (Callanan, Jonathan, & Mendonca, 2012, ss. 14-15). Ut fra denne rollefordelingen kan det utledes en SIB prosess på 10 punkter:

- 1) SIB-kontraktene oppstår i hovedsak ved at myndighetene inngår en kontrakt med et bindeledd. Kontrakten kan være initiert av myndighetene selv, men er ifølge rapporten fra The Brookings Institution som oftest initiert av bindeleddet. Det er bindeleddet som har ansvar for å utforme, gjennomføre og administrere obligasjonen.
- 2) Bindeleddet identifiserer kvalifisert(e) frivillige organisasjoner som kan være tjenesteleverandører og forebyggende tiltak med bevist effekt. Samtidig henter de inn kapital fra investorer.
- 3) Det ansettes en evalueringsrådgiver for prosjektet. Rådgiveren utarbeider mål, evalueringskriterier og evalueringsmetode som skal avgjøre prosjektet suksess og dermed investorenes avkastning.
- 4) Investorene overfører finansiering til bindeleddet.
- 5) Bindeleddet gir flerårig finansiering til en eller flere tjenesteleverandører.

- 6) Tjenesteleverandørene oppskalere og gjennomfører forebyggende tiltak.
- 7) Bindeleddet fører løpende rådgivning og evaluering av prosjektet. Bindeleddet kan enten gjøre dette selv, eller ved å ansette flere rådgivere.
- 8) Ved prosjektets slutt ansettes en uavhengig part til å evaluere måloppnåelse basert på kriterier og metode som ble fastsatt i steg 3.
- 9) Myndighetene betaler bindeleddet etter avtale avhengig av oppnådd resultat.
- 10) Investorene blir tilbakebetalt med avkastning og tjenesteleverandør og bindeledd mottar honorar for innsatsen dersom prosjektet er vellykket.

Den skisserte prosessen er generell og kan brukes for de fleste typer SIB. Likevel bygger den på rapporten til McKinsey & Company som i hovedsak gjennomgår en obligasjon der den britiske regjeringen opptrer som myndighet og Social Finance UK som bindeledd. Det kan derfor være avvik i prosessen avhengig av hvilke parter som inngår i avtalen. Ulike tilnæringer til organiseringen av SIB vil videre bli diskutert.

A.1.3.2 To hovedmodeller for SIB

The Brookings Institution ga i 2015 ut en omfattende rapport av SIB-markedet. Rapportens forfattere konkludert med to hovedmåter å organisere Social Impact Bonds på; som individuelle kontrakter eller som et fond for utbetaling. I individuelle kontrakter utstedes én SIB for én sosial utfordring og kontraktene blir skreddersydd til investor(er) og tjenesteleverandører(er). I fond blir det derimot utstedt et sett med flere SIB-kontrakter. Fondet gir multiple utbetalinger til ulike prosjekter og tiltak som løser den samme sosiale utfordringen. Ved fondsmodellen utsteder myndighetene et «rate card» der det oppgis en bestemt utbetaling per sosialt utfall. Bindeledd og tjenesteleverandører kan deretter by på kontrakter til den neddiskonterte prisen av de totale forventede utbetalingene. Myndighetene kan på denne måten etablere mange SIB samtidig. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putch, 2015, s. 9)

Disse to måtene å organisere kontraktene på vil ha stor påvirkning på prosessen som er skissert ovenfor. De individuelle kontraktene følger i stor grad de foreslåtte 10 punktene da det er et stort behov for koordinering og oppfølging mellom investor, myndighet og tjenesteleverandør. I disse tilfellene kan det også antas at størsteparten av utbetalingene skjer ved prosjektets slutt, da det vil være ressurskrevende å lage individuelle løpende utbetalingsplaner med flere

investorer. Det er derfor tenkelig at det vil bli lagt mindre vekt på rådgivning og vurdering underveis, og større vekt på evalueringen ved prosjektets slutt.

Opprettelsen av et fond vil derimot kunne avvike en del fra de foreslåtte 10 punktene, da det er mindre behov for koordinering enn for individuelle kontrakter. Bindeleddets arbeid med å identifisere partnere og strukturere kontraktene vil derfor reduseres. Til gjengjeld vil det trolig brukes mer ressurser i forkant av prosjektet på å utarbeide tilbudet som myndighetene skal utstede. Rapporten fra The Brookings Institution viser at denne typen obligasjon ble svært utbredt i Storbritannia i 2012 for å redusere ungdomsledighet.

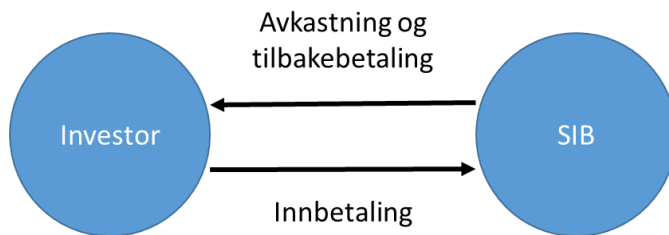
Det er relevant å presisere at fondsmodellen per dags dato ikke åpner opp for at flere investorer kan by på SIB, men for at myndighetene kan utstede mange SIB samtidig for samme sosiale utfordring. Det innebærer i praksis at tjenesteleverandør og bindeledd tilbyr seg å gjennomføre prosjektet, før de går videre for å finne investorer dersom de vinner anbudet. Hva myndighetene kommer til å betale potensielle investorer er dermed forhåndsbestemt og standardisert.

A.1.3.3 Måling og evaluering

De to hovedmodellene som er beskrevet av rapporten fra The Brookings Institution har også innvirkning på måten prosjektet måles og evalueres. Fondskontraktene gir ofte utbetaling som resultat av årlig utfall, for eksempel antall arbeidsledige som har fått en ansettelseskontrakt. Dette gjør at resultatmålingen blir svært enkel. Samtidig tar den ikke høyde for eksterne faktorer som kan påvirke resultatet. Dette gjør at det blir vanskeligere å måle direkte resultat som følge av prosjektet. På den andre siden har individuelle kontrakter ofte mer omfattende evalueringer der resultat sammenlignes med en kontrollgruppe og historiske data. Dette gjør det mer komplisert å målstyre prosjektet underveis og mer ressurskrevende å evaluere i etterkant. Samtidig vil det kunne gi en klarere måling av prosjektets direkte effekt. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 29). Måling og evaluering har stor påvirkning på hvordan ressursbruken kanaliseres og obligasjonens prosessforløp.

A.1.3.4 Ulike avtaler for finansiering og utbetaling

Det finnes mange variasjoner av investorkontakter for innbetaling, avkastning og tilbakebetaling. For å skape en forståelse for mangfoldet som finnes i dagens SIB-marked vil variasjonene bli oppsummert her. En dypere diskusjon om de ulike egenskapene ved avtalene finnes i del C.

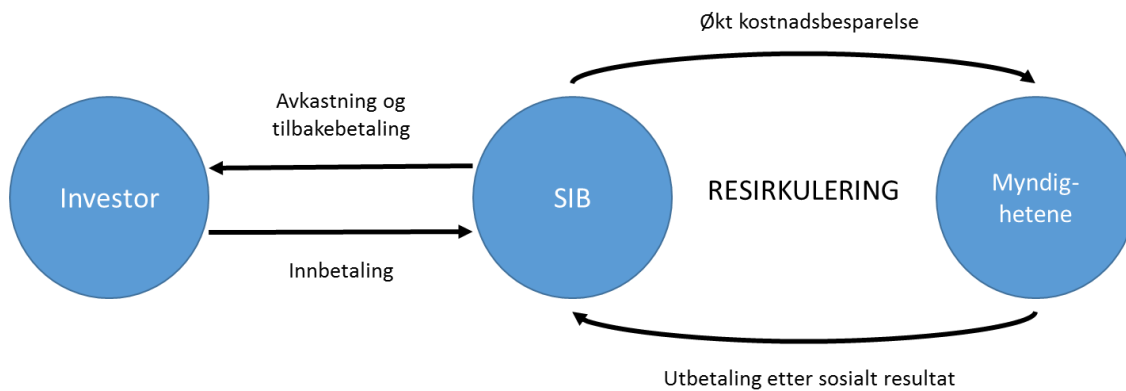


Figur A.1.3.1 – Kontantstrøm i en SIB-kontrakt

Avtaler for innbetaling

I noen tilfeller hentes all nødvendig kapital inn før prosjektstart som vist i figur A.1.3.1. Midlene spres da ut over prosjektets løpetid. Dersom det kreves mer midler kan disse hentes inn gjennom nye avtaler underveis. I disse avtalene går alle utbetalinger av avkastning og tilbakebetaling fra myndighetene til investorene, enten periodevis eller ved forfall. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 29)

Andre obligasjoner har en avtale om resirkulering av kapital som illustrert i figur A.1.3.2. Dette innebærer at periodevise utbetalinger fra myndighetene skytes inn igjen i prosjektet underveis. Investorene mottar dermed all avkastning og tilbakebetaling ved forfall. Resirkulering opprettholder en stabil finansiering av prosjektet og krever mindre kapital ved oppstart. Investeringene er derimot mer risikable da prosjektet må oppnå gode nok utfall hvert år for å sørge for videre finansiering. Det øker sannsynligheten for at prosjektet blir avsluttet før forfall og at avkastningen blir redusert. Samtidig unngår man på denne måten å bruke mer ressurser på prosjekter som viste seg å være mindre effektive enn antatt. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 29)



Figur A.1.3.2 – Kontantstrøm i SIB med resirkulering

Avtaler for avkastning og tilbakebetaling

Det finnes en rekke ulike måter å strukturere kontrakter om avkastning og tilbakebetaling av investert kapital. Den største forskjellen i utbetalinger er mellom de to hovedmodellene individuelle kontrakter og fondskontrakter. Innenfor disse to modellene finnes det mange måter å definere forholdet mellom finansiell og sosial avkastning på. I tillegg inneholder de fleste avtalene klausuler som begrenser både nedsiden og oppsiden av investeringen.

A.1.4 En kontrakt heller enn en obligasjon

Til tross for at Social Impact Bonds gjennom navnet tyder på å være en obligasjon, stemmer dette dårlig overens med instrumentets egenskaper. I følge Norges Bank kan en obligasjon defineres som «Standardiserte omsettelige lån med opprinnelig løpetid på minst ett år. Betingelsene ved et obligasjonslån, slik som løpetid, rente, renteutbetalingsdatoer og eventuelle rentereguleringsbestemmelser, avtales ved utstedelsen av lånet» (Norges Bank, 2006). Per dags dato er SIB ikke omsettelige og i mange tilfeller avtales ikke renten eller renteutbetalingsdatoene ved utstedelsen av lånet. SIB kan dermed ikke kategoriseres som en obligasjon i henhold til definisjonen. En dypere diskusjon om dagens egenskaper ved SIB og kategorisering av instrumentet som gjeld eller egenkapital vil bli gitt i del C. Foreløpig er det mer nøyaktig å omtale SIB som et sett med kontrakter, heller enn en obligasjon (Callanan, Jonathan, & Mendonca, 2012, s. 13).

A.2 Historisk utvikling og bakgrunn

A.2.1 Startet opp i Storbritannia

I 2007 ble den britiske organisasjonen Social Finance etablert med mål om å finne løsninger på manglende finansiering av sosiale tjenester. En av løsningene var Social Impact Bonds som ble lansert i 2009 (Social Finance UK, 2009). Ideen ble trolig inspirert av økonomen Ronnie Horesh fra New Zealand som lanserte ideen «Social Policy Bonds» allerede i 1988 (Horesh, Social Policy Bonds, 1988). I følge Horesh selv hadde han også møter med Social Finance i 2010 for å diskutere utviklingen av SIB (Horesh, News, 2015).

SIB ble i utgangspunktet presentert som en løsning på manglende politisk prioritering av forebyggende tiltak. En av utfordringene i Storbritannia var særdeles høy tilbakefallsrate hos straffedømte etter endt soning. Social Finance belyste at soningsplassene for personer som er straffedømt for en kort periode i Storbritannia til sammen kostet over £213 millioner i året, men at så godt som ingenting ble brukt for å hjelpe dem tilbake i samfunnet etter soning. Det resulterte i at 73 % begikk kriminalitet igjen innen 2 år. Det samme problemet oppstår innen andre sosiale sektorer som helsevesenet, frafall i skolen og arbeidsledighet. Stramme offentlige budsjetter gjør det vanskelig å prioritere forebyggende tiltak. Dette skaper et selvforsterkende mønster der de sosiale problemene, og utgiftene, vokser seg stadig større. (Social Finance UK, 2009)

Social Finance skisserte også utfordringer i frivillig sektor. Manglende storskala og langsiktig finansiering gjør det vanskelig for frivillige organisasjoner å drive med forebyggende tiltak på lang sikt. Dette fører i stor grad til at krisetiltak blir prioritert foran forebygging (Social Finance UK, 2009). Social Impact Bonds ble dermed etablert som en løsning på nedprioriteringen av forebyggende sosiale tiltak.

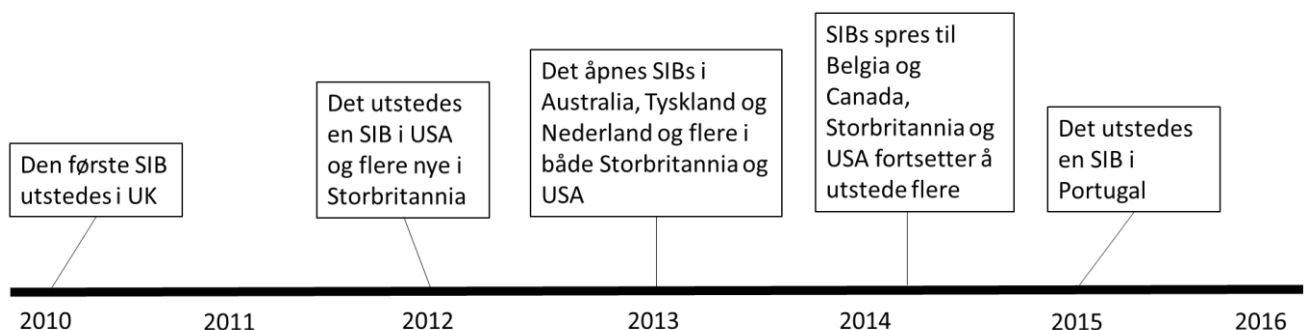
Social Impact Bonds seek to drive significant non-government investment into addressing the causes of deeprooted social problems with returns generated from a proportion of the related reduction in spending on acute services. The ambition is to create positive government spending cycles that enable significant tax payer savings through improved social outcomes. (Social Finance UK, 2009, s. 2)

A.2.2 SIB spres globalt

Etter at den første obligasjonen ble utstedt av Social Finance i 2010 gikk det to år uten videre utvikling. I 2012 åpnet derimot det britiske arbeidsdepartementet (DWP) for å utstede 10 nye SIB med mål om å redusere arbeidsledighet i ulike deler av Storbritannia. Disse obligasjonene tok utgangspunkt i fondsmodellen der det ble satt en gitt utbetalingssum for målbare resultater per deltager i prosjektet. Tjenesteleverandører i Storbritannia kunne levere tilbud på å få gjennomføre prosjektet. Samme år åpnet også USA for SIB ved å utstede en obligasjon for unge lovbrøyttere i New York. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)

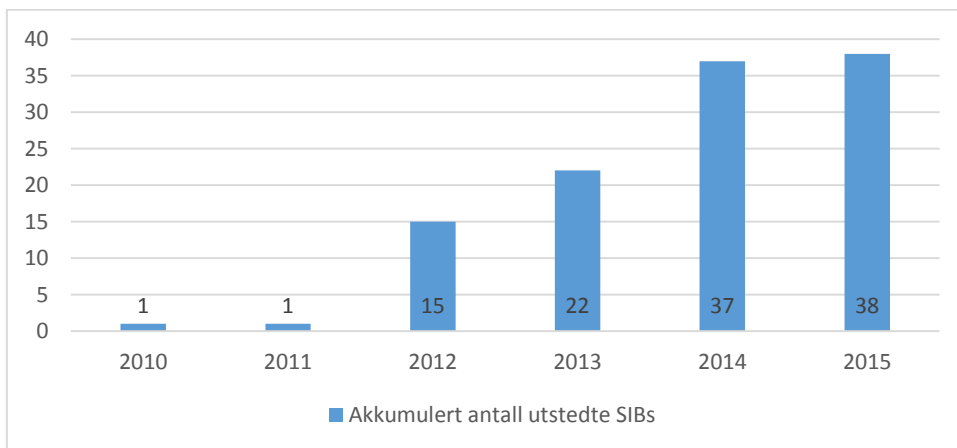
I 2013 begynte den globale spredningen av Social Impact Bonds for fullt. Det ble utstedt obligasjoner i Australia, Nederland og Tyskland. Samtidig ble det åpnet flere obligasjoner i Storbritannia og USA. SIB ble også utvidet til å gjelde flere sosiale formål. Prosjektene i Australia handler i utgangspunktet om å forbedre oppvekstvilkår for barn i risikozonen for omsorgsovertakelse. Samtidig utstedte lokale myndigheter i Storbritannia prosjekter for å få flere til å ønske å adoptere fosterbarn. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)

Utviklingen av SIB fortsatte å ekspandere i 2014 ved at det ble åpnet nye avtaler i Belgia og Canada. Storbritannia utstedte enda flere obligasjoner der de fleste hadde som mål å redusere bostedsløshet blant unge. Samtidig startet stadig flere stater i USA opp SIB med flere ulike formål. I Chicago ble det utstedt et barnehageprosjekt med mål om å redusere elevers behov for spesialundervisning i skolen. I starten av 2015 ble det også utstedt et skoleprosjekt for å forhindre frafall i Portugal. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)



Figur A.2.2.1- Tidslinje, bygger på The Brookings Institution rapport fra 2015.

Veksten i antall utstedte SIB har med andre ord vært svært ekspansiv. Som vist i figur A.2.2.2 finnes det per 1. mars 2015, 38 unike avtaler og det utstedes stadig flere hvert år (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015). I tillegg har det parallelt vært en sterk vekst i Development Impact Bonds (DIBs) som bruker samme modell som SIB for å oppnå sosiale forbedringer i utviklingsland (Center for Global Development & Social Finance, 2013, s. 32). Dette kan tyde på at mange land har behov for alternative måter å finansiere sosiale prosjekter på og at stadig flere investorer er opptatt av at investeringene også skal komme samfunnet til gode.



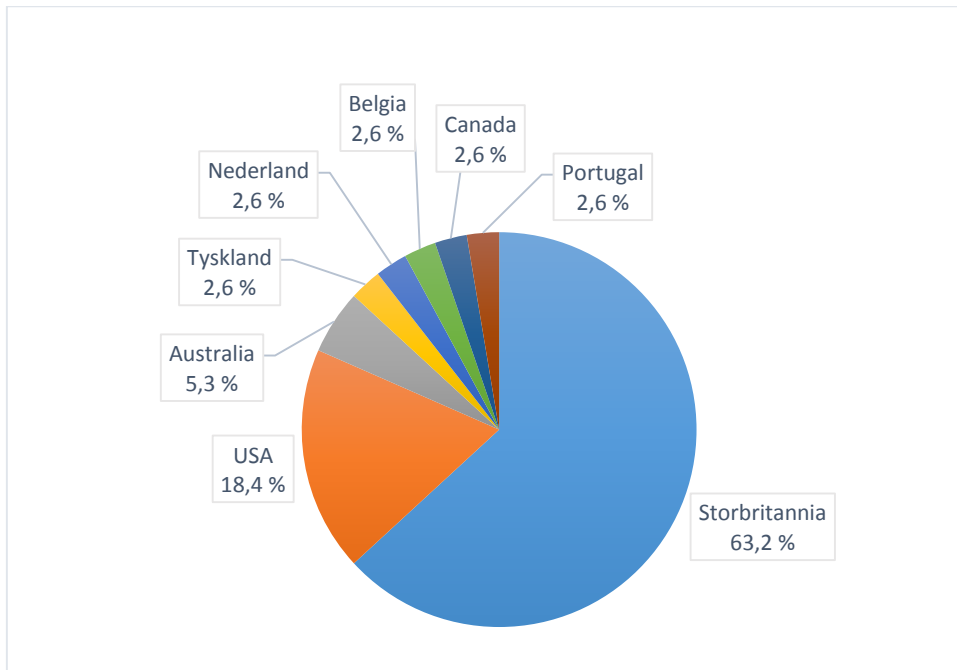
Figur A.2.2.2 - Akkumulert vekst i antall utstedte obligasjoner, bygger på The Brookings Institutions rapport fra 2015

Oppdatering gjennom 2015 og 2016

SIB-markedet har fortsatt å vokse kraftig også det siste året. I følge bindeleddsorganisasjonen Instiglio finnes det per 5. juni 2016, 53 utstedte SIB på verdensbasis. Det er en økning på 39% siden mars 2015. I følge Instiglios nettside har det i løpet av det siste året blitt utstedt SIB i Østerrike, Finland, Irland, Sveits, Israel, India og Sør-Korea. I tillegg har det blitt utstedt flere kontrakter i Storbritannia, USA, Nederland og Canada. Da det ikke finnes mer utdypende informasjon om obligasjonene som er utstedt det siste året, vil derfor resten av analysene i oppgaven bygge på de 38 casene beskrevet av The Brookings Institution. (Instiglio, 2016)

A.2.3 Geografiske forskjeller

Per 1. mars 2015 var det utstedt Social Impact Bonds i 7 ulike land. Storbritannia er fortsatt den største aktøren med 24 obligasjoner, etterfulgt av USA med 7 obligasjoner. De fleste land har fortsatt bare utstedt svært få, eller én, obligasjon.



Figur A.2.3.1 - Geografisk spredning av antall SIB, bygger på The Brookings Institutions rapport fra 2015.

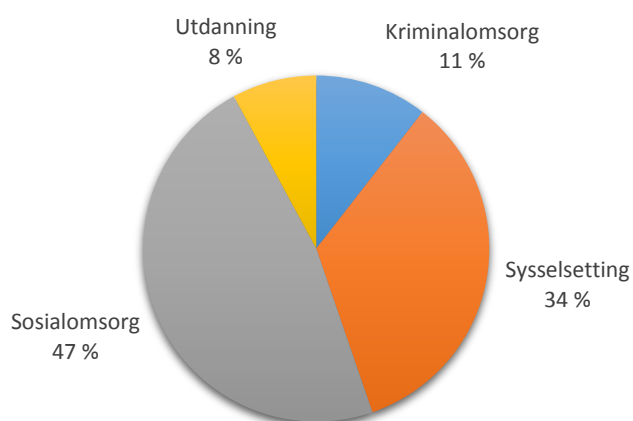
Rent teknisk er det også en del geografiske forskjeller. De amerikanske avtalene har en tendens til å redusere investors risiko ved å opprette en tilbakebetalingsgaranti som reduserer det maksimale tapet. På den andre siden har nesten alle de britiske avtalene 100% maksimalt tap for investor. De britiske obligasjonene har derimot kortere løpetid i gjennomsnitt enn de andre landene som kan kompensere for høyere risiko. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)

En annen forskjell er kontantstrømmen i avtalene. I Europa er obligasjonene stort sett strukturert slik at det kun er en tilbakebetaling til investor ved prosjektets slutt. USA og Australia har dermed flere obligasjoner årlig renteutbetaling i tillegg til tilbakebetaling ved forfall. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)

I sum kan disse forskjellene indikere en variasjon i risikovilje hos investorer, eller en differanse i hvilke investorgrupper prosjektene søker å nå i de ulike landene. Samtidig kan spennet i avtalestruktur også forklares av at markedet er uregulert og foreløpig uten klare standarder.

A.2.4 Ulike sosiale formål

De første obligasjonene var i stor grad sentrert rundt kriminalomsorg, men etter hvert har flere sosiale formål blitt testet ut. I dag er det flest SIB utstedt i kategorien «sosialomsorg». Sosialomsorg er foreløpig en samlebetegnelse for prosjekter som arbeider med bostedsløshet, barnevernsbarn og fosterhjem. På andre plass ligger kategorien «sysselsetting» som i hovedsak er prosjekter for å redusere ungdomsledighet. Figur A.2.4.1 viser fordelingen av antall obligasjoner på de fire kategoriene. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)



Figur A.2.4.1 - Sosiale formål i SIB, bygger på The Brookings Institutions rapport fra 2015.

De fleste obligasjonenes prosjekter er rettet mot barn og unge. Tiltakene varierer fra å skape bedre oppvekstmiljø, redusere bostedsløshet, redusere arbeidsledighet eller hindre tilbakefall etter soning. Særlig i Storbritannia er de aller fleste obligasjonene rettet mot ungdomsledighet og bostedsløshet. I de prosjektene som fokuserer på utdanning er innsatsen som regel rettet mot de yngste elevene på førskole- eller barnehagenivå. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015)

En av årsakene til at det fokuseres på barn og unge kan være at de vil generere størst samfunnsøkonomisk gevinst på lang sikt. Nettonåverdien av de forebyggende prosjektene er høyere jo tidligere barn og unge hjelpes på vei til å bli aktive arbeidstakere.

A.2.5 Oppmerksomhet i Norge

Social Impact Bonds ble først trukket fram i en høringsuttalelse til Nærings- og Handelsdepartementets rapport «Utredning om sosialt entreprenørskap» utarbeidet av DAMVAD A/S (DAMVAD AS, 2012). Både Senter for Entreprenørskap ved Universitetet i Oslo (UiO, 2012) og Ferd Sosiale Entreprenører (Ferd Sosiale Entreprenører, 2012) etterlyste oppmerksomhet rundt Social Impact Bonds i sine høringsuttalelser. I samtaler med direktøren i Ferd Sosiale Entreprenører, Katinka Greve Leiner, ble det bekreftet at Ferd ønsker å jobbe med innføringen av SIB i Norge, men at de ikke opplever politisk satsning på området.

I mars 2014 etterlyste den bærekraftige innovasjonsvirksomheten SoCentral at SIB burde prøves ut i Norge (SoCentral, 2014). De uttrykket også sin støtte til UiO og Ferd Sosiale Entreprenører for å ha prøvd å løfte saken tidligere. Samme måned fikk SIB for første gang medieoppmerksomhet i Norge ved at en norsk student fra University of Oxford i Storbritannia blogget om fenomenet på DN's Talent Blogg (Schewe, 2014). DN har senere skrevet en artikkel om Goldman Sachs' investeringer i SIB i USA (Bertelsen, 2015).

Social Impact Bonds har fått lite politisk oppmerksomhet i Norge. Unge Høyres Landsforbund var de første som løftet debatten ved å vedta en resolusjon der de ønsker å åpne opp for bruk av «velferdsobligasjoner» i mai 2014 (Unge Høyres Landsforbund, 2014). Siden 2014 har ingen politiske partier diskutert SIB før det dukket opp i Stortinget våren 2015. I forbindelse med behandlingen av stortingsmeldingen «Utviklingsplan for kapasitet i kriminalomsorgen» fra Justis- og beredskapsdepartementet ble Social Impact Bonds tatt opp til votering i Stortinget i juni 2015 (Stortingets Justiskomité, 2015). Stortingets justiskomité innstilte enstemmig på følgende vedtak:

«Stortinget ber regjeringen sørge for at det etableres et pilotprosjekt med bruk av velferdsobligasjoner (SIB) som modell. Dette for å sikre bedre forebygging av og mindre tilbakefall til kriminalitet i aldersgruppen 18–30 år.» (Stortingets Justiskomité, 2015, s. 27)

Forslaget ble enstemmig vedtatt som i praksis at det er stor enighet i Stortinget om å teste ut SIB innen kriminalomsorg. Likevel er det tilsynelatende ingen medieoppmerksomhet eller politiske diskusjoner om Social Impact Bonds per dags dato. Det er derfor usikkert når SIB eventuelt vil bli testet ut i Norge.

A.3 Beskrivelse av trender og fremtidig utvikling

A.3.1 Aktørenes erfaringer fra SIB-markedet

Investorene

På globalt nivå fremheves det at SIB har mange utfordringer og problemer som må overkommes før markedet kan vokse i stor skala. I følge Clara Miller, president i amerikanske Heron Foundation, har SIB-kontraktene så store utfordringer at de over tid vil forsvinne fra markedet. Den største svakheten er deres kompleksitet og høye transaksjonskostnader. En annen svakhet er at obligasjonenes utbetaling er basert på kostnadsbesparelser, og ikke positive kontantstrømmer. Det gjør utbetalingen mer risikabel og mer kompleks å estimere. I tillegg kreves høy teknisk kompetanse for å omsette de sosiale prosjektene til gode kontrakter. Disse utfordringene er ifølge Miller så komplekse at SIB aldri vil kunne oppnå vekst i stor skala. Hun ser derfor for seg et fremtidig scenario der myndighetene vil bruke SIB til å lære å organisere bedre samarbeid med tjenesteleverandørene for deretter å kutte SIB-kontraktene helt. (Miller, 2015)

Flere aktører i markedet støtter utfordringene beskrevet av Miller. En seniorinvestor i Northern Trust som investerer i SIB i Chicago, påpeker at de håper transaksjonsstrukturen vil bli mer standardisert og mindre tidkrevende i fremtiden. Santander Bank som investerer i bostedsløshet i Massachusetts fremhever at det store antallet parter i kontrakten øker kompleksiteten, og antar derfor at det tar lang tid før SIB kan bli standardisert. (Toonkel, 2015)

Myndighetene

Også blant myndigheter finnes det skeptiske aktører. En høring i kongressen i USA i 2014 endte opp med negativ votering for SIB. Flere senatorer påpekte at programmene virker alt for

komplekse, og det ble argumentert med at dette var noe myndighetene burde ordne opp i selv. Til tross for negativ høring i kongressen, har interessen for SIB blant ulike myndigheter i USA vært høy. I 2013 var det 28 statlige og lokale myndigheter i USA som søkte om hjelp til å utvikle SIB ved Rockefeller Foundation and Harvard's Social Impact Bond Technical Assistance Lab (Farmer, 2015). Med tanke på at det i mars 2015 kun var 7 SIB i USA, tyder dette på at det kommer til å bli en sterk vekst i antall utstedelser fremover.

I Storbritannia forventes det også sterk vekst. Rob Wilson, UK Minister of Civil Society, uttalte i mars 2016 at SIB fortsatt er et stort satsningsområde for den britiske regjeringen. Regjeringen har bevilget 80 millioner britiske pund til et nytt SIB-fond og innført skattefradrag for sosiale investeringer. Wilson viser til at 73% av britiske investorer er interessert i å investere sosialt. Regjeringen forventer at den investerte kapitalen i SIB vil være verdt mer enn 1 milliard britiske pund ved utgangen av regjeringsperioden. (Wilson, 2016)

Tjenesteleverandørene

Erfaringer fra noen av tjenesteleverandørene i Storbritannia tyder på at SIB-markedet trenger å modnes, men er på god vei. Kieran Gordon, Administrerende direktør i tjenesteleverandøren Career Connect, forklarer til The Guardian at de undervurderte hvor mye rapportering og administrasjon SIB-prosjektene innebar. Videre påpeker han at tjenesteleverandørens bevisbyrde i SIB-kontrakter kan bli for stor for små og mellomstore ideelle organisasjoner. Også administrerende direktør i tjenesteleverandøren Adviza, Katharine Horler, trekker frem at veldedige organisasjoner ofte mangler kompetanse til å utføre påkrevd due diligence. Likevel er mange av tjenesteleverandørene positive til å fortsette utviklingen av SIB fordi de opparbeider seg mye erfaring og kompetanse på nye områder. Videre rapporterer tjenesteleverandørene i UK at mens det før var vanskelig å finne nok investorer til SIB-prosjektet, er det nå stort tilbud av kapital. Erfaringene fra tjenesteleverandørene viser at SIB-markedet trolig vil bli mer effektivt når tjenesteleverandørene får mer kompetanse og erfaring til å gjennomføre SIB-prosjekter. I tillegg ser det ut til å være fortsatt sterk vekst i antall investorer. I sum kan dette føre til sterk vekst i SIB-markedet i tiden fremover, særlig i Storbritannia. (Smedley, 2015)

Oppsummert

Totalt sett ser det dermed ut til at SIB-markedet vil fortsette å vokse både i Storbritannia og USA i tiden fremover. For at markedet skal nå stor skala og fortsette veksten på lang sikt kreves det likevel at SIB-kontraktene overkommer en rekke utfordringer. Den største utfordringen er å bli mer standardiserte.

A.3.2 Tre scenario for utviklingen av SIB

Det er vanskelig å spå hvordan utviklingen av SIB-markedet vil bli på lang sikt fordi det avhenger av hvor raskt markedet klarer å løse utfordringene beskrevet overfor. På den ene siden er det nødvendig med mye mer erfaring og investert kapital for å få muligheten til å utvikle SIB til å bli et mer effektivt instrument. På den andre siden er det vanskelig å tiltrekke seg nok investorkapital på nåværende stadium. (Farmer, 2015)

Tracy Palandjian og Jane Hughes som begge jobber i Social Finance US skrev i 2013 at det fantes tre scenario for utviklingen av SIB-markedet i USA. Det første alternativet er at boblen kommer til å sprekke og SIB-kontraktene vil dø ut. Dette alternativet bygger på antakelsen om at overbegeistring rundt SIB fører til en undervurdering av risiko og overvurdering av avkastning. På lang sikt vil dermed de fleste investorene tape penger og trekke seg ut. Det andre alternativet er at utviklingen av SIB fortsetter, men at markedet aldri utvides til stor skala. Alternativet bygger på forutsetningen om at hver avtale fortsetter å være kompleks og unik og dermed at det alltid vil være høye transaksjonskostnader. I dette scenarioet vil dermed investeringene stort sett være filantropiske. Det tredje alternativet er et storskala SIB-marked. Her forutsettes det at SIB-kontraktene blir bedre strukturert og administrert slik at de kan oppskaleres og appellere til et bredere spektrum av investorer. Dette alternativet fordrer derimot at det finnes stor nok etterspørsel blant investorene til å kunne utvikle SIB de neste årene. Paladjian og Hughes påpeker at de håper markedet vil utvikle seg til å bli mer transparent med mer informasjonsdeling og at det kommer på plass et regelverk for SIB slik at kontraktene kan bli mer forutsigbare og standardiserte. (Palandjian & Hughes, 2013)

Tatenda Nyamuda, investment associate i D. Capital, påpeker at SIB kun er en god løsning på et prosjekt dersom det bidrar til å frigjøre mer kapital til formålet¹. Hun mener at det per dags dato finnes en tendens til å ukritisk bruke SIB på alle typer sosiale prosjekter. Et siste scenario er derfor at SIB kan bli spesialisert og videreutviklet for nøyaktig de formålene de passer best til, men at de kanskje ikke bør oppskaleres i stor grad eller benyttes på flere sosiale områder.

A.3.3 Etterspørsel for sosiale investeringer generelt

Det er stor enighet i det globale investorlandskapet om at etterspørselen etter investeringer med et sosialt ansvar og avkastning er økende. I følge «Impact Economy Report» var kapitalen i sosiale investeringer estimert til 9 milliarder britiske pund på verdensbasis i 2013. Det britiske markedet ble estimert til å være 1 milliard alene innen 2015. Den kraftige veksten i Storbritannia antas i hovedsak å skyldes økt bevissthet rundt behovet for å bygge opp et sosialt investormarked (Social Finance UK, 2016). På fondsdagene i 2015 fremhevet Anne Kvam fra DNV GL at det også er et klart trendskifte i det norske investormarkedet. Før handlet sosiale investeringer i hovedsak om å investere ansvarlig og etisk, mens det i dag i større grad handler om å samtidig oppnå finansiell og sosial avkastning (Kvam, 2015). Per Haagensen, executive officer i responsAbility Nordics AS bekreftet også at det finnes en økende etterspørsel etter å investere sosialt blant norske investorer².

Selv om det globalt investeres mer i sosiale plasseringer er det flere hindringer som begrenser veksten. I følge en analyse foretatt av The Global Impact Investing Network og J. P. Morgan er den største utfordringen at det mangler investeringsobjekter langs hele skalaen av risiko og avkastning. Dette fører til at kun investorer med et gitt avkastnings- og risikonivå finner passende sosiale investeringer i dagens marked. I tillegg fremheves mangelen på investeringsmuligheter med høy kvalitet og gode tidligere resultater å vise til. Videre påpeker analysen utfordringer med tidligere dårlige erfaringer, mangel på standardisert måling av sosiale resultater, svake avtalestrukturer, høye transaksjonskostnader og manglende forskning og data. (Grace, 2015)

¹Informasjonen er hentet inn gjennom telefonsamtale den 17.03.2015

² Informasjonen er hentet fra samtale med Per Haagensen 23. juni 2015

I sum gjenspeiler alle utfordringene et marked som er i utvikling. Mange av hindringene for vekst bunner ut i mangel på erfaring og standardisering. For å oppnå videre vekst er det derfor viktig at det sosiale investeringsmarkedet konvergerer i samme retning. Dersom markedet klarer å overkomme hindringene kan det derimot innebære stor vekst i kapitaltilgangen i fremtiden.

Del B – Hvilke insentiver har partene til å inngå SIB-avtaler?

Denne delen av oppgaven gjør en analyse av hvem de tre hovedpartene i en SIB er, hvilke insentiver de har og hvilke faktorer de må vurdere ved beslutning om kontraktinngåelse.

B.1 Hvem er de ulike aktørene?

Ved bruk av markedsdata vil det her utledes hvem aktørene i dagens SIB-kontrakter er. Markedsdata er hentet fra rapporten «The Potential and Limitations of Impact Bonds» utgitt av The Brookings Institution. En begrensning for utledningen er at alle konklusjoner trekkes på bakgrunn av én rapport alene, og at tallene i denne rapporten er ett år gamle. Likevel anses dataene fra The Brookings Institution som svært omfattende og representativt også for dagens marked.

B.1.1 Investorene

Markedsdataen inneholder informasjon om investorer for 33 ulike obligasjoner. For mange av obligasjonene er dataene ufullstendige og mye informasjon om investorer mangler. I det fleste tilfellene finnes det heller ingen informasjon om hvor mye kapital de ulike investorene har investert. Til sammen er det identifisert 83 unike investorer. Dette utgjør totalt 115 investeringsforhold mellom én investor og én obligasjon.

For å kunne analysere hvem dagens investorer er og hvilket formål de har med investeringen, blir de her gruppert i seks kategorier basert på organisasjonsform. Kategoriene er forklart i tabell B.1.1.1. Deretter følger en diskusjon av hvorvidt den enkelte kategori bør defineres som filantropiske eller kommersielle investorer.

Kategori	Beskrivelse	Antall
Stiftelse	Uavhengig organisasjon som bevilger penger til gode formål. Kapitalen kan være strukturert som bevilgning, egenkapital eller gjeld. Ved finansiell avkastning vil midlene resirkuleres til flere gode formål.	63
Ideell organisasjon	Frivillig organisasjon som driver veldedig eller ideell virksomhet. Er ofte også tjenesteleverandør i prosjektet de investerer i. Bli i hovedsak finansiert av offentlige tilskudd og privat støtte. Tar ikke ut profitt.	20
Offentlig investor	Bevilgning fra statlige eller regionale institusjoner. Investerer i hovedsak bevilgning eller egenkapital, men avkastningen resirkuleres. Institusjonene kan være koblet til myndighetene som står til ansvar for prosjektet.	7
Sosial investor	Investor som fokuserer på sosiale formål. Kapitalen kan være strukturert som egenkapital eller gjeld. Fondet har som formål å oppnå både sosial og finansiell avkastning på investeringen.	18
Sosialt foretak	Organisasjon som arbeider for sosiale formål og tar ut profitt. Hjelper ofte til med prosjektet. Kan doneres som bevilgning eller investeres som egenkapital eller gjeld.	4
Privatperson	Privat kapital. Kan doneres som bevilgning eller investeres som egenkapital eller gjeld.	3

Tabell B.1.1.1 - Investorkategorier

Figur B.1.1.1 viser at over halvparten (55%) av alle dagens investorer i SIB er stiftelser. Videre følger ideelle organisasjoner (17%) og sosiale investorer (16%). Det er relativt få offentlige investorer (6%), privatpersoner (3%) og sosiale foretak (3%).



Figur B.1.1.1 – Investorer per kategori³

Stiftelser

Det er 37 unike stiftelser som har investert i 24 ulike obligasjoner. Totalt sett utgjør dette 62 investeringsforhold. Stiftelser er dermed den desidert største investorgruppen. Noen av tilfellene er definert som egenkapital av lavere prioritet i tilbakebetaling og noe er rene bidrag med eller uten mulighet for resirkulering. Det finnes kun ett tilfelle der tapet av investert kapital er begrenset. Stiftelser investerer i alle land og i alle typer prosjekter.

Stiftelser er i utgangspunktet allmenntilgittige organisasjoner uten mål om å tjene profit. Sammenlignet med andre investorgrupper har de i snitt høyere risiko i avtalene for avkastning og tilbakebetaling. Dette kan tyde på at de har en relativt lav verdsettelse av finansiell avkastning. Stiftelser vil derfor bli definert som filantropiske investorer.

Ideelle organisasjoner

19 ulike ideelle organisasjoner har investert i SIB spredt over Storbritannia, USA, Australia og Tyskland. De fleste investeringene har en finansiell avkastning som varierer med sosialt resultat

³ Alle investorer er vektet likt da informasjon om kapital investert per unike investor ikke er tilgjengelig.

og i over halvparten av tilfellene resirkuleres kapitalen. De ideelle organisasjonene investerer i alle typer formål, men i størst grad sosialomsorg. Flere av organisasjonene deltar både som tjenesteleverandør og investor i samme kontrakt. Fordi de ideelle organisasjonene i likhet med stiftelser ikke har som formål å tjene profitt blir de her definert som filantropiske investorer.

Offentlige investorer

I Storbritannia, USA og Canada har tre regionale og fire nasjonale/statlige institusjoner investert i totalt fem ulike obligasjoner. I både Canada og USA har de offentlige organisasjonene eller fondene gitt bevilgninger uten krav om tilbakebetaling. De britiske investeringene har derimot forventning om tilbakebetaling og avkastning. De offentlige institusjonene har investert i prosjekter tilknyttet sosialomsorg og arbeidsledighet. Da hovedparten av de offentlige investorene gir bevilgninger, og samtlige er organisasjoner uten formål om profitt, blir de her kategorisert som filantropiske investorer.

Sosiale investorer

Sosiale investorer er en av de største investorkategoriene og er tilstede i alle land og alle typer prosjekter. Totalt har 14 unike investorer investert i 15 ulike obligasjoner. I hvert tredje tilfelle er det fastsatt en gitt rente i forkant av prosjektet og/eller garantert tilbakebetaling av investert kapital ved forfall. Disse investeringene har derfor lavere risiko enn andre. For de resterende 2/3 tilfellene varierer avkastningen med sosialt resultat, men flere av obligasjonene har et begrenset tap av investert kapital. Redusert risiko i avtalene kan tyde på at de sosiale investorene er mer risikoaverse eller at de legger større vekt på finansiell avkastning enn andre investorgrupper.

Sosiale investorer har en forventet maksimalavkastningen mellom 3% og 12%. Maksimalavkastningen for de andre investorkategoriene er derimot ikke oppgitt. Fordi avkastningen for sosiale investorer er tydeligere spesifisert enn for andre investorer er det rimelig å anta at denne investorgruppen også er mer opptatt av finansiell avkastning. Lav risiko og høyt fokus på avkastning fører til at sosiale investorer her defineres som kommersielle.

Sosiale foretak

Fire ulike sosiale foretak har investert i fire ulike obligasjoner. Alle investeringene har en finansiell avkastning som varierer med sosialt resultat og resirkulering av kapital. En av investorene har en tapsbegrensning på 90% av hovedstol. Investeringene er i hovedsak i

arbeidsledighet og alle er i Storbritannia. Fordi sosiale foretak har som formål å tjene profitt, defineres de her som kommersielle investorer.

Privatpersoner

Det finnes tre tilfeller der privatpersoner har investert i SIB i henholdsvis Canada, USA og Storbritannia. Investeringens avkastning avhenger av sosialt resultat, men er relativt lav. I Canada og Storbritannia har privatpersonene prioritert tilbakebetaling før andre investorer, og kapitalen kan derfor sammenlignes med preferansekapital. Denne kapitalen har lavere risiko og dermed også lavere maksimal avkastning enn den av privatpersoner i USA. Fordi privatpersonene her har redusert risiko for tilbakebetaling defineres de i dette tilfellet som kommersielle investorer. Det utelukkes likevel ikke at andre privatpersoner kan ha et rent filantropisk formål.

Oppsummering: Hvem er investorene?

Oppsummert viser analysen at investorene består av to hovedkategorier. De filantropiske investorene består av stiftelser, ideelle organisasjoner og offentlige investorer. De kommersielle investorene består av sosiale investorer, sosiale foretak og privatpersoner. Etter andelene i figur B.1.1.1 er 78% av investorene i hovedsak er filantropiske, mens kun 22% i hovedsak er kommersielle.

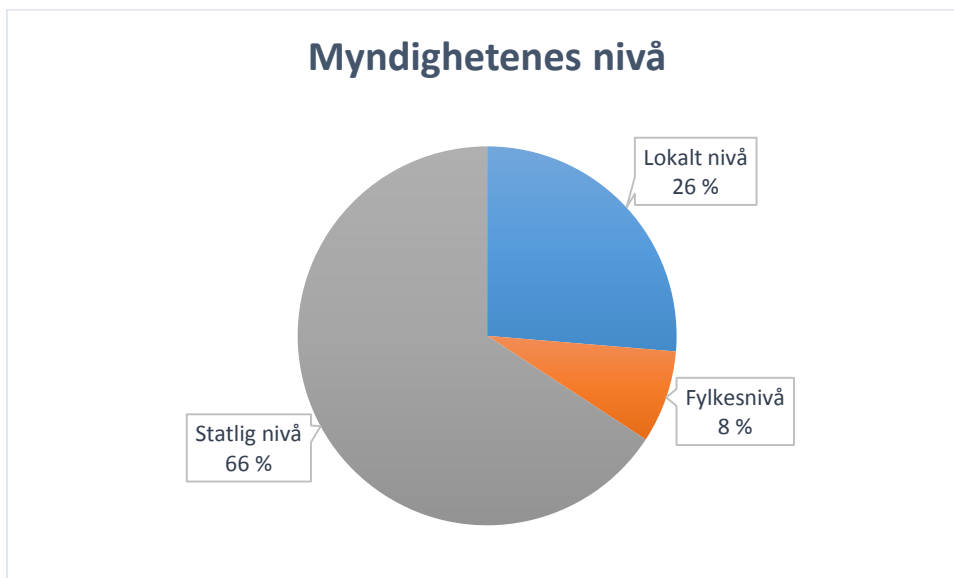
Til tross for at investorene her grupperes i filantropiske og kommersielle, er dette i realiteten en upresis inndeling. For det første er det rimelig å anta at alle investorer i SIB på nåværende stadium har et sosialt engasjement. For det andre er det heller ikke utelukket at organisasjoner uten formål om profitt setter pris på finansiell avkastning eller tilbakebetaling av investert kapital. I tillegg kan investorer operere med ulike typer investeringer. En stiftelse kan for eksempel investere med forventet avkastning i en SIB og samtidig gi en rent veldedig bevilgning til en annen, eller den samme obligasjonen. En del av investeringene er også på grensen mellom å være bevilgning, gjeld eller egenkapital. En enkelt organisasjon vil derfor sjeldent kunne klassifiseres som rent filantropisk eller rent kommersiell.

Til tross for at de fleste investorer opererer på grensen mellom filantropi og kommersielle investeringer, vil denne inndelingen bli brukt for å kunne gi en meningsfull analyse av investorenes insentiver.

B.1.2 Myndighetene

I 68% av tilfellene var det kun en utsteder av obligasjonen og dette var enten en myndighet på lokalt, fylkes eller statlig nivå. I de resterende tilfellene (32%) var det flere utstedere involvert. Der det var flere utstedere involvert var det i tre tilfeller en kombinasjon av lokale og statlige myndigheter, syv tilfeller to ulike statlige enheter og to av tilfeller et samarbeid mellom en eller flere myndighet(er) og en organisasjon.

Figur B.1.2.1 illustrerer fordeling av myndighetenes nivå, og dermed også hvilket nivå dagens SIB har blitt utstedt på. Figuren viser at 66% av alle kontraktene med en statlig myndighet, 26% med en lokal myndighet og de resterende 8% med myndigheter på regionalt nivå.

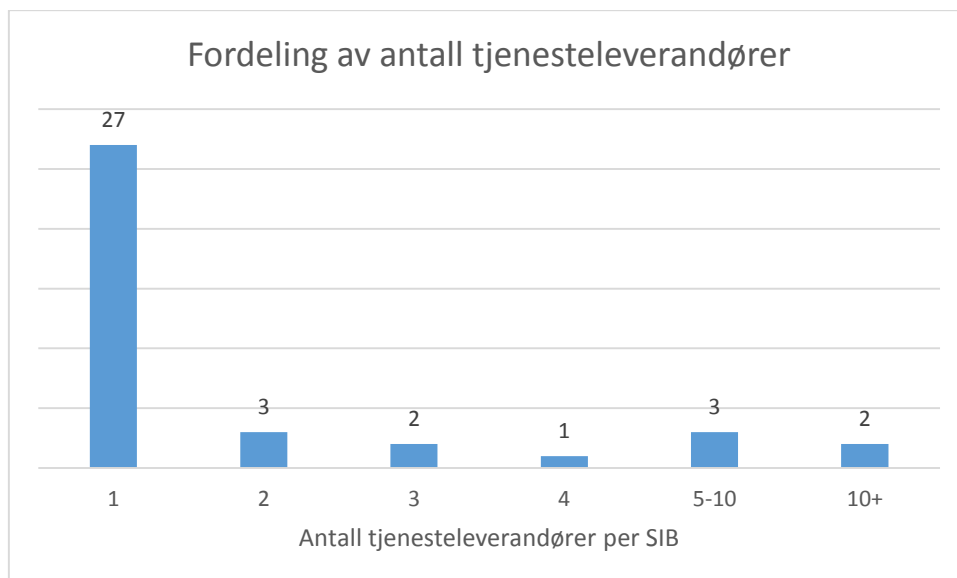


Figur B.1.2.1 - Hvilke ulike nivåer av myndigheter som har utstedt en SIB-kontrakt.

B.1.3 Tjenesteleverandørene

Totalt er det 69 ulike tjenesteleverandører registrert på 38 obligasjoner. Som vist i figur B.1.3.1 er det kun en tjenesteleverandør per SIB i over 70% av tilfellene. Enkelte tjenesteleverandører, for eksempel Action for Children i Storbritannia, har inngått flere enn en SIB-kontrakt. Noen organisasjoner har mange lokale eller regionale kontorer som deltar i SIB på ulike steder. Et eksempel er den internasjonale organisasjonen YMCA som deltar i bl.a. Derbyshire, Perth og Northern Utah. Kun fire av tjenesteleverandørene er sosiale foretak, resten er veldedige

organisasjoner som ikke tar ut profitt. Noen organisasjoner er direkte underlagt myndighetene enten gjennom kontrakt, finansiering eller i kraft å være en offentlig organisasjon. Eksempler på disse er Massachusetts Housing & Shelter Alliance og Chicago Public Schools. Videre er alle tjenesteleverandørene spesialisert i de tjenestene de tilbyr i SIB-kontrakten.



Figur B.1.3.1 – hvor mange tjenesteleverandører som deltar per SIB-kontrakt

B.2 Aktørenes insentiver

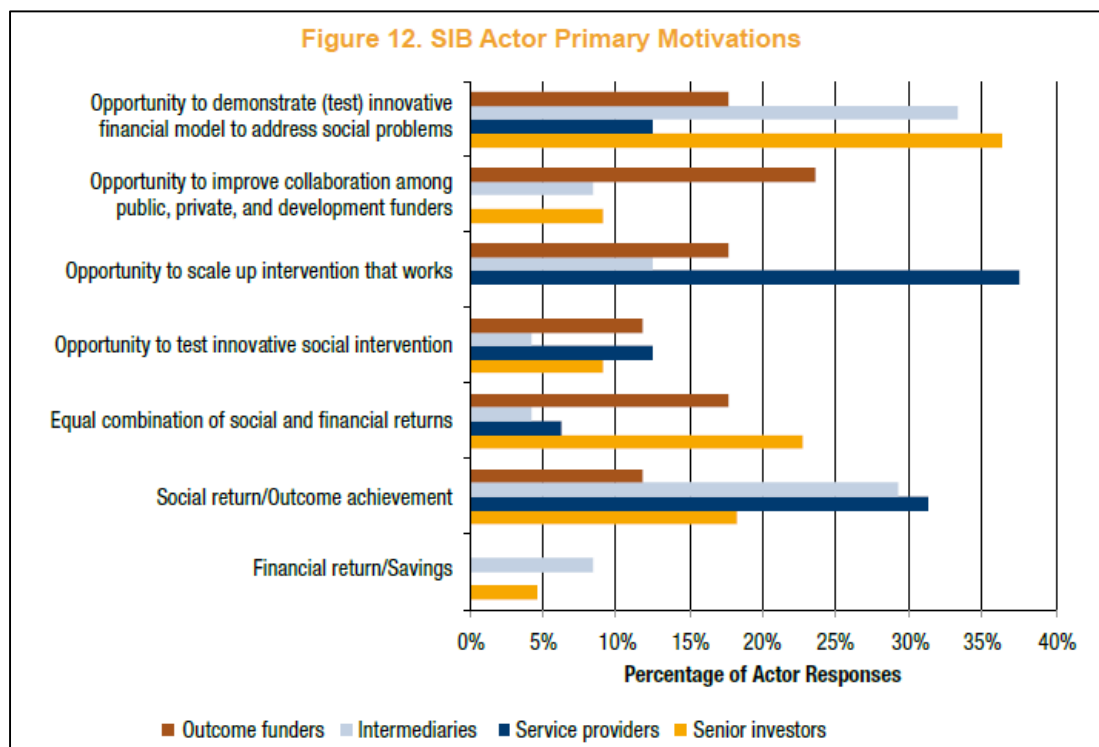
Denne delen analyserer insentivene til de tre hovedaktørene; myndighetene, tjenesteleverandørene og investorene. Analysen av aktørenes insentiver bygger i hovedsak på fire rapporter. En undersøkelse foretatt av The Brookings Institution, en undersøkelse foretatt av Godeke Consulting, en teoretisk analyse foretatt av McKinsey & Company og en teoretisk analyse foretatt av G8s Social Impact Investment Taskforce i 2014. I tillegg legger Social Finance UKs opprinnelige beskrivelse av SIB fra 2009 grunnlaget for analysen.

Undersøkelsen foretatt av The Brookings Institution består av mer enn 70 intervjuer og 30 spørreskjema på nett. Deltakerne i studien inkluderer aktører involvert i alle SIB-kontrakter frem til 1. mars 2015 og andre nøkkelpersoner (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 2). Undersøkelsen foretatt av Godeke Consulting bygger på intervjuer med over 90 ulike investorer og andre interessenter på bakgrunn av å forstå deres holdninger til pay-for-success kontrakter, deriblant SIB, i USA 2012 (Godeke Consulting, 2012). Validiteten til Godeke

Consulting's resultater svekkes av at utvalget kun er potensielle investorer. Utvalget kan dermed ha vært mer opptatt av de potensielle enn de faktiske insentivene for investering.

B.2.1 Undersøkelsenes hovedfunn

Både undersøkelsen foretatt av Godeke i 2012 og av The Brookings Institution i 2014 kommer frem til at insentivene for å delta i en SIB-kontrakt varierer stort mellom de ulike aktørene. Figur B.2.1.1 og B.2.1.2 viser at myndighetene, tjenesteleverandørene og investorene sjelden vurderer de ulike kvalitetene ved SIB til samme viktighet. Figur B.2.1.1 viser dog at alle aktørene i stor grad motiveres til å delta i en SIB for å få muligheten til å teste ut en innovativ modell og for å oppnå større sosiale resultater.



Figur B.2.1.1 – SIB aktørers primære motivasjon, hentet fra: (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 25)

Verditilførsel (value proposition) ved Pay-For-Success finansiering for ulike interessenter				
	Myndighetene	Tjenesteleverandører	Filantropi	Investorer
Flytte risiko for suksess og investeringskostnad til investorer				
Skape effekt, ikke bare utfall				
Øke prosjektdeltakernes livskvalitet				
Økning i forebyggende tjenester				
Verdsette kostnadsbesparelsene av forebygging				
Ukorrelert avkastning og diversifisering				
Risikojustert avkastning på investeringen				

Tabellen angir hvorvidt interessentene anser effekten av pay-for-success finansiering som **positiv**, **nøytral** eller **negativ**.

Figur B.2.1.2 – Interessenters insentiver for PFS kontrakter, hentet fra: (Godeke Consulting, 2012, s. 10)

B.2.2 Investorers insentiver til å investere i SIB

Det gjøres et skille mellom filantropiske og kommersielle investorer da undersøkelser og teori viser at de kan ha ulike insentiver for å investere i en SIB. Kategoriene følger av utledningen i del B.1.

B.2.2.1 Filantropiske investorer

Teoretiske insentiver

I følge Social Finance UK's første beskrivelse av Social Impact Bonds var de filantropiske investorenes viktigste insentiv å skape samarbeid med myndighetene om å oppnå sosiale resultater. Investorene vil tjene på dette samarbeidet fordi det bidrar til å utvikle SIB som instrument og dermed bringe mer kapital til sosiale formål. Med mer kapital tilgjengelig til sosiale formål, kan filantropiske investorer få rom til å fokusere på sine egne prosjekter på sikt. Ved at filantropiske investorer er med i oppstartsfasen, kan de dermed bidra til at den totale sosiale påvirkningen blir høyere. (Social Finance UK, 2009, s. 4)

The Social Impact Investment Taskforce utnevnt av G8 peker på samme effekt som Social Finance. Rapporten forklarer at filantropiske investorer kan tilby kapital med lave krav til avkastning og tilbakebetaling. Med «billig» kapital tilgjengelig kan SIB utstede «dyrere» kapital til kommersielle investorer med høyere krav til avkastning. På denne måten vil de filantropiske investorenes deltakelse i SIB gi nettverkseffekter i form av at enda flere kommersielle investorer følger etter. (The Social Impact Investment Taskforce, 2014)

Videre påpeker G8 rapporten at hovedmotivasjonen for filantropiske investorer som søker å maksimere resultatene bør være at de sosiale resultatene relativt til den totale investeringskostnaden er høyere for SIB enn for alternative prosjekter. I følge G8 er med andre ord et av insentivene at SIB er mer effektive enn andre sosiale prosjekter. (The Social Impact Investment Taskforce, 2014)

Oppsummert viser den teoretiske utledningen at filantropiske investorer har tre insentiver: økt samarbeid med myndighetene om å skape sosiale resultater, nettverkseffekter og høyere sosial avkastning.

Empiriske insentiver

Fra undersøkelsen foretatt av Godeke consulting kommer det frem at filantropiske investorers insentiver til å inngå en SIB-kontrakt er ønske om å bidra til å utvikle en innovativ finansieringsmodell, støtte sosiale prosjekter som er relatert til egen virksomhet, at SIB har fokus på måling og resultater og at SIB satser på forebyggende tiltak. I tillegg har mange veldedige stiftelser og fond lang erfaring med å vurdere og måle sosiale prosjekter. Denne kompetansen som gjør det naturlig å bidra i en SIB. (Godeke Consulting, 2012, ss. 11-13)

The Brookings Institutions undersøkelse fikk andre resultater enn Godeke. Undersøkelsen viser at en av de viktigste motivasjonene er muligheten for positiv PR. Dette insentivet blir forsterket dersom den aktuelle SIBen er den første i sin sosiale kategori eller sitt geografiske område. Videre beskriver undersøkelsen at mange investorer er motivert av muligheten til å resirkulere investeringene ved positivt resultat. Som forklart i del A.1 betyr resirkulering av midler i praksis at de vil bli brukt flere ganger, og dermed oppnå høyere sosial avkastning. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 25)

Undersøkelsene viser i sum at investorene har seks incentiver til å inngå SIB-avtaler: bidra til å utvikle en innovativ finansieringsmodell, støtte prosjekter relatert til egen virksomhet, fokus på forebyggende tiltak, fokus på måling og resultater, positiv PR og resirkulering av kapital.

Filantropiske investorers samlede incentiver

Oppsummert viser teori og empiri at stiftelser, ideelle organisasjoner og offentlige investorer har en rekke ulike incentiver til å inngå en SIB-avtale. Teoretisk sett burde hovedmotivasjonen for filantropiske investorer være muligheten SIB gir til å øke den totale sosiale effekten. For det første gjennom at SIB har høyere effektivitet som gir høyere sosial avkastning. For det andre gjennom nettverkseffekter som øker den investerte kapitalen som ytterligere øker den sosiale effekten.

Empirien viser derimot at investorenes viktigste incentiv er positiv PR, ikke sosial avkastning. Likevel gjør sosial avkastning seg gjeldende gjennom andre incentiver, eksempelvis fokus på måling og resultater og resirkulering som begge gir økt sosial avkastning. I tillegg synes investorene det var en fordel at SIB fokuserer på forebygging og at de får muligheten til å bidra med sin kompetanse til å utvikle en ny modell.

Filantropiske investorer har i hovedsak syv incentiver til å inngå en SIB-kontrakt:

- Økt sosial avkastning
- Samarbeid med myndighetene
- Nettverkseffekter
- Positiv PR
- Resirkulering av kapital
- Fokus på forebygging
- Mulighet til å bidra med kunnskap.

B.2.2.2 Kommersielle investorer

Teoretiske incentiver

Social Finance UK fremhever at SIB er en måte å skape et rasjonelt investeringsmarked for sosiale prosjekter på. SIB gir kommersielle investorer muligheten til å likestille sosial og finansiell avkastning i sine investeringer, det vil være et sterkt incentiv i seg selv (Social Finance

UK, 2009, s. 4). På den andre siden påpeker McKinsey&Company at det er stor usikkerhet knyttet til modellen, og at de første investorene i SIB sannsynligvis vil være villige til å akseptere en lavere finansiell avkastning enn markedsavkastningen (Callanan, Jonathan, & Mendonca, 2012, s. 9). I oppstartsfasen bør med andre ord investorene også ha et insentiv om å skape sosial avkastning i seg selv, uavhengig av finansiell avkastning.

Taskforcen utnevnt av G8 trekker frem at et insentiv til å investere i SIB er at de kan diversifisere kommersielle investorers porteføljer. Da resultatene av sosiale prosjekter i liten grad er korrelert med markedsporteføljen, burde de ha svært lav systematisk risiko. SIB kan dermed bidra til å diversifisere, eller redusere systematisk risiko, i investorenes totale porteføljer (The Social Impact Investment Taskforce, 2014). I realiteten er det derimot ikke mulig å si noe eksakt om SIBs systematiske risiko eller korrelasjon med andre porteføljer fordi de ikke handles, ikke har noen historikk til å beregne korrelasjon med andre aksjer eller volatilitet og ikke kan sammenlignes med private selskap eller andre aktivaklasser. Likevel er det sannsynlig at de kan bidra til å diversifisere porteføljer fordi den underliggende kontantstrømmen avhenger av sosiale utfall.

I følge Godeke Consultings teoretiske analyser er reguleringer og markedsstandarder et insentiv til å investere i SIB. Insentivet er derimot ikke fanget opp i undersøkelsen. Rapporten beskriver at det finnes det en rekke pensjonsfond, banker, forsikringsselskap o.l.⁴ som er pålagt å investere en andel av porteføljen i sosiale formål (Godeke Consulting, 2012, s. 18). Til sammenligning har sparebanker et bredere sosialt ansvar i Norge. For disse institusjonene vil det være en fordel å investere i SIB som garanterer likestilling av sosial og finansiell avkastning.

I likhet med filantropiske investorer, bør også kommersielle investorer kunne skape og dra nytte av nettverkseffekter, all den tid de verdsetter at den sosiale effekten blir så stor som mulig.

Oppsummert fremhever teorien fire insentiver for kommersielle investorer: likestille sosial og finansiell avkastning, skape sosial avkastning, bidra til å diversifisere porteføljer, potensielle reguleringer eller markedsstandarder og nettverkseffekter.

⁴ I følge rapporten fra Godeke Consulting må enkelte amerikanske banker oppnå en viss mengde CRA credits som kan oppnås bl.a. ved investering i SIB.

Empiriske insentiver

The Brookings Institution fant ut at også de kommersielle investorene var opptatt av positiv PR og av å være med på å utvikle en innovativ finansieringsmodell. I tillegg viste den at investorene særlig var motivert dersom kundene var interessert i sosial avkastning. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 25)

Undersøkelsen fra Godeke Consulting tyder derimot på at de kommersielle investorene er mest opptatt av å oppnå finansiell avkastning og muligheten til å diversifisere porteføljer. (Godeke Consulting, 2012, s. 10)

I sum viser undersøkelsene at kommersielle investorer har fem insentiver: positiv PR, bidra til å utvikle en innovativ finansieringsmodell, kundene er opptatt av sosial avkastning, finansiell avkastning og muligheten til å diversifisere porteføljer.

Kommersielle investorers samlede insentiver

Kommersielle investorer har mange insentiver til å inngå en SIB-avtale. I følge teorien burde hovedmotivasjonen være at SIB gir investorene en relativt unik mulighet til å kombinere sosial og finansiell avkastning. Undersøkelsen foretatt av Godeke støtter til en viss grad denne teorien. I følge The Brookings Institution ser det derimot ut til at investorene ikke vektlegger finansiell avkastning ved investering i SIB.

Undersøkelsen foretatt av The Brookings Institution viser derimot at kommersielle investorer på linje med filantropiske investorer er motivert av muligheten for positiv PR og til å utvikle en ny modell. I tillegg vil kundenes holdning til sosial avkastning spille en viktig rolle. I sum kan dette tyde på at kommersielle investorer bryr seg mindre om avkastningen, og mer om effekten en sosial profil kan ha på investoren. En mulig forklaring på dette kan være at de kommersielle investorene ønsker å profilere sosial ansvarlighet. På den andre siden kan det også bunne ut i at de aktuelle investorene i dette tilfellet er mer opptatt av å bidra sosialt, enn å tjene penger.

Samtidig kan en av årsakene til at finansielle insentiver ikke enda er aktivert, være at SIB fortsatt er ett nytt instrument under utvikling. Dersom den forventede avkastningen viser seg å være høy og stabil over tid, kan investorenes insentiv skifte i retning av å bli mer fokusert på fordelene av dobbel avkastning.

I sum har de kommersielle investorene syv insentiver til å inngå en SIB-kontrakt.

- Likestille sosial og finansiell avkastning
- Nettverkseffekter
- Bidra til å diversifisere porteføljer
- Potensielle reguleringer eller markedsstandarder
- Positiv PR
- Bidra til å utvikle en innovativ finansieringsmodell
- Kundene er opptatt av sosial avkastning

B.2.3 Myndighetenes insentiver til å investere i SIB

Teoretiske insentiver

Social Finance UK beskrev i 2009 at myndighetenes viktigste insentiver var å innrette politikken mot interesseområdene til frivillige organisasjoner og sosiale investorer. Det var også et poeng at suksessrisikoen for prosjektene ble overført til investorene. Med andre ord skulle myndighetene være motivert av å kunne samarbeide med andre aktører om sosiale utfordringer og å overføre risikoen knyttet til forebyggende tiltak. (Social Finance UK, 2009, s. 4)

The Brookings Institution påpeker på sin side at myndighetenes viktigste teoretiske insentiv er at SIB fører til fremtidige kostnadsbesparelser og økt livskvalitet for prosjektdeltakerne (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 24). En tilleggseffekt av SIB er at myndighetene får en sammenlignbar benchmark for å måle effektivitet og resultater i andre offentlige tjenester som kan bidra til å utvikle offentlig sektor.

Myndighetene har dermed fem teoretiske insentiver for å inngå en SIB: samarbeid med frivillige organisasjoner og sosiale investorer, overføre suksessrisiko, fremtidige kostnadsbesparelser, økt livskvalitet for prosjekt deltakerne og benchmark for effektivitet i offentlige tjenester.

Empiriske insentiver

Undersøkelsen foretatt av The Brookings Institution kommer frem til at myndighetenes største motivasjon for å inngå en SIB-kontrakt var muligheten til å utvide prosjekter til tross for budsjettbegrensninger. I tillegg ble det lagt sterk vekt på muligheten til å effektivisere offentlige

anskaffelsesprosesser, budsjettprosesser og å omgå politiske barrierer (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 25).

Myndigheten har to empiriske insentiver til å inngå SIB: omgå budsjettrestriksjoner og omgå politiske prosesser, budsjettprosesser og planleggingsrestriksjoner

Myndighetenes samlede insentiver

Oppsummert skulle myndighetenes viktigste insentiv i utgangspunktet være de fremtidige kostnadsbesparelsene, overføring av risiko og muligheten til å skape bedre sosiale vilkår. Dette viste seg derimot å være mindre viktig i undersøkelsene. En av årsakene kan være at risikoen for å oppnå disse effektene er stor, all den tid SIB fortsatt er en helt ny modell. Som for investorene, kan de økonomiske insentivene komme til å bli viktigere for myndighetene med tiden.

En annen grunn til at kostnadsbesparelsene ikke oppleves som et insentiv kan skyldes «wrong-pocket» problemet (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 31). I praksis betyr det at den myndigheten som betaler for prosjektet ikke er den som direkte mottar kostnadsbesparelsene. Et eksempel på et vertikalt wrong-pocket problem er i Rotterdam. Der har kommunen utstedt en obligasjon for å redusere arbeidsledigheten, men det er arbeids- og sosialdepartementet i Nederland som betaler arbeidsledighetstrygd (Government of the Netherlands, 2016). Det er med andre ord kommunen som betaler for tiltaket, men staten som sparer pengene. Kommunen vil trolig spare noen indirekte kostnader eksempelvis til kommunale boliger og andre sosial tiltak, men antakeligvis ikke like mye som staten. Kostnadsbesparelser som insentiv blir da svekket.

I praksis viste det seg at et viktig insentiv for myndighetene var at SIB gir mulighet til å omgå offentlige prosesser som igjen kan føre til økt effektivitet i de sosiale prosjektene. I tillegg vil SIB gi myndighetene muligheten til å gi prosjekter langsiktige rammer, noe årlige budsjettvedtak normalt ikke medfører.

Totalt sett har myndighetene syv insentiver til å utstede SIB:

- Samarbeid med frivillige organisasjoner og sosiale investorer
- Overføre suksessrisiko
- Fremtidige kostnadsbesparelser
- Økt livskvalitet for prosjektdeltakerne
- Benchmark for effektivitet i offentlige tjenester
- Omgå budsjettrestriksjoner
- Omgå politiske prosesser, budsjettprosesser og planleggingsrestriksjoner

B.2.4 Tjenesteleverandørenes insentiver til å investere i SIB

Teoretiske insentiver

Tjenesteleverandørenes insentiver til å delta i SIB bygger først og fremst på muligheten til å utvide prosjektene til en større skala til tross for at de selv mangler arbeids- og startkapital. Resultatmåling vil i tillegg motivere organisasjonene til å teste nye og innovative måter å skape resultater på (Social Finance UK, 2009, s. 4). The Brookings Institution fremhever at SIB vil gi tjenesteleverandørene mer langsiktig finansiering, da mange frivillige organisasjoner må søke om ny prosjektstøtte årlig (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 24).

Videre kan det tenkes at PR vil være et insentiv da det kan ha positiv effekt overfor ansatte, samarbeidspartnere og potensielle investorer. Det kan også være en effekt at ansatte hos tjenesteleverandører vil synes det er gøy og spennende å jobbe med ett nytt og stort prosjekt. I tillegg vil SIB, særlig SIB strukturert etter fondsmodellen, kunne skape konkurranse blant tjenesteleverandører som igjen kan øke kvaliteten og effektiviteten i prosjektene.

Tjenesteleverandørene har i teorien seks insentiver: mulighet til oppskalering, stabil og langsiktig finansiering, rom for tjenesteinnovasjon, positiv PR, motivasjon for de ansatte og økt konkurranse.

Empiriske insentiver

Den empiriske undersøkelsen av tjenesteleverandører bekreftet at muligheten til å oppskalere prosjektene og dermed oppnå større sosiale resultater var tjenesteleverandørenes hovedmotivasjon. Den viste også at aktørene var motivert til å være med å skape en kultur for måling og resultater av sosiale tiltak, i tillegg til å fokusere på forebyggende tiltak. Den lange tidshorizonten på kontraktene var også et av insentivene. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 25)

Oppsummer har tjenesteleverandørene fire empiriske insentiver: mulighet til oppskalering, skape kultur for måling og resultater, fokus på forebygging og langsiktig finansiering.

Tjenesteleverandørenes samlede insentiver

De teoretiske insentivene samsvarer i stor grad med resultatene fra undersøkelsen. Gitt at tjenesteleverandørene er ideelle organisasjoner som brenner for å skape størst mulig sosiale resultater, og det er derfor også logisk at deres største motivasjon er muligheten til oppskalering. Tjenesteleverandørene vil oppnå større sosiale resultater gjennom SIB da de får tilgang til mer kapital over lengre tid. Samtidig kan dette vitne om at SIB ikke ville vært like attraktivt for leverandørene dersom det var mulig å få mer langsiktig finansiering andre steder.

I sum har tjenesteleverandørene åtte insentiver til å inngå SIB-kontrakter:

- Mulighet til oppskalering
- Stabil og langsiktig finansiering
- Rom for tjenesteinnovasjon
- Positiv PR
- Motivasjon for de ansatte
- Økt konkurranse
- Skape kultur for måling og resultater
- Fokus på forebygging

B.3 Når vil partene inngå en SIB-kontrakt?

B.3.1 Overordnet beslutningsmodell

Basert på insentivene kan det lages teoretiske modeller for når de ulike aktørene velger å inngå en SIB-kontrakt. Gitt at aktørene ønsker å velge de prosjektene som skaper størst økning i velferd, vil det lønne seg å velge det alternativet som har høyest nettonåverdi (Berk & DeMarzo, 2014, s. 67). Dersom nettonåverdien av SIB neddiskonteres med et avkastningskrav som representerer alternativavkastningen, vil det lønne seg for partene å inngå en SIB-kontrakt når nettonåverdien er positiv.

$$NNV(SIB) > 0$$

Prosjektet eller investeringens nettonåverdi tilsvarer fremtidig inntekt fratrukket fremtidige kostnader neddiskontert med alternativkostnaden. Inntekter og kostnader vil i denne sammenhengen være de finansielle verdiene som aktørene mottar og betaler som følge av SIB-kontrakten. Hvordan inntekt, kostnader og alternativkostnad varierer for de ulike partene i en SIB-kontrakt spesifiseres senere i denne delen.

Finansiell NNV kan brukes til å vurdere og sammenligne lønnsomheten av ulike SIB-kontrakter. Den vil derimot ikke kunne gi en helhetlig beskrivelse av når de ulike aktørene velger å inngå en avtale fordi aktørene også har andre insentiver enn finansiell gevinst. Det er eksempelvis også viktig at SIB fører til sosial avkastning, positiv PR og økt læring. Aktørens beslutning avhenger derfor av den subjektive nytten de mottar av alle fordeler og ulemper ved å inngå en gitt SIB. Verdi av nytte kan generelt estimeres med en nyttefunksjon som beskriver hvilken nytteverdi et individ får av en gitt kombinasjon av goder (Pindyck & Rubinfeld, Introduksjon til Mikroøkonomi, 2013, s. 55). I dette tilfellet vil kombinasjonen av goder være kombinasjoner av ulemper og fordeler som oppnås for en gitt SIB-kontrakt. Det presiseres at NNV også vil inngå som enten en fordel eller en ulempe i nyttefunksjonen.

$$U = f(\text{fordeler}, \text{ulemper})$$

Ulike aktører vil oppleve ulike fordeler og ulemper ved kontraktene og tillegge dem en subjektiv nytteverdi. Den subjektive vurderingen gjør det svært utfordrende å kvantifisere nytteverdien av en SIB (Pindyck & Rubinfeld, Introduksjon til Mikroøkonomi, 2013, s. 57). Uten undersøkelser der aktørene blir bedt om å kvantifisere nytten, kan vi ikke eksakt estimere

nyttefunksjonen. Det antas at nytten vil øke ved økt verdi eller økt antall fordeler, og tilsvarende falle ved økte ulemper.

$$U'(fordel) = \frac{dU}{d(fordel)} > 0$$
$$U'(ulempe) = \frac{dU}{d(ulempe)} < 0$$

Fordi NNV inngår i nytteverdien, kan det argumenteres for at kun nytteverdien er relevant. Det kan eksempelvis finnes situasjoner der en aktør ønsker å inngå en SIB-kontrakt til tross for at den ikke er økonomisk lønnsom, fordi den sosiale verdien kompenserer for det økonomiske tapet. Likevel, vil det her være nødvendig å inkludere finansiell NNV for å kunne belyse og analysere de økonomiske sidene av beslutningen. Da det i praksis ikke er mulig å estimere hver enkelt aktørs nyttefunksjon i hver enkelt SIB, er det ikke mulig å gjøre en objektiv vurdering basert på nytteverdien alene. Konklusjonen er derfor at vurderingen bør bygge på to beslutningskriterium, slik at det tas hensyn til både lønnsomhet og netto nytteverdi.

Beslutningskriterium 1

$$NNV(SIB) > 0$$

Beslutningskriterium 2

$$U = f(fordeler, ulemper) > 0$$

B.3.2 Investorene

B.3.2.1 Beslutningskriterium 1

For at investeringen skal være lønnsom for investor må den forventede kontantstrømmen være positiv. Det innebærer at internrenten til SIB investeringen må være høyere enn avkastningskravet. I utgangspunktet vil NNV være et bedre egnet beslutningskriterium enn internrenten, fordi den også tar hensyn til periodisering. Til tross for dette vil her internrenten bli benyttet for å kunne sammenligne finansiell, sosial og alternativ avkastning videre i oppgaven. Det påpekes likevel at investorer også bør beregne NNV ved vurdering av kontraktinngåelse. Beslutningskriterium 1 uttrykkes ved at den forventede finansielle

avkastning i SIB må være høyere enn avkastningen i alternative, sammenlignbare, investeringer.

$$NNV(SIB) > 0$$

$$r_F > r_a$$

Der

$$r_F = \text{Finansiell avkastning}$$

$$r_a = \text{Alternativ avkastning}$$

Hvordan den finansielle avkastningen og avkastningskravet kan estimeres vil bli utledet i oppgavens del C.

Det er verdt å merke at for filantropiske investorer vil beslutningskriterium 1 sannsynligvis være mindre relevant. Dette skyldes at filantropiske investorer i stor grad bevilger penger til sosiale formål uten å motta tilbakebetaling eller avkastning. Dette fører til at alternativavkastningen ofte er tilnærmet null. Så lenge SIB har en forventet positiv avkastning, vil dermed alltid beslutningskriterium 1 være oppfylt for filantropiske investorer.

$$r_{aFILANTROPISK} = 0$$

Hvis

$$r_F > 0$$

Vil alltid

$$r_F > r_{aFILANTROPISK}$$

B.3.2.2 Beslutningskriterium 2

I tillegg til den finansielle avkastningen av SIB, vil investorer som utledet i del B.2.1 motta nytte i form av sosial avkastning og andre goder som positiv PR. Det kan også være andre kostnader involvert i SIB enn kun investeringskostnaden. Investors netto nytteverdi er dermed den subjektive verdien som tillegges finansiell og sosial avkastning og kombinasjonen av de andre fordelene og ulempene ved investeringen gitt ved en nyttefunksjon.

$$U = f(r_F, r_S, \text{andre fordeler, andre kostnader}) > 0$$

Der

$$r_S = \text{Sosial avkastning}$$

Kategoriseringene av filantropiske og kommersielle investorer utledet i del B.1 og insentivene utledet i del B.2 kom frem til at de to investorgruppene har ulike preferanser for finansiell og sosial avkastning. Det antas derfor at filantropiske investorer opplever mest nytte av sosial avkastning, mens kommersielle investorer opplever mer nytte av finansiell avkastning. Hvordan sosial avkastning kan bli estimert vil bli utledet i del C.

$$U_{\text{kommersiell}} \quad f(r_F) > f(r_S)$$

$$U_{\text{filantropisk}} \quad f(r_F) < f(r_S)$$

For å gjøre en dypere beskrivelse av hvilke andre fordeler og ulemper investor vil ta hensyn til i vurderingen om å investere i en SIB, vil det her bli gjort et skille mellom filantropiske og kommersielle investorer.

Filantropiske investorer

Fordeler

Utledningen i del B.2.1 viste at filantropiske investorer har en rekke andre insentiver ved å investere i SIB enn kun sosial og finansiell avkastning. Disse insentivene kan sees på som fordeler som skaper nytteverdi for investorene.

$$\text{Andre fordeler} = u_1 + u_2 + u_3 + u_4 + u_5 + u_6$$

Der

$$u_1 = \text{Nettverkseffekter}$$

$$u_2 = \text{Positiv PR}$$

$$u_3 = \text{Resirkulering av kapital}$$

$$u_4 = \text{Fokus på forebygging}$$

$$u_5 = \text{Mulighet til å bidra med kunnskap}$$

$$u_6 = \text{Samarbeid med myndighetene}$$

Nettverkseffekter

Positive nettverkseffekter for en gode finnes dersom gjennomsnitts konsumentens etterspørsel etter godet øker med økt vekst i kjøp av godet fra andre konsumenter (Pindyck & Rubinfeld, Microeconomics, 2009, s. 136). Med andre ord vil folk ønske å kjøpe mer, jo mer andre kjøper. For SIB vil en positiv nettverkseffekt kunne oppstå for investorer. Når flere investorer inngår

en SIB-kontrakt og den totale investerte kapitalen øker, blir det mulig å tilby et større spektrum av risiko og avkastning. SIB-kontrakten vil dermed ha rom for å tilby investoravtaler med ulik grad av finansiell avkastning, risiko og filantropi. Disse kombinasjonene kan føre til at man i større grad møter investorenes preferanser, og vil dermed øke antallet investorer. Nettverkseffekten oppstår som følge av økt kapital, uavhengig av om den er kommersiell eller filantropisk. Som utledet i del B.2 kan filantropisk kapital ansees som «billig» og dermed benyttes til å tilby «dyrere» kapital til andre investorer. Nettverkseffektene gjør dermed at økt kapital fører til ytterligere økt kapital som igjen kan bidra til å øke den sosiale effekten. Investors nytte kan dermed estimeres som en funksjon av den økte sosiale effekten som følge av nettverkseffekter. Det antas at nettverkseffekten vil øke med den relative størrelsen på den investerte kapitalen.

$$U = f(u_1)f(r_s * \Delta I_0)$$

$$U = f(r_s * [I_j * g(x)])$$

$$g'(x) = \frac{dg}{dx} > 0$$

Der:

$$\text{Sosial effekt} = r_s * I_0$$

$$\text{Total kapital investert} = I_0 = \sum_{j=1}^J I_j$$

$$I_j = \text{Kapital investert av investor } j$$

$$g = \text{Nettverkseffekt, prosentvis tilleggsøkning i } I_0 \text{ som følge av } I_j$$

$$x = \frac{I_j}{I_0} = \text{Investors andel av total kapital investert}$$

Positiv PR

En fordel for samtlige aktører i SIB er muligheten for positiv PR. For investorer kan positiv omtale føre til eksempelvis større donasjoner og økt kapitaltilgang. Veksten i kapital vil trolig ikke avhenge av prosjektets resultat, men snarere av deltakelsen i seg selv. Den vil sannsynligvis også avta med tiden ettersom SIB deltakelsen ikke lenger er en nyhet. Videre vil PR effekten være større dersom SIB-obligasjonen er den første i sitt geografiske område eller tar for seg en ny sosial utfordring. Investors nytte av positiv PR kan estimeres som en funksjon av nåverdien av økte donasjoner i fremtiden.

$$U = f(u_2) = f\left(NNV\left(\sum_{t=1,\infty}^T q_t * Q_t\right)\right)$$

$$q_t(t, x, y) \quad \frac{dq_t}{dx} > 0 \quad \frac{dq_t}{dy} > 0 \quad \lim_{t \rightarrow \infty} q(t, x, y) = 0$$

Der:

$q_t =$ Prosentvis vekst i forvaltet kapital i år t

$t =$ Tid

$x =$ Hvor ny SIB er i det geografiske området

$y =$ Hvor ny SIB er i den sosiale utfordringen

$Q_t =$ Total forvaltet kapital i år t

For PR-modellen antas det at investor ønsker positiv PR for å hente inn mer kapital. Dette stemmer derimot ikke for alle investorer. Noen vil antakeligvis ønske positiv PR for å bli anerkjent i investormiljøet, få større tyngde i samfunnsdebatten eller åpne opp for nye samarbeid. Disse faktorene er ikke tatt med i modellen da de er vanskelige å verdsette.

Resirkulering av kapital

Flere av SIB-kontraktene opererer med resirkulering av kapital. Som beskrevet i del A.1.3 innebærer resirkulering at utbetalinger fra myndighetene før forfall reinvesteres i prosjektet. Sophie Gardiner, forskningsassistent i The Brookings Institution, påpeker i en e-post at resirkulering fører til at den totale investerte kapitalen i prosjektet blir høyere enn investors investerte kapital. Dersom prosjektet er vellykket vil dermed resirkulering føre til at investorene bidrar med en høyere sosial avkastning per investerte midler enn for andre prosjekter. Samtidig vil det føre til at tapet av mislykkede prosjekter reduseres da det vil bli avsluttet tidligere. I sum vil dette gjør SIB investeringene mer effektive fordi den forventede sosiale avkastningen per kostnad blir høyere. Fordi filantropiske investorer får økt nytte av økt sosial effekt, antas det at de også har en nytteverdi av økt effektivitet.

$$U = f(u_3) = f(\Delta(r_S * I_0))$$

$$U = f(\Delta r_S * \Delta I_0)$$

Der:

$$\text{Sosial effekt} = r_S * I_0$$

$$\Delta r_S = \text{Økt effektivitet}$$

$$\Delta I_0 = \text{Resirkulert kapital}$$

Som uttrykt over får investorene økt nytte av at den resirkulerte kapitalen øker den totale sosiale effekten ved å øke tilført kapital og sosial avkastning.

Forebygging, kunnskap og samarbeid

Andre fordeler ved SIB som trekkes frem av filantropiske investorer i utledningen av insentiver er fokus på forebygging, at de kan bidra med kunnskap og muligheten til å samarbeide med myndighetene. Det er ikke mulig å kvantifisere disse fordelene videre, og nytteverdien er dermed kun en funksjon av hvordan investor subjektivt verdsetter disse.

$$U = f(u_4) = \text{Opplevd nytte av fokus på forebygging}$$

$$U = f(u_5) = \text{Opplevd nytte av å kunne bidra med kunnskap}$$

$$U = f(u_6) = \text{Opplevd nytte av samarbeid med myndighetene}$$

Kostnader

I tillegg til investeringskostnaden, kan de filantropiske investorene oppleve andre kostnader ved investering i SIB. Dette kan være kostnader knyttet til administrativt arbeid som koordinering, kontraktsinngåelse, måling, revisjon og evaluering. I tillegg kan det oppstå uenigheter eller misforståelser som følge av at mange parter er involvert og at SIB-kontrakten er komplisert. Disse uenighetene vil kreve ekstra oppmerksomhet og kan koste både tid og penger. Avhengig av strukturen på den enkelte SIB-kontrakten kan også investorene måtte betale honorarer til andre parter i avtalen. Nytteverdien av prosjektet påvirkes derfor negativt av nåverdien av de forventede tilleggskostnadene sammenlignet med alternative måter å investere på.

$$U = f(u_7) = f(E[NV(\text{tilleggskostnader})])$$

$$U'(u_7) = \frac{dU}{du_7} < 0$$

Filantropiske investorers totale nytteverdi av en SIB-kontrakt

For at filantropiske investorer skal ønske å investere i SIB må den totale nytteverdien av kombinasjonen av fordeler og ulemper være positiv.

$$U = f(r_F, r_S, \text{andre fordeler, kostnader}) > 0$$

$$U = f(r_F, r_S, u_1, u_2, u_3, u_4, u_5, u_6, u_7) > 0$$

$$U = f(r_{SIB}, r_S * [I_j * g(x)], NNV(\sum_{t=1, \infty}^T q_t * Q_t), f(\Delta r_S * \Delta I_0), u_4, u_5, u_6, E[NV(\text{tilleggs kostnader})]) > 0$$

Kommersielle investorer

I del B.2.1 ble det utledet en rekke insentiver som skaper positiv nytteverdi for kommersielle investorer. Da flere insentiver antas å være ivaretatt gjennom den nytteverdien som skapes av finansiell og sosial avkastning vil kun nettverkseffekter, positiv PR og utvikling av en innovativ finansieringsmodell bli videre analysert som fordeler. I tillegg til fordelene, kan også investorene oppleve ulemper i form av ekstra administrasjonskostnader ved investering i SIB. Nytteverdien uttrykkes som en funksjon av de relevante variablene.

$$U = f(r_F, r_S, u_1, u_2, u_3, u_4) > 0$$

$$U'(r_F) = U'(r_S) = U'(u_1) = U'(u_2) = U'(u_3) > 0 \quad U'(u_4) < 0$$

Der

$$u_1 = \text{Nettverkseffekter}$$

$$u_2 = \text{Positiv PR}$$

$$u_3 = \text{Utvikling av ny modell}$$

$$u_4 = \text{Administrasjonskostnader}$$

Fordeler

Nettverkseffekter

I likhet med filantropiske investorer, vil også kommersielle investorer kunne skape nettverkseffekter som bidrar til å øke investert kapital og dermed også den sosiale avkastningen. Det antas derimot at kommersielle investorers nytteverdi av nettverkseffekter er lavere enn for filantropiske investorer, da de har en relativt lavere nytteverdi av sosial avkastning.

$$U = f(u_1) = f(r_S * [I_j * g(x)])$$

$$g'(x) = \frac{dg}{dx} > 0$$

Positiv PR

Som for filantropiske investorer, vil også kommersielle investorer kunne oppleve vekst i forvaltet kapital gjennom positiv PR. Investorene kan eksempelvis få flere investorer, kunder eller donasjoner. Investors nytte av positiv PR kan estimeres som nåverdien av økt kapital i fremtiden.

$$U = f(u_2) = f\left(NNV\left(\sum_{t=1,\infty}^T q_t * Q_t\right)\right)$$

$$q_t(t, x, y) \quad \frac{dq_t}{dx} > 0 \quad \frac{dq_t}{dy} > 0 \quad \lim_{t \rightarrow \infty} q(t, x, y) = 0$$

Der:

$q_t =$ Prosentvis vekst i forvaltet kapital i år t

$t =$ Tid

$x =$ Hvor ny SIB er i det geografiske området

$y =$ Hvor ny SIB er i den sosiale utfordringen

$Q_t =$ Total forvaltet kapital i år t

Også for kommersielle investorer kan positiv PR ha andre effekter. Eksempler på dette kan være bedre forhold til myndighetene, økt anerkjennelse eller rekruttering av nye forvaltere. Disse tas ikke med i modellen da de er vanskelige å verdsette.

Utvikling av en innovativ modell

I undersøkelsene utledet tidligere kommer det frem at kommersielle investorer også har et insentiv til å investere i SIB for å kunne bidra til å utvikle en innovativ modell. Denne fordelene kan estimeres som en eksternalitet. En eksternalitet kan defineres som en aktivitet gjennomført av en produsent eller konsument som påvirker andre produsenter eller konsumenter, men som ikke gjenspeiles i markedsprisen (Pindyck & Rubinfeld, Microeconomics, 2009, s. 646). Da SIB foreløpig er et relativt nytt instrument, vil hver investering bidra til å skape utvikling og erfaringer for SIB-markedet. Gjennom å investere i en kontrakt, vil dermed investorer bidra til at det blir enklere og mer effektivt for andre parter å inngå en SIB-kontrakt i fremtiden. Dette kan sees på som en positiv eksternalitet, fordi denne effekten ikke tas hensyn til i avkastningen eller investeringsbeløpet til investor. Nytteverdien antas å øke jo større effekt eksternaliteten har. Effekten antas å avta ettersom det utvikles flere SIB globalt.

$$U = f(u_3) = f(h(x))$$

$h(x) = \text{Positiv eksternalitet av utvikling av SIB som instrument}$

$x = \text{Antall SIBs gjennomført globalt}$

$$h'(x) = \frac{dh}{dx} < 0$$

Kostnader

Administrasjonskostnader

I tillegg til de kostnadene og ulempene som inkluderes i avkastningsestimeringen kan det påløpe ekstra administrasjonskostnader knyttet til vurdering, overvåkning og evaluering av SIB investeringen.

$$u_4 = f(\text{Kostnader av vurdering, overvåkning og evaluering})$$

Da SIB modellen er ny og det finnes lite historikk kan det ta mer tid å vurdere en SIB enn en alternativ plassering. Fordi SIB investeringens avkastning avhenger av det sosiale resultatet, vil det også kreve ressurser å overvåke og evaluere investeringen. Økning i de nevnte kostnadene varierer fra investor til investor og fra SIB til SIB avhengig av investors kapasitet og kompleksiteten på investeringen. Nytteverdien av prosjektet påvirkes negativt av den forventede nåverdien av tilleggskostnadene sammenlignet med alternative måter å investere på.

$$U = f(u_4) = f(E[NV(\text{tilleggskostnader})])$$

$$U'(u_4) = \frac{dU}{du_4} < 0$$

Kommersielle investorers totale nytteverdi av en SIB-kontrakt

For at filantropiske investorer skal ønske å investere i SIB må den totale nytteverdien av kombinasjonen av fordeler og ulemper være positiv.

$$U = f(r_{SIB}, \text{andre fordeler, kostnader}) > 0$$

$$U = f(r_{SIB}, u_1, u_2, u_3, u_4) > 0$$

$$U = f(r_F, r_S, r_S * [I_j * g(x)], NNV(\sum_{t=1, \infty}^T q_t * Q_t), h(x), E[NV(\text{tilleggskostnader})]) > 0$$

B.3.2.3 Delkonklusjon: Når vil investorene utstede en SIB-kontrakt?

I sum vil investorene ønske å utstede en SIB dersom forventet avkastning er høyere enn avkastningskravet og dersom nytteverdien av kombinasjonen av alle fordeler og ulemper er positiv.

$$1) r_F > r_a$$

$$2) U = f(r_F, r_S, \text{andre fordeler}, \text{andre kostnader}) > 0$$

B.3.3 Myndighetene

B.3.3.1 Beslutningskriterium 1

Det første kriteriet er at SIB utstedelsen må ha en positiv netto nåverdi slik at det er økonomisk lønnsomt for myndigheten å gjennomføre. Det betyr i praksis at den neddiskonterte kontantstrømmen av alle fremtidige inntekter og utgifter fra SIB utstedelsen må være positiv.

$$NNV(SIB) > 0$$

$$\sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{Inntekt} - \text{kostnad}}{(1 + r_a)^t} > 0$$

Som utledet i myndighetenes insentiver i del B.2.2 vil myndighetenes inntekter i hovedsak bestå av fremtidige kostnadsbesparelser som følge av å gjennomføre et forebyggende prosjekt. I tillegg vil myndighetene kunne oppnå en læringseffekt av å utstede SIB lokalt. Denne læringseffekten kan bidra til å redusere kostnadene knyttet til utstedelse av SIB i fremtiden.

På kostnadssiden vil myndighetens hovedpost være å betale tilbake investor med avkastning og eventuelle utbetalinger til resirkulering. I tillegg vil det koste penger for myndighetene å utstede, administrere og avslutte SIB. Det kan også påløpe honorarer, bonuser eller avgifter til andre aktører i SIB-avtalen som bindeledd og rådgivere.

+ Inntekter
<i>Fremtidige kostnadsbesparelser av forebygging</i>
<i>Reduserte kostnader som følge av læring</i>
- Kostnader
<i>Utbetalinger til investor</i>
<i>Resirkulering av kapital</i>
<i>Kostnad av utstedelse</i>
<i>Kostnad av administrasjon</i>
<i>Kostnad av sluttevaluering</i>
<i>Eventuelle honorarer</i>
= Netto KS

Tabell B.3.3.1 – Myndighetenes inntekter og kostnader ved utstedelse av SIB

Inntekter

Fremtidig kostnadsbesparelse av forebygging

De fremtidige kostnadsbesparelsene av prosjektet avhenger av hvilken type prosjekt det er. For prosjekter som ønsker å redusere tilbakefallsraten for tidligere straffedømte, vil den direkte kostnadsbesparelsen være fremtidige fengselsplasser. For arbeidsledige vil det være utbetaling av arbeidsledighetstrygd. Likevel er det vanskelig å anslå de totale besparelsene da de samfunnsmessige ringvirkningene kan være enorme. Myndighetene vil for eksempel spare penger på lavere kriminalitet, økt skatteinntekt, redusert behov for sosialhjelp, færre kommunale boliger, helsevesen, barnevern osv.

De totale kostnadsbesparelsene for myndighetene kan estimeres som nåverdien av de forventede kostnadsbesparelsene per prosjektdeltaker over deres gjenværende levetid.

$$\text{Inntekt} = NV \left(\sum_{t=1}^T K_t \right) * A * p_s$$

Der

K = Årlig kostnadsbesparelser per deltaker hjulpet

T = Deltakernes gjennomsnittlige forventede levealder

A = Antall deltakere i prosjektet

p_s = Sannsynligheten for at prosjektet oppnår full suksess

Det forutsettes for modellen at sannsynligheten for suksess er lineært avhengig av antall deltakere hjulpet. I realiteten varierer resultatmålingene fra prosjekt til prosjekt. Det forutsettes også at kostnadene er uendret over deltakernes leveår. Dette er en forenkling da kostnadene trolig vil variere gjennom ulike perioder av livet. Likevel er den en rimelig antakelse at de vil holde seg relativt stabile over hele levealderen.

Reduserte kostnader som følge av læring

Ved å utstede en SIB vil myndighetene opparbeide seg viktig kompetanse og erfaring på området. Dette kan føre til økt sannsynlighet for suksess og reduserte kostnader ved neste utstedelse. I sum vil dette gjøre fremtidige SIB mer lønnsomme. Inntekten kan estimeres som forventet økt nåverdi av reduserte kostnader i fremtidige SIB. Inntekten er en funksjon av læringseffekt og forventet antall fremtidige SIB utstedelser.

$$Inntekt = NV(O)$$

$$O = h(x, y)$$

$$\frac{dh}{dx} > 0 \quad \frac{dh}{dy} > 0$$

Der

$x = \text{Økt lønnsomhet som som følge av læring}$

$y = \text{Forventet antall SIB utstedelser i fremtiden}$

Det antas videre at forventet antall fremtidige SIB utstedelser avhenger positivt av nåværende SIBs sannsynlighet for suksess. Læringseffekten er derimot antatt å være uavhengig av om prosjektet er en suksess eller ikke.

$$y = j(p_s)$$

$$\frac{dj}{dp_s} > 0$$

Kostnader

Utbetalinger til investor

Myndighetenes utbetalinger til investor vil være nøyaktig lik investors forventede finansielle avkastning. Denne kontantstrømmen vil bli videre spesifisert i del C. Foreløpig estimeres kostnaden som nåverdien av avkastning og tilbakebetaling av investert kapital.

$$Kostnad = NV \left(\left(\sum_{t=1}^T r_{Ft} * I_0 \right) + I_0 \right)$$

Der

r_{Ft} = Avkastning i år t

T = Obligasjonens løpetid

Resirkulering av kapital

Resirkulering av kapital er i praksis utbetalinger fra myndighetene til prosjektet. Utbetalingen avhenger positivt av prosjektets resultat, i de tilfellene der SIB er organisert med resirkulering.

$$Kostnad = NV(R)$$

$$R = f(r_s)$$

Der

R = Utbetaling som følge av resirkulering

$$\frac{df}{dr_s} > 0$$

Nåverdi av andre forventede kostnader

Myndighetene har flere kostnader knyttet til utstedelsen av SIB. Først og fremst vil det være en politisk kostnad knyttet til utredelse og vedtak. Sekundært vil det ha en rekke administrative kostnader ved utstedelse. I de fleste tilfellene er det som beskrevet i del A et bindeledd som administrerer obligasjonen. Det er da bindeleddet som bærer kostnadene av å definere målbare utfall, finne investorer, finne tjenesteleverandør(er), evaluering osv. Likevel kreves det antakeligvis en viss administrativ oppfølging fra myndighetene. I tillegg kreves det i noen tilfeller at myndighetene betaler bindeleddet en avgift eller bonus ved suksess. Disse kostnadene vil være svært ulike mellom ulike myndigheter og ulike SIB og vil derfor ikke spesifiseres mer nøyaktig her.

$$Kostnad = NV(C)$$

Der

C = politiske og administrative kostnader og betaling av honorar

Avkastningskrav

Som for investorene vil myndighetenes avkastningskrav tilsvare den avkastningen myndighetene kan oppnå ved å bruke ressursene på en annen måte. Dersom myndighetenes alternativ er å investere i et annet sosialt prosjekt eller en annen SIB vil avkastningskravet tilsvare avkastningen til det alternative prosjektet. Dersom myndighetenes alternativ er å droppe obligasjonen og ikke foreta noen andre investeringen, vil avkastningskravet tilsvare risikofri rente for å gjenspeile pengenes tidsverdi.

Alternativ 1 $r_a = \text{avkastning av alternativt sosialt prosjekt}$

Alternativ 2 $r_a = r_f$

Total NNV av SIB

$$NNV = \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{Inntekt}}{(1+r_a)^t} - \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{kostnad}}{(1+r_a)^t}$$
$$NNV = NV\left(\sum_{t=1}^T K_t\right) * A * p_s + NV(O) - NV\left(\left(\sum_{t=1}^T r_{Ft} * I_0\right) + I_0\right) - NV(R) - NV(C)$$

B.3.3.2 Beslutningskriterium 2

Det andre beslutningskriteriet er at myndighetens nytteverdi av NNV samt andre fordeler og ulemper ved å utstede SIB skal være positiv. Som utledet i del B.2.2 vil også den skapte sosiale effekten og økt samarbeid med interne og eksterne enheter skape nytteverdi for myndighetene. I tillegg finnes det noen økonomiske fordeler ved å inngå en SIB relativt til en alternativ måte å organisere forebyggende, offentlige prosjekter. For det første kan det være en gevinst for myndighetene å overføre investeringskostnaden til private investorer. For det andre vil de kunne spare penger på å øke prosjekteffektiviteten gjennom omgåelse av politiske prosesser, budsjettprosesser og planleggingsrestriksjoner. Disse økonomiske fordelene kan ikke tas med i kontantstrømmen, fordi det ikke er realiserte inntekter ved inngåelse av en SIB, men fordeler ved inngåelse av SIB kontra et annet prosjekt. De vil derfor inkluderes som andre fordeler.

En ulempe for myndighetene kan være risikoen for negativ PR dersom prosjektet går galt. Dersom overføring av investeringskostnad viser seg å være negativ, vil også dette bli en ulempe.

$$U = f(NNV(SIB), u_1, u_2, u_3, u_4, u_5)$$

Der

$u_1 = \text{Sosial verdi}$

$u_2 = \text{Økt samarbeid}$

$u_3 = \text{Overføring av investeringskostnad}$

$u_4 = \text{Økt prosjekteffektivitet}$

$u_5 = \text{Negativ PR}$

Nyttefunksjonen gis av hvordan den enkelte myndighet subjektivt verdsetter fordelene og ulempene, men det antas at nytteverdien øker med fordelene og faller med ulempene.

$$U'(r_{NNV}) = U'(u_1) = U'(u_2) = U'(u_3) = U'(u_4) > 0 \qquad U'(u_5) < 0$$

Fordeler

Sosialt resultat

I tillegg til den verdien som genereres økonomisk, vil også myndighetene oppleve en nytte av at samfunnet blir bedre. Det kan være faktorer som at samfunnet blir tryggere, at tilliten mellom folk øker, at de sosiale forskjellene reduseres eller at innbyggerne får økt selvfølelse. Disse faktorene er vanskelige å verdsette, men kan estimeres som sosial avkastning (SROI). Et rammeverk for estimering av SROI er utledet i del C. Oppsummert vil myndighetenes nytte av sosialt resultat være netto sosial verdi skapt for samfunnet.

$$U = f(u_1) = f(\text{Netto SROI} * \text{Nåverdi av kostnader}) = f(\text{Netto sosial verdi})$$

Økt samarbeid med eksterne og interne enheter

Myndigheten kan gjennom utstedelsen av en SIB øke samarbeidet med andre aktører som private investorer og frivillige organisasjoner. Samtidig kan SIB også bidra til å utvikle eller ekspandere samarbeidet på tvers av offentlige enheter for å løse felles utfordringer. Dette kan være nyttig både for fremtidige SIB og andre prosjekter i fremtiden.

$$U = f(u_2) = f(\text{Økt samarbeid})$$

Overføring av investeringskostnader

Kostnadsbesparelsen av å overføre investeringskostnadene kan beregnes som nåverdien av differansen mellom å betale tilbake investorene i SIB multiplisert med sannsynligheten for full betaling og alternative finansieringsmetoder av prosjektet. Det myndigheten tjener, eller taper,

på overføring av investeringskostnaden vil dermed legges til eller trekkes fra utbetalingen til investor.

$$U = f(u_3) = f(NNV[I_0 * (1 + r_d)^t] - NNV[p_s * I_0 * (1 + r_e)^t])$$

$$U = f\left(I_0 \left(\frac{(1 + r_d)^t - p_s * (1 + r_e)^t}{(1 + r_d)^t}\right)\right)$$

Der $p_s =$ Sannsynligheten for at prosjektet oppnår full suksess
 $I_0 =$ Investeringskostnad
 $r_e =$ Avkastning til investor ved full suksess
 $r_d =$ Rente ved alternativ finansiering, f. eks. lånerente

Det innebærer at $U > 0$ hvis $(1 + r_d)^t > p_s * (1 + r_e)^t$
 $U < 0$ hvis $(1 + r_d)^t < p_s * (1 + r_e)^t$

Myndighetene vil få en positiv nytteverdi av å utstede en SIB dersom rentekostnaden ved alternativ finansiering overstiger den forventede avkastningen til investorene.

Konklusjonen er en forenkling av virkeligheten som bygger på to forutsetninger. For det første er investorenes utbetalinger 100% justert etter prosjektets suksessrate. Det betyr at dersom prosjektet oppnår 70% av avtalt resultat, får investor betalt 70% av hovedstol og avkastning. I realiteten er det svært få obligasjoner som følger dette prinsippet. For det andre skjer hele utbetalingen til investor ved obligasjonens forfall. I realiteten er det flere obligasjoner som har løpende eller periodevise utbetalinger.

Økt prosjekteffektivitet

I utledningen om myndighetenes insentiver i del B.1 kommer det frem at omgåelse av prosesser og politiske planleggingsrestriksjoner er svært viktig for myndighetene. Disse omgåelsene kan føre til at prosjektet tar mindre tid å planlegge og dermed koster mindre å gjennomføre enn vanlige offentlige sosiale prosjekter. Da størrelsen på denne kostnadsbesparelsen i stor grad vil avhenge av de politiske, administrative og økonomiske forholdene i den enkelte myndighet vil den ikke kunne spesifiseres mer nøyaktig på generelt nivå.

$$U = f(u_4) = f(N)$$

Der $N =$ Kostnadsbesparelser av økt prosjekteffektivitet

Ulemper

Negativ PR

Dersom prosjektet går galt, kan myndighetene oppleve negativ PR. Negativ omtale kan skape mange ulike effekter i samfunnet. Eksempelvis kan det lede til at befolkningen får lavere tillit til myndighetene og til at politikerne får lavere troverdighet. Dermed kan det også føre til endringer i politisk ledelse. PR effekten er antatt å være negativt avhengig av SIB-prosjektets sannsynlighet for suksess.

$$U = f(u_3) = f(k(p_s))$$

$$\text{Der} \quad k(p_s) = \text{Effekt av negativ PR} \quad \frac{dk}{dp_s} < 0$$

B.3.3.3 Delkonklusjon: Når vil myndighetene utstede en SIB-kontrakt?

I sum vil myndighetene ønske å utstede en SIB dersom den er lønnsom og dersom nytteverdien av kombinasjonen av alle fordeler og ulemper er positiv.

$$1) \quad NNV(SIB) > 0$$

$$NNV = NV\left(\sum_{t=1}^T K_t\right) * A * p_s + NV(O) - NV\left(\left(\sum_{t=1}^T r_{Ft} * I_0\right) + I_0\right) - NV(R) - NV(C) > 0$$

$$2) \quad U = f(NNV(SIB), u_1, u_2, u_3, u_4, u_5) > 0$$

B.3.4 Tjenesteleverandørene

Tjenesteleverandørene vil følge de samme to beslutningskriteriene som investorene og myndighetene. Da de fleste tjenesteleverandørene er frivillige eller ideelle organisasjoner som ikke har som formål å tjene penger, er det derimot rimelig å anta at de har en lavere nytteverdi av positiv NNV enn andre aktører. Beslutningskriterium 2 bør derfor tillegges mest vekt for tjenesteleverandørene.

B.3.4.1 Beslutningskriterium 1

Som utledet i B.2.3 vil det kunne oppstå kostnadsbesparelser ved inngåelse av en SIB-kontrakt i form av organisasjons- og tilbudsutvikling. Samtidig kan inntektene økes gjennom positiv PR og dersom de mottar et honorar. På den andre siden kan det påløpe økte kostnader gjennom voksesmerter og dersom prosjektet feiler.

$$NNV(SIB) > 0$$

$$NNV(SIB) = \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{Inntekt} - \text{kostnad}}{(1 + r_a)^t} > 0$$

+ Inntekter
<i>Organisasjons- og tilbudsutvikling</i>
<i>Positiv PR</i>
<i>Honorar for suksess</i>
- Kostnader
<i>Kostnad av voksesmerter</i>
<i>Kostnad av at prosjektet mislykkes</i>
= Netto KS

Tabell B.3.4.1 - Tjenesteleverandørens inntekter og kostnader ved inngåelse av SIB

Inntekter

Organisasjons- og tilbudsutvikling

En SIB kan lede til organisasjons- og tilbudsutvikling hos tjenesteleverandøren. Organisasjonen kan gjennom SIB få erfaring med å håndtere større prosjekter, lære mer om måling og evaluering, forbedre prosjektledelsen og generelt øke effektiviteten i prosjektene. Med effektivitet menes det her kostnad per oppnådde sosiale resultat. Den totale nytten av utviklingen kan estimeres som nåverdien av kostnadsbesparelsene.

$$\text{Inntekt} = NV \left(\sum_{t=1, \infty}^T e * P_t \right)$$

Der

e = Prosentvis effektivisering

P_t = Årlig projektkostnad

Positiv PR

En SIB vil gi tjenesteleverandøren økt oppmerksomhet, ofte publisitet i media og suksesshistorier å vise til. Dette kan gjøre det lettere å få nye investorer i fremtiden slik at organisasjonen kan vokse enda mer. Inntektseffekten kan estimeres som vekst i investert kapital på samme måte som for investorene.

$$\text{Inntekt} = NV \left(\sum_{t=1, \infty}^T q_t * Q_t \right)$$

$$q_t(t, x, y) \quad \frac{dq_t}{dx} > 0 \quad \frac{dq_t}{dy} > 0 \quad \lim_{t \rightarrow \infty} q(t, x, y) = 0$$

Der:

$q_t =$ Prosentvis vekst i investert kapital i år t

$t =$ Tid

$x =$ Hvor ny SIB er i det geografiske området

$y =$ Hvor ny SIB er i den sosiale utfordringen

$Q_t =$ Total investert kapital i år t

Honorar for suksess

Dersom prosjektet er en suksess kan tjenesteleverandør motta et honorar som bonus.

$$\text{Inntekt} = NV(H)$$

Der

$H =$ honorar

Kostnader

Kostnad av voksesmerter

Organisasjonen kan få såkalte «voksesmerter» som følge av stor utvidelse av tjenestetilbudet over kort tid. Voksesmertene kan blant annet gjenspeiles i økte administrasjonskostnader og skyldes et underliggende behov for å oppdatere organisasjonens infrastruktur (Flamholtz & Randle, 2007, s. 48). For tjenesteleverandørene kan voksesmerter være kostnader til ansettelse og rekruttering, behov for større lokaler, nye IT-systemer, lederutvikling osv. Voksesmertene vil gi sprangvise kostnadsøkninger til tjenesteleverandører som får nye kontrakter. De vil dermed ikke estimeres som en kontinuerlig økning i kontantstrømmen, men som store

engangskostnader. Videre avhenger kostnadene av hvor stor vekst SIB-prosjektet innebærer for organisasjonen.

$$\text{Kostnad} = NV(V(f))$$

Der

$V = \text{kostnad av voksesmerter}$

$$f = \frac{\text{Kapital investert i SIB}}{\text{Eksisterende kapital investert i organisasjonen}}$$

$$V'(f) = \frac{dV}{df} > 0$$

Kostnad av at prosjekter mislykkes

Det er også en risiko for at SIB-prosjektet mislykkes og/eller avsluttes tidlig. Dette kan skape negativ publisitet og vil kunne redusere mengden investert kapital i fremtiden. Det antas at fallet i kapital investert avtar med tiden. Denne kostnaden vil avhenge negativt av sannsynligheten for suksess. Kostnaden av at prosjektet mislykkes kan estimeres som den forventede nåverdien av tapt investert kapital i fremtiden.

$$\text{Kostnad} = (1 - p_s) * NV \left(\lim_{q_t \rightarrow 0} \sum_{t=1, \infty}^T q_t * Q_t \right)$$

Der

$(1 - p_s) = \text{sannsynligheten for at prosjektet mislykkes}$

$q_t = \text{prosentvis endring i investert kapital i år } t$

$Q_t = \text{Investert kapital i år } t$

Avkastningskrav

Tjenesteleverandørene kan velge å inngå andre prosjekter, for eksempel med myndighetene eller investorer direkte. Avkastningskravet for å vurdere lønnsomheten av en SIB-kontrakt bør derfor tilsvare forventet avkastning på alternative prosjekter. Dersom det ikke finnes noen alternativer, bør avkastning settes til risikofri rente for å gjenspeile pengenes tidsverdi.

Alternativ 1 $r_a = \text{avkastning av alternativt sosialt prosjekt}$

Alternativ 2 $r_a = r_f$

Total NNV av SIB

$$NNV = \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{Inntekt}}{(1+r_a)^t} - \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{kostnad}}{(1+r_a)^t}$$

$$NNV = NV \left(\sum_{t=1, \infty}^T e * P_t \right) + NV \left(\sum_{t=1, \infty}^T q_t * Q_t \right) + NV(H) - NV(V(f)) - (1 - p_s) * NV \left(\lim_{q_t \rightarrow 0} \sum_{t=1, \infty}^T q_t * Q_t \right)$$

B.3.4.2 Beslutningskriterium 2

Den totale nytteverdien av alle fordeler og ulemper må også være positiv for tjenesteleverandøren.

$$U = f(\text{fordeler}, \text{ulemper}) > 0$$

Som utledet i del B.2.3 er en av de største fordelene med SIB at de gir mulighet til oppskalering som igjen gjør det mulig for tjenesteleverandørene å øke den sosiale effekten de har på samfunnet. En annen viktig fordel er at SIB-prosjekter gir langsiktig finansiering. Dette vil kunne føre til kostnadsbesparelser sammenlignet med alternative prosjekter. Andre fordeler er økt konkurranse, at det er motiverende for de ansatte å være med på å teste et nytt konsept og at tjenesteleverandøren setter pris på at prosjektet er forebyggende. En ulempe er derimot at kannibalisering kan føre til redusert sosial effekt i andre prosjekter.

$$U = f(NNV(SIB), u_1, u_2, u_3, u_4, u_5, u_6)$$

$$U'(r_{NNV}) = U'(u_1) = U'(u_2) = U'(u_3) = U'(u_4) = U'(u_5) > 0$$

$$U'(u_6) < 0$$

Der

$u_1 = \text{Økt konkurranse}$

$u_2 = \text{Økt sosial effekt som følge av oppskalering}$

$u_3 = \text{Økt motivasjon hos de ansatte}$

$u_4 = \text{Fokus på forebygging}$

$u_5 = \text{Langsiktig finansiering}$

$u_6 = \text{Reduksjon i sosial effekt som følge av kannibalisering}$

Fordeler

Økt konkurranse

I SIB-kontraktene som er organisert som fond vil tjenesteleverandørene måtte by på SIB-kontraktene. Det betyr at det blir økt konkurranse mellom aktørene. Dette kan føre til at tjenesteleverandørene må konkurrere om både kvalitet og kostnad som kan gi høyere sosial avkastning per investert krone.

$$U = f(u_1) = f(\Delta r_s)$$

Der $u_1 = \text{Økt effektivitet og kvalitet på tjenestetilbudet}$

Muligheten til oppskalering

Gjennom økt oppskalering av prosjekter vil tjenesteleverandørene få muligheten til å hjelpe flere individer i målgruppen. Den sosiale effekten organisasjonen kan ha på samfunn og enkeltmennesker vil derfor øke.

$$U = f(u_2) = f(r_s * \Delta I_0)$$

Der $u_2 = \text{Økt sosial effekt som følge av oppskalering}$

Motiverende for de ansatte

Da SIB er et nytt prosjekt som kan skape nye utfordringer og omtale i media, vil dette kunne virke motiverende for ansatte og organisasjonen som helhet. Økt motivasjon kan ha mange positive effekter for organisasjonen som forbedret arbeidsmiljø og forbedret arbeidsinnsats.

$$U = f(u_3) = (\text{Økt motivasjon hos de ansatte})$$

Fokus på forebygging

Som utledet i del B.2.3 kan det være et insentiv for å inngå SIB at prosjektene er forebyggende. Dette er dermed antatt å skape en ekstra nytteverdi for de tjenesteleverandørene som har en preferanse for forebyggende prosjekter.

$$U = f(u_4) = (\text{Fokus på forebygging})$$

Langsiktig finansiering

Gjennom SIB oppnår tjenesteleverandørene mer stabil og langsiktig finansiering. Dette reduserer risiko for prosjektene fordi det gjør det mulig å drive mer langsiktig planlegging. Samtidig vil det her bare redusere risiko for det aktuelle SIB-prosjektet, og ikke for organisasjonen som helhet. Denne risikooverføringen gir dermed ikke noen tilleggsverdi til organisasjonen, men reduserer risikoen til et SIB-prosjekt relativt til et vanlig prosjekt.

I tillegg vil langsiktig finansiering redusere kostnadene knyttet til å finne investorer og hente inn kapital. Uten SIB vil offentlige enheter vanligvis bare bevilge midler for ett år av gangen. Ved en SIB-kontrakt vil derfor tjenesteleverandør spare de årlige kostnadene til kapitalinnhenting over prosjektets løpetid.

$$U = f(u_5) = f\left(NV\left(\sum_{t=1}^T H_t\right)\right)$$

Der

H_t = Årlig kostnad ved kapitalinnhenting

T = Prosjektets løpetid (år)

Kostnader

Kostnader av kannibalisering

Kannibalisering er en prosess der et nytt produkt i en bedrift begynner å konkurrere med et eller flere av bedriftens eksisterende produkter (Kotler & Keller, 2009). For tjenesteleverandøren kan kannibalisering innebære redusert kvalitet på organisasjonens resterende prosjekter som følge av at SIB-prosjektet tar opp mye ressurser. Det kan i sum føre til en reduksjon i den totale sosiale avkastningen organisasjonen klarer å skape i samfunnet.

$$U = f(u_5) = f(\text{Reduksjon i sosial effekt som følge av kannibalisering})$$

B.3.4.3 Når bør tjenesteleverandørene inngå en SIB-kontrakt?

I sum vil tjenesteleverandørene ønske å utstede en SIB dersom den er lønnsom og dersom nytteverdien av kombinasjonen av alle fordeler og ulemper er positiv.

1) $NNV(SIB) > 0$

$$NV\left(\sum_{t=1,\infty}^T e * P_t\right) + NV\left(\sum_{t=1,\infty}^T q_t * Q_t\right) + NV(H) - NV(V(f)) - (1 - p_s) * NV\left(\lim_{q_t \rightarrow 0} \sum_{t=1,\infty}^T q_t * Q_t\right) > 0$$

2) $U = f(NNV(SIB), u_1, u_2, u_3, u_4, u_5, u_6) > 0$

Del C - Estimering av finansiell og sosial avkastning for investor

Målet med denne delen av oppgaven er å estimere investors finansielle avkastning, vurdere risikoen ved å investere i SIB og estimere prosjektets sosiale avkastning.

C.1 Hvilken kapital er investert i SIB?

Denne delen av oppgaven analyserer egenskapene i de ulike SIB-kontraktene og hvilken type kapital som har blitt investert i SIB. Analysen er nødvendig for å senere kunne velge riktig modell for å estimere finansiell avkastning.

C.1.1 Teori: Hva er forskjellen på egenkapital og gjeld?

IASB (The International Accounting Standard Board) som setter internasjonale regnskapsstandarder (IFRS) ga i 2012 ut en presentasjon (IAS 32) som etablerer prinsipper for hvorvidt finansielle instrumenter bør klassifiseres som egenkapital eller gjeld. (Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), 2015)

I følge regnskapsstandardene er det flere elementer som gjør at kapital bør defineres som gjeld. Det viktigste elementet i et gjeldsinstrument er at utsteder har en avtalefestet plikt til å betale hovedstol, renter eller utbytte til investor. Andre elementer som kategoriserer gjeld er at kun investor har muligheten til å innløse instrumentet, kontrakten har en fastsatt løpetid og utbytte er ikke en skjønnsmessig vurdering. (Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), 2015)

På den andre siden er egenkapital i hovedsak en kontrakt som gir rett på gjenværende avkastning av eiendeler etter at gjeld er trukket fra. Utsteder har dermed ingen avtalefestet plikt til å utbetale kontanter eller finansielle eiendeler til investor. All avkastning på egenkapital kan både bli betalt med kontanter og med utsteders egne egenkapitalinstrumenter. Videre må en egenkapitalkontrakt bli inngått ved at et gitt antall egenkapitalinstrumenter blir byttet mot en gitt mengde kontanter eller andre finansielle eiendeler. Dette kalles «The fixed for fixed

requirement». Dersom de to mengende som gis og mottas varierer, det vil si dersom prisen ikke er gitt, ansees ikke kontrakten som egenkapital. I motsetning til gjeld har investor ikke mulighet til å løse inn aksjene og det er ingen fastsatt dato for likvidering av instrumentene. (Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), 2015)

For egenkapital kan det gjøres et skille mellom ordinære aksjer og preferanseaksjer. Preferanseaksjer kjennetegnes ved at de har bedre betingelser enn vanlige aksjer. De kan typisk ha fortrinnsrett ved utbetaling av utbytte, fortrinnsrett over vanlige aksjonærer ved likvidasjon av selskapets eiendeler eller gunstige stemmerettigheter i selskapets styre. Noen preferanseaksjer er også konvertible, det betyr at de kan byttes mot et avtalefestet antall vanlige aksjer på et senere tidspunkt. De er likevel kategorisert som egenkapital. (Berk & DeMarzo, 2014, s. 810)

Regnskapsstandardene tilsier at for instrumenter som er sammensatt av gjeld og egenkapital, for eksempel konvertible obligasjoner, er det vanlig å splitte disse to delene for å finne riktig verdi (Association of Chartered Certified Accountants (ACCA), 2015).

C.1.2 Analyse: Er investeringene i SIB i hovedsak egenkapital eller gjeld?

Analysen vurderer hvorvidt kapitalen i SIB samsvarer med karakteristikkene for henholdsvis egenkapital og gjeld. Rene bevilgninger ikke er med i analysen.

Utsteder har ikke plikt til å betale avkastning eller hovedstol

I følge Annika Tverin, direktør i Social Finance UK, skal i utgangspunktet den finansielle avkastningen i en SIB være 100% avhengig av det sosiale resultatet. Markedsdata viser at selv om avkastningen ikke alltid er 100% justert, avhenger finansiell avkastning av sosialt resultat i flertallet av obligasjonene. Investorer har dermed verken krav på en fast rente eller på å få tilbake hovedstol. Dette vitner om at hovedparten av den investerte kapitalen er mest lik egenkapital. Noen av investeringsforholdene har derimot en fastsatt årlig rente og/eller garantert tilbakebetaling av hovedstol. Kapitalen i disse investeringsforholdene ligner derfor mer på gjeld.

Investor har ikke mulighet til å løse inn instrumentet

Med bakgrunn i markedsdata fra The Brookings Institution er det sjelden opplyst om investors rett til å terminere kontrakten eller kreve inn tilbakebetalt investert kapital før forfall. Det tyder på at investor ikke har mulighet til å løse inne kontrakten og dermed på at kapitalen ligner egenkapital. Samtidig har noen få kontrakter en klausul om at avtalen kan termineres, i disse tilfellene vil kapitalen ligne mer på gjeld.

Fastsatt løpetid

Alle SIB-kontraktene har en fastsatt løpetid og et forfallstidspunkt for eventuell utbetaling av hovedstol og avkastning. På dette punktet samsvarer SIB kapitalens egenskaper med gjeld.

Skjønnsmessig vurdering av utbetaling

Hovedprinsippet bak SIB er at den finansielle avkastningen skal samsvare med det sosiale resultatet. Dermed vil utbetaling til investorene være en skjønnsmessig vurdering av hvor godt det oppnådde resultatet er og hvor mye finansiell avkastning det gitte resultatet skal gi. Samtidig er avkastningen for de fleste obligasjoner avtalt på forhånd. Dette innebærer at måling, måltall, evaluering og tilbakebetaling allerede er satt. Avkastningen vil dermed hovedsakelig være skjønnsmessig fastsatt selv om den følger forhåndsbestemte retningslinjer. Skjønnsmessig vurdering i SIB samsvarer med egenkapital.

Kontrakten gir investor rett på gjenværende kapital

Hva som skjer med gjenværende kapital etter prosjektets forfall avhenger fra SIB til SIB. I noen tilfeller sitter bindeleddet igjen med overskuddet og andre ganger tjenesteleverandøren. Dersom dette ikke er spesifisert vil antakeligvis overskuddsavkastning tilfalle myndighetene da det er de som sitter igjen med de totale kostnadsbesparelsene. Det betyr med andre ord at investor ikke har rett på all residual avkastning og dermed har en begrenset oppside. Rett på gjenværende kapital er en viktig karakteristikk ved egenkapital. Mangel på dette for SIB tyder derfor på at SIB kapital er mer lik gjeld.

Tilbakebetaling med andre finansielle instrumenter

Det ser ut til at de fleste kontraktene har avtale om utbetaling av kontanter da en individuell SIB-kontrakt normalt sett ikke har andre finansielle instrumenter å utstede. Det finnes derimot ingen hindringer for at investor kan bli tilbakebetalt med eksempelvis nye SIB av samme utsteder i fremtiden. Investor tilbakebetales dermed på tilsvarende måte som egenkapital ved oppløsning av et aksjeselskap og SIB kapitalen samsvarer med egenkapital.

Fixed for fixed requirement

I en egenkapitalkontrakt er somregel prisen fastsatt slik at en investor betaler en gitt sum i eksempelvis kontanter for å motta et gitt antall av eksempelvis aksjer. I en SIB-kontrakt vil tilsynelatende ikke investor motta et gitt verdipapir med en gitt verdi fordi SIB-kontrakter per dags dato ikke kan selges eller kjøpes på markedet. Likevel mottar investor en gitt andel av totalkapitalen investert i SIB og avkastningen tilsvarende denne andelen og avtalen. Investor vil dermed være garantert at den kontrakten han har betalt for ikke kan endres. På dette punktet er SIB kapitalen lik egenkapital.

Konklusjon: Er SIB kapitalen egenkapital eller gjeld?

Som illustrert i tabell C.1.2.1 oppfyller SIB-kapitalen i majoriteten av investeringsforholdene flest kriterier for å bli kategorisert som egenkapital. Likevel mangler flertallet egenskapene «fastsatt løpetid» og «rett på gjenværende kapital». Disse manglene fører til at det er upresist å konkludere med at SIB kapitalen bør kategorisere som egenkapital. De fleste SIB har unike kombinasjoner av egenskaper som fører til at de har elementer fra både egenkapital og gjeld, og hverken kan kategoriseres som den ene eller den andre.

Karakteristikk	Kjennetegner flertallet av SIB	Tilsvarende kategori
Utsteder har ikke plikt til å betale avkastningen eller hovedstol	Nei	Egenkapital
Investor har ikke mulighet til å løse inn instrumentet	Nei	Egenkapital
Fastsatt løpetid	Ja	Gjeld
Skjønnsmessig vurdering av utbetaling	Ja	Egenkapital
Kontrakten gir investor rett på gjenværende kapital	Nei	Gjeld
Finansiell avkastning utbetales med kontanter eller andre finansielle instrumenter	Ja	Egenkapital
Fixed for fixed requirement	Ja	Egenkapital

Tabell C.1.2.1 - Oppsummering av SIBs oppfyllelse av kriteriene for egenkapital og gjeld

C.1.3 Empiri: Hvordan er dagens investeringsforhold fordelt på egenkapital og gjeld?

Til tross for at del C.1.2 konkluderer med at de fleste SIB investeringer er kombinasjoner av egenkapital og gjeld, vil det her bli gjort en kategorisering. Dette er nødvendig for å kunne lage en empirisk analyse av markedsdata fra rapporten utgitt av The Brookings Institution.

Obligasjoner som har egenskapene fastsatt rente, garantert tilbakebetaling av hovedstol eller mulighet til å terminere kontrakten før forfall blir her kategorisert som gjeld. Alle andre blir kategorisert som egenkapital. Noen av egenkapitalinvesteringene har derimot prioritet i tilbakebetalingen. Disse investeringsforholdene kategoriseres som preferansekapital.

En gjennomgang av alle investeringsforhold viser at det var 16% som i hovedsak minnet om gjeld og 76% som minnet mest om egenkapital.

C.1.3.1 Gjeldsinvesteringer

Det er totalt 18 gjeldsinvesteringer, noe som utgjør 16% av de totale investeringsforholdene. Tre av disse har en garanti om å få tilbakebetalt hovedstol ved forfall og disse har en maksimal rente på 10%. Tre av gjeldsinvesteringene har en fastsatt rente på 5% og fire har en fastsatt rente på 3%. Åtte av investeringene har ingen informasjon om avkastning, men er oppgitt som gjeld.

Gjeldsinvesteringer er særlig utbredt i Tyskland der alle investeringsforholdene er gjeld. Det finnes også gjeldsinvesteringer i USA, Canada, Storbritannia og Australia. En tredjedel av alle investorene i gjeld er sosiale investorer, til tross for at de kun utgjør 16% totalt. Dette kan tyde på at investorer som legger større vekt på finansiell avkastning ønsker kontrakter med lavere risiko. Videre er stiftelser den største aktøren på gjeldssiden, men markant lavere enn totalt. Det er også et par ideelle organisasjoner og en privatperson som har foretatt en gjeldsinvestering.

Oppsummert gir gjeldsinvesteringene en lavere risiko enn egenkapitalen fordi de gir en sikrere avkastning enten gjennom fastsatt rente eller gjennom garantier for tilbakebetaling av hovedstol. Dette fører til at gjeldslignende kontrakter tiltrekker seg flere investorer med lavere risikovilje eller høyere fokus på finansiell avkastning.

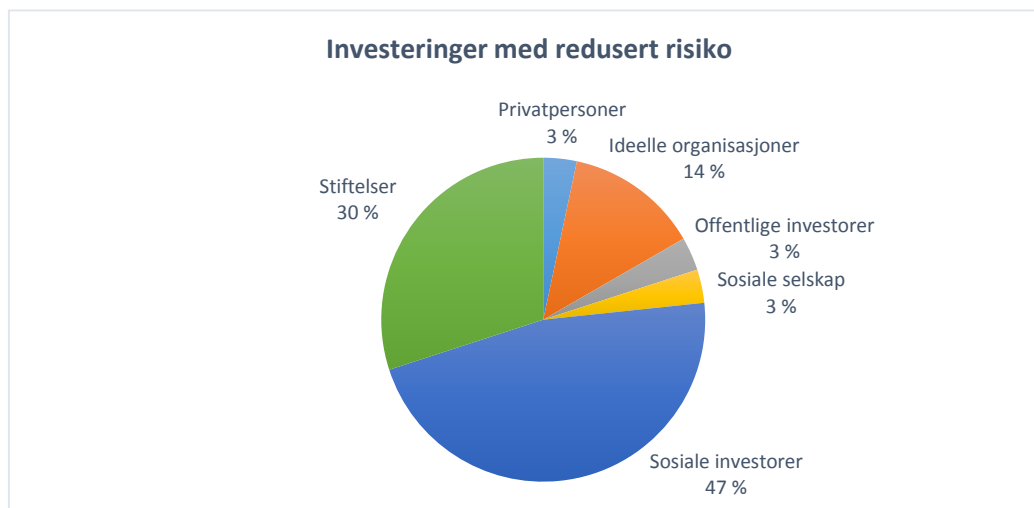
C.1.3.2 Egenkapitalinvesteringer

Det finnes totalt 87 egenkapitalinvesteringer, noe som utgjør omtrent 76% av de totale investeringsforholdene. Seks av dem har en begrenset nedside; en på 25% tap, en på 50% tap, to på 66% tap og to på 90% tap. Blant de som har oppgitt maksimal avkastning varierer denne mellom 2% og 15%. Alle investeringene har en klausul om hvor mye som maksimalt betales ut fra myndighetene på en SIB, men det er ikke alltid klart hvor mye av dette som utbetales til investor.

Mange av egenkapitalinvesteringene er kategorisert som «subordinate» som betyr at de er nedprioritert i tilbakebetalingen til fordel for gjeld eller preferansekapital. 8% av egenkapitalinvesteringene er prioritert over andre investeringsforhold i tilbakebetalingen. Disse kan med andre ord minne om preferanseaksjer. Fordelingen av egenkapitalinvesteringer på de ulike investorkategoriene er stort sett lik som for det totale utvalget. Det virker med andre ord som om alle typer investorer foretar egenkapitalinvesteringer.

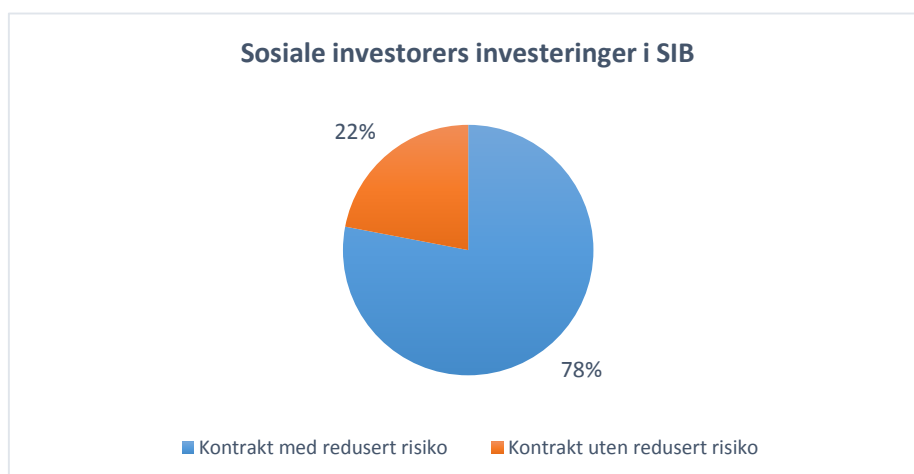
C.1.3.3 Samlet vurdering av SIB kapitalen

Av de investeringene som har en ekstra sikring for avkastningen, dvs. at de enten er gjeld eller egenkapital med begrenset nedside eller prioritert tilbakebetaling, er flertallet av investorene i kategorien «Sosiale Investorer». Som vist i figur C.1.3.1 er hele 47% av investeringene med redusert risiko foretatt av en sosial investor.



Figur C.1.3.1 – Fordeling av investorkategorier på investeringer med ekstra sikring for avkastningen

Som illustrert i figur C.1.3.2 betyr dette at 78% av alle investeringene i SIB foretatt av sosiale investorer inkluderer en versjon av redusert risiko i kontrakten. Dette kan tyde på at risikoen ved Social Impact Bonds ansees som relativt høy for den investorgruppen som vektlegger finansiell avkastning høyest.



Figur C.1.3.2 – Andel sosiale investorer som har kontrakt med eller uten sikring

C.2 Estimering av finansiell avkastning

C.2.1 Teori

C.2.1.1 Obligasjonsprising

Teori om obligasjonsprising skiller hovedsakelig mellom nullkupongobligasjoner og kupongobligasjoner (Berk & DeMarzo, 2014, s. 170). Flertallet av SIB-kontraktene minner om nullkupongobligasjoner da de ikke har noen utbetalinger til investor før forfall. De SIB-kontraktene som derimot utbetaler faste renter eller andre periodevise beløp til investor kan sees på som kupongobligasjoner.

Risikofrie obligasjoner

Obligasjonenes markedspris estimeres til den samlede verdien av pålydende og kuponger neddiskontert med obligasjonens effektive rente (Berk & DeMarzo, 2014, s. 171).

Pris nullkupongobligasjon

$$P = \frac{FV}{(1 + YTM_n)^n}$$

Pris kupongobligasjon

$$P = CPN * \frac{1}{y} \left(1 - \frac{1}{(1 + y)^N} \right) + \frac{FV}{(1 + y)^N}$$

Der

$CPN =$ Obligasjonens kupongutbetaling

$y =$ neddiskonteringsrate

$N =$ Antall totale utbetalinger

Prisen på en kupongobligasjon kan estimeres ved å bruke effektiv rente for en nullkupongobligasjon i samme tidsrom som utbetalingen, som neddiskonteringsrente (Berk & DeMarzo, 2014, s. 182). Ved å bruke nullkupongrentene til å estimere markedspris vil det deretter være mulig å beregne avkastning som obligasjonens internrente (Berk & DeMarzo, 2014, s. 183). For risikofrie obligasjoner vil nullkupongrentene tilsvare rentekurven, risikofri rente, som normalt settes av sentralbanken/markedet for statsobligasjoner i samme valuta (Berk & DeMarzo, 2014, s. 184).

Selskapsobligasjoner – med risiko for misligholdelse

Prisen estimeres ved den neddiskonterte forventede kontantstrømmen. Dermed vil obligasjonens effektive rente bli høyere enn for risikofrie obligasjoner da den effektive renten beregnes med den lovet kontantstrømmen og den forventede prisen. Forventet avkastning vil derimot være lavere enn effektiv rente fordi den justeres for risiko i kontantstrømmen. (Berk & DeMarzo, 2014, s. 186)

Prisen for en obligasjon med risiko for misligholdelse estimeres som den neddiskonterte forventede kontantstrømmen. Avkastningskravet reflekterer forventet avkastning for andre verdipapirer med samme risiko. Dersom obligasjonen har høy systematisk risiko (beta) sånn at obligasjonen har større sannsynlighet for å bli misligholdt dersom økonomien/markedet er svak, vil investor kreve en risikopremie for å investere i obligasjonen. En risikopremie innebærer at den forventede avkastningen må være høyere enn risikofri rente. (Berk & DeMarzo, 2014, s. 186)

Nullkupongobligasjoner:

$$P = \frac{E[FV]}{(1 + r_d)^n}$$

Kupongobligasjoner:

$$P = E[CPN] * \frac{1}{r_d} \left(1 - \frac{1}{(1 + r_d)^N}\right) + \frac{E[FV]}{(1 + r_d)^N}$$

For å estimere sannsynligheten for misligholdelse i selskapsobligasjoner benyttes vanligvis kredittrating fra en rekke kredittvurderingsbyråer (Berk & DeMarzo, 2014, s. 188). For SIB finnes det foreløpig ingen standardisert vurdering (rating). Investor må dermed foreta en full kredittvurdering selv eller sammen med bindeleddet for hvert individuelle SIB-prosjekt. Vurdering av risiko i SIB vil bli diskutert i del C.2.3.

C.2.1.2 Aksjeprising (prising av egenkapital)

Det finnes flere metoder for verdsettelse av aksjer. Da SIB foreløpig ikke kan kjøpes og selges i markedet, vil det her være relevant å se på prising av egenkapital i form av dividendemodellen. I dividendemodellen er aksjeprisen lik nåverdien av alle forventede dividendeutbetalinger (Berk & DeMarzo, 2014, s. 276). Dividendeutbetalingene neddiskonteres med

egenkapitalkravet som er den forventede avkastningen på andre egenkapitalinvesteringer med lik risiko (Berk & DeMarzo, 2014, s. 272).

Dividendemodellen:

$$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{Div_n}{(1 + r_E)^n}$$

For SIB utbetales det ikke dividende, eller utbytte direkte, men for mange av avtalene utbetales det en gitt sum for et gitt sosialt utfall. Utbetalingene kan sammenlignes med dividende i modellen og begge beløp er vanskelige å estimere over lengre tid. I motsetning til aksjer har SIB en fastsatt løpetid, dette gjør at man kun kan bruke en dividendemodell med et gitt tidsrom. Da det er vanskelig i en SIB-kontrakt å vite nøyaktig hvilken investor som mottar hvilken utbetaling til enhver tid vil det være mest hensiktsmessig å benytte «total payout model» for å verdsette SIB. «Total payout model» innebærer at nåverdien beregnes for kapitalens totale utbetalinger og deretter deles på investorer etter kapitalandel (Berk & DeMarzo, 2014, s. 283).

For SIB-kontrakter som har ulike andeler av kapital i ulike risikoklasser, eksempelvis en andel gjeld og en andel egenkapital, kan det være nyttig å bruke totalkapitalmodellen for å verdsette kapitalen. Prinsippet bak totalkapitalmodellen er å verdsette all kapitalen som finnes i selskapet. For en SIB innebærer dette at kontantstrømmen blir alle forventede utbetalinger til alle investorer og prisen estimeres til den totale investerte kapitalen. (Berk & DeMarzo, 2014, ss. 284-285)

Totalkapitalmodellen:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{FCF_n}{(1 + r_{wacc})^n} + \frac{V_N}{(1 + r_{wacc})^N}$$

Modellen viser at verdien av den samlede kapitalen i en SIB-kontrakt tilsvarer den neddiskonterte verdien av alle fremtidige kontantstrømmer og den neddiskonterte verdien av utbetalingene ved forfall. Verdiene neddiskonteres her med den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden (WACC) som gjenspeiler den gjennomsnittlige risikoen til investeringene i SIB-kontrakten (Berk & DeMarzo, 2014, s. 285).

$$r_{wacc} = \frac{E}{E + D} r_E + \frac{D}{E + D} r_D$$

Den vektete gjennomsnittlige kapitalkostnaden beregnes som andel egenkapital multiplisert med egenkapitalkravet pluss andel gjeld multiplisert med gjeldskravet (Berk & DeMarzo, 2014, s. 670).

C.2.2 Hvordan estimere finansiell avkastning i SIB?

Da alle SIB har svært varierende utbetalingsstruktur er det utfordrende å lage en felles kontantstrømoppstilling. Det er også upresist å bruke prisingsmodeller som tar utgangspunkt i markedsdata da SIB foreløpig ikke handles. Variasjonen og mangelen på markedsdata tyder på at den beste måten å estimere verdien av en SIB er gjennom å neddiskontere investors forventede kontantstrøm for hver enkelt kontrakt. Teorien viser at det finnes ulike metoder for å neddiskontere verdien av henholdsvis gjeld, egenkapital og totalkapital. For gjeld skilles det videre mellom kupong- og nullkupongobligasjoner.

For SIB finnes det to hovedtyper av utbetalingsstrukturer. Den ene typen er obligasjoner som har avtaler der renter og tilbakebetaling av investert kapital avhenger av sosialt resultat. For denne typen kan avkastningen estimeres ved å bruke prisingsmodeller for obligasjoner med kuponger og pålydende. Den andre hovedtypen har derimot kun utbetalinger som gitte beløp for gitte sosiale resultater. Denne typen har ingen renter og pålydende, og vil derfor estimeres ved dividendemodellen. Noen SIB-kontrakter har også en kombinasjon av disse to typene med både renter, tilbakebetaling av investert kapital og gitte beløp som utbetales avhengig av sosialt resultat. For disse vil det være mest hensiktsmessig å bruke totalkapitalmodellen.

C.2.2.1 Finansiell avkastning i SIB som ligner nullkupongobligasjoner

Som vist ovenfor kan en nullkupongobligasjon prises til forventet, neddiskontert verdi av pålydende:

$$P = \frac{E[FV]}{(1 + r_d)^n}$$

For SIB vil prisen som betales for obligasjonen være det investerte beløpet. Pålydende vil være forventet tilbakebetalt beløp ved forfall og n er SIB-prosjektets løpetid. I teorien er pålydende

for en nullkupongobligasjon satt ved utstedelse og prisen estimeres deretter slik at den forventede avkastningen blir null gitt avkastningskravet. For SIB er derimot ikke pålydende satt fordi tilbakebetalt beløp avhenger av det sosiale resultatet som oppnås av prosjektet. Investors avkastning (r_F) kan estimeres som kontantstrømmens internrente.

$$I_0 = \frac{E[I]}{(1 + r_F)^n}$$

$$r_F = \left(\frac{E[I]}{I_0}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

For SIB-kontrakter uten kupongutbetalinger er det krevende å estimere forventet tilbakebetalt beløp ved forfall. Obligasjoner i denne kategorien er eksempelvis One Service, NYC Able Project, Partnering for Family Success Program, Eleven Augsburg, Duo for a Job og Sweet Dreams Supported Living Project. Forventet tilbakebetaling i de fleste av disse SIB-kontraktene består av en rentekomponent og en komponent med investeringsbeløpet. Begge disse komponentene kan avhenge av prosjektets sosiale avkastning. Forholdet mellom utbetalinger og sosial avkastning varierer stort fra SIB til SIB. For noen av gjeldsinvesteringene er tilbakebetaling av investert beløp eller årlige renter allerede fastsatt. Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall er dermed summen av forventede renter og investert beløp.

$$E[I] = ((1 + E[r_F])^n * I_0) + E[I_0]$$

Der forventet rente og tilbakebetaling av investert beløp er en funksjon av den sosiale avkastningen:

$$E[r_F] = y(r_s) \quad \frac{dy}{dr_s} \geq 0$$

$$E[I_0] = x(r_s) \quad \frac{dx}{dr_s} \geq 0$$

C.2.2.2 Finansiell avkastning i SIB som ligner kupongobligasjoner

Prisen på kupongobligasjoner kan vanligvis estimeres ved den forventede, neddiskonterte kontantstrømmen.

$$P = E[CPN] * \frac{1}{r_d} \left(1 - \frac{1}{(1 + r_d)^N}\right) + \frac{E[FV]}{(1 + r_d)^N}$$

Pålydende og kupong ikke er fastsatt, men avhenger av prosjektets sosiale resultat. For SIB-avtaler med kupong kan den finansielle avkastningen estimeres som internrenten av kontantstrømmen:

$$I_0 = E[CPN] * \frac{1}{r_F} \left(1 - \frac{1}{(1 + r_F)^N}\right) + \frac{E[I]}{(1 + r_F)^N}$$

Også i dette tilfellet er det stor variasjon i hvordan kupongutbetalinger og tilbakebetaling av investert beløp påvirkes av sosial avkastning. Noen av obligasjonene i denne kategorien er Juvenile Justice Pay for Success Initiative, Newpin Social Benefit Bond og Benevolent Society Social Benefit Bond. I ett av tilfellene er den årlige kupongrenten satt og det er mulig å bruke annuitetsformelen som ovenfor. Dermed er det kun tilbakebetaling av investert beløp som avhenger av sosial avkastning.

$$I_0 = CPN * \frac{1}{r_F} \left(1 - \frac{1}{(1 + r_F)^N}\right) + \frac{E[I]}{(1 + r_F)^N}$$

$$E[I] = x(r_s) \quad \frac{dx}{dr_s} \geq 0$$

I et av tilfellene er den årlige kupongrenten variabel med de sosiale resultatene, men tilbakebetaling av investert beløp er satt til 100%. Da er det ikke mulig å bruke annuitetsformelen og den forventede kontantstrømmen blir summen av de forventede kupongutbetalingene.

$$I_0 = \left[\sum_{n=1}^N \frac{E[CPN_n]}{(1 + r_F)^n} \right] + \frac{I_0}{(1 + r_F)^N}$$

$$E[CPN] = y(r_s) \quad \frac{dy}{dr_s} \geq 0$$

I det siste tilfellet er både årlig kupongrente og tilbakebetaling av investert beløp avhengig av det sosiale resultatet.

$$I_0 = \left[\sum_{n=1}^N \frac{E[CPN_n]}{(1 + r_F)^n} \right] + \frac{E[I]}{(1 + r_F)^N}$$

$$E[CPN] = y(r_s) \quad \frac{dy}{dr_s} \geq 0$$

$$E[I_0] = x(r_s) \quad \frac{dx}{dr_s} \geq 0$$

C.2.2.3 Finansiell avkastning i SIB ved dividendemodellen

Mange investeringer i SIB utbetales ikke basert på rente og tilbakebetalt investert beløp og kan derfor ikke estimeres med modellene for obligasjonsprising. Utbetalingene til investor består kun av en rekke utbetalinger der gitte beløp betales for gitte sosiale resultater som oppnås. Utbetalingene kan finne sted ved forfall, ved oppnåelse av sosialt resultat eller periodevis. Disse utbetalingene kan minne om en aksjes dividende og kan derfor estimeres med dividendemodellen.

$$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{Div_n}{(1 + r_E)^n}$$

For SIB kan dividendemodellen benyttes for å beregne nåverdien av summen av alle forventede utbetalinger til investor som følge av sosiale resultater. Finansiell avkastning estimeres ved internrenten til den forventede kontantstrømmen.

$$I_0 = \sum_{n=1}^N \frac{E[R]_n}{(1 + r_F)^n}$$

$$E[R]_n = z(r_s) \quad \frac{dz}{dr_s} \geq 0$$

Der $E[R]$ = Forventet utbetalinger for sosiale resultater i periode n
 r_F = Finansiell avkastning

Det finnes stor variasjon for hvordan den forventede utbetalingen for sosiale resultater bør estimeres mellom ulike typer SIB. Eksempler på SIB-kontrakter med gitte beløp for gitte sosiale mål er Manchester City Council Vulnerable Children, Outcomes for Children in Birmingham, Increased Employment and Improving Public Safety, Child- Parent Success Initiative, Chronic Individual Homelessness Pay for Success Initiative, Junior Code Academy, Essex Family Therapy og Its All About Me. Noen sosiale mål kan være definert per individuelle prosjektdeltaker, mens andre er for hele deltakergruppen i prosjektet. De fleste kontraktene har en maksgrense for utbetalt beløp per deltaker og totalt. For mange av kontraktene som har utbetaling ved forfall vil utbetalingene fra de første periodene bli resirkulert. I praksis betyr dette at investor kun får utbetalt de sosiale beløpene som utstedes i siste periode. Det finnes også to fond, Innovation Fund Round 1 og Innovation Fund Round 2, i denne kategorien. Fondene har etablert et standardisert sett med utbetalinger for målbare sosiale utfall som benyttes for flere SIB samtidig.

Forventet periodevis utbetaling:

- (i) Forventet periodevis utbetaling er summen av alle forventede, individuelle utbetalinger innenfor maksgrensen per deltaker og den totale maksgrensen.

$$E[R]_n = \left(\sum_i^I p_i * S_i \right) * T$$

Dersom

$$\left(\sum_i^I p_i * S_i \right) \leq \text{Maksgrense for utbetaling per deltaker}$$
$$E[R] \leq \text{Maksgrense for total utbetaling}$$

Der

$$T = \text{Antall deltakere}$$
$$p_i = \text{Sannsynlighet for oppnåelse av sosial resultat } i$$
$$S_i = \text{Utbetaling ved oppnåelse av sosialt resultat } i$$

- (ii) Forventet periodevis utbetaling er summen av alle maksimale utbetalinger for deltakere over den individuelle grensen og summen av forventede utbetalinger for deltakere under grensen, innenfor den totale maksgrensen.

$$E[R]_n = \text{Maksgrense for utbetaling per deltaker} * t_1 + \left(\sum_i^I p_i * S_i \right) * t_2$$

Dersom

$$\left(\sum_i^I p_i * S_i \right) > \text{Maksgrense for utbetaling per deltaker}$$
$$E[R] \leq \text{Maksgrense for total utbetaling}$$

Der

$$t_1 = \text{Antall deltakere over maksgrensen}$$
$$t_2 = \text{Antall deltakere under maksgrensen}$$

Forventet total utbetaling

Fordi resirkulert kapital er midler som går tilbake til prosjektet underveis blir ikke disse utbetalt til investor. Investor får kun utbetalt de beløpene som totalt sett er utbetalt per sosiale utfall fratrukket det beløpet som er brukt på resirkulering.

- (i) Forventet total utbetaling er summen av alle utbetalinger fratrukket resirkulert kapital innenfor maksgrensen.

$$E[R] = \left[\sum_{n=1}^N E[R]_n \right] - \text{resirkulert kapital}$$

Dersom

$$\sum_{n=1}^N E[R]_n \leq \text{Maksgrense for total utbetaling}$$

- (ii) Forventet total utbetaling er maksgrensen for utbetalinger fratrukket resirkulert kapital over maksgrensen.

$$E[R]_n = \text{Maksgrense for total utbetaling} - \text{resirkulert kapital}$$

Dersom

$$E[R] > \text{Maksgrense for total utbetaling}$$

C.2.2.4 Sammensatte obligasjoner og totalkapitalmodellen

Noen SIB investeringer har komponenter som er sammensatt av de to typene beskrevet over. De kan eksempelvis ha en rentekomponent som kan estimeres ved kupongobligasjonsmodellen og en sosial utbetaling som kan estimeres med dividendemodellen. I disse tilfellene er det hensiktsmessig å bruke begge metodene for å finne forventet finansiell avkastning.

$$I_0 = \left[\sum_{n=1}^N \frac{E[CPN_n]}{(1+r_F)^n} \right] + \frac{E[I]}{(1+r_F)^N} + \sum_{n=1}^N \frac{E[R]_n}{(1+r_F)^n}$$

Forventet finansiell avkastning kan dermed estimeres ved å finne internrenten av summen av alle de tre leddene i kontantstrømmen. Dette vil eksempelvis være nødvendig i Utah High Quality Preschool Program der investor mottar en gitt sum per deltaker for to sosiale mål, i tillegg til muligheten til å oppnå 5% årlig rente avhengig av sosial avkastning.

C.2.2.5 Total modell – hvordan estimere finansiell avkastning for SIB?

Totalt sett er det fire mulige modeller for å estimere den finansielle avkastningen i SIB avhengig av hvilken utbetalingsform investorene har avtale om. Samtlige modeller er i praksis en neddiskontering av SIB-avtalens forventede kontantstrøm. Ved å bruke investert beløp som obligasjonens/aksjens pris kan man estimere den finansielle avkastningen som prosjektets internrente.

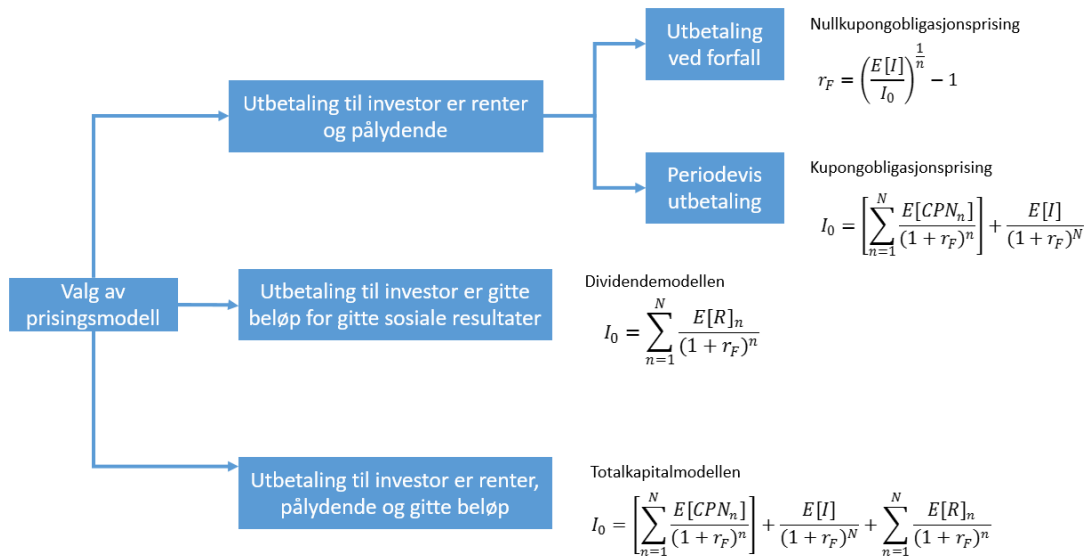
$$r_F = IRR$$

Tabell C.2.2.1 viser en oversikt over hvilke egenskaper ved SIB-kontrakten som samsvarer med hvilken modell.

		Prisingsmodell for estimering av finansiell avkastning			
		Nullkuponobligasjon	Kuponobligasjon	Dividendemodellen	Totalkapitalverdimodellen
Egenskaper ved utbetaling til investori SIB	Utbetalings-struktur	(1) Renter og tilbakebetaling avhenger av sosialt resultat	(1) Renter og/eller tilbakebetaling avhenger av sosialt resultat	(2) Gitte beløp for gitte sosiale resultater.	Kombinasjon av utbetalingsstruktur (1) og (2)
	Tidspunkt for utbetaling	Alt utbetales ved forfall	Utbetaling periodevis og ved forfall	Periodevis, ved måloppnåelse og/eller ved forfall	Periodevis, ved måloppnåelse og/eller ved forfall
	Pålydende	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall	Ingen pålydende	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall
	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall	En rentekomponent og forventet tilbakebetaling av investert beløp	Forventet tilbakebetaling av investert beløp	Summen av forventede utbetalinger innenfor maktgrensen som utbetales ved forfall	Forventet tilbakebetaling av investert beløp samt summen av renter og summen av forventede utbetalinger for måloppnåelse som betales ved forfall.
	Maktgrense for utbetalt beløp	Maktgrense for total utbetaling	Maktgrense for total utbetaling	For individuelle deltakere og for prosjektet totalt sett	Maktgrense for total utbetaling
	Modell	$I_0 = \frac{E[U]}{(1+r_F)^n}$	$I_0 = E[CPN] \cdot \frac{1}{r_F} \left(1 - \frac{1}{(1+r_F)^N}\right) + \frac{E[U]}{(1+r_F)^N}$	$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{Div_n}{(1+r_F)^n}$	$I_0 = \left[\sum_{n=1}^N \frac{E[CPN_n]}{(1+r_F)^n} \right] + \frac{E[U]}{(1+r_F)^N} + \sum_{n=1}^N \frac{E[R]_n}{(1+r_F)^n}$

Tabell C.2.2.1 – Oversikt over hvilke egenskaper som hører til de ulike prisingsmodellene

En oppsummering av hvordan man bør velge riktig prisingsmodell er illustrert i figur C.2.2.1.



Figur C.2.2.1 - Valg av prisingsmodell for finansiell avkastning i SIB

Kritikk av modell

Modellene ovenfor tar utgangspunkt i å bruke verdsettelsesmetoder for henholdsvis obligasjoner og aksjer. Det er derimot ikke mulig å entydig kategorisere investeringene i SIB innenfor disse aktivklassene da kontraktene som regel inneholder egenskaper av både gjeld og egenkapital. Dette gjør at modellene kan bli vanskelig å tilpasse til bruk for SIB. Likevel er SIB investeringen avtalte risikable kontantstrømmer og det bør derfor være mulig å finne den forventede finansielle avkastningen som kontantstrømmenes internrente.

Modellene overfor har heller ingen konkret anbefaling til hvordan man kan beregne forventet kontantstrøm. Da kontantstrømmene har svært mange ulike elementer som minimums og maksimumsgrenser og -krav, ulik avhengighet av sosialt resultat, ulike sosiale måleindikatorer og lignende, vil den forventede kontantstrømmen måtte estimeres individuelt for hver enkelt SIB-avtale. Det vil også være vanskelig å estimere den forventede kontantstrømmen fordi man må estimere sannsynlighetene for at de nødvendige sosiale resultatene for avkastning oppstår. Disse sannsynlighetene avhenger av hvert prosjekts usystematiske risiko. Dette kan føre til at estimatene av forventet kontantstrøm har stor usikkerhet, noe som vil svekke estimatet av den finansielle avkastningen.

C.2.3 Vurdering av risiko i SIB

C.2.3.1 Avkastningskrav for finansiell avkastning

I teorien finnes det flere metoder for å estimere avkastningskrav til egenkapital eller gjeld. Både avkastningskravet for egenkapital og for gjeldskapital estimeres som regel ved bruk av kapitalverdimodellen (CAPM) eller sammenlignbare investeringer. For gjeldskapital er det vanlig å bruke kredittratingsselskaper for å finne sammenlignbare obligasjoner. (Berk & DeMarzo, 2014)

Kapitalverdimodellen (CAPM)

Kapitalverdimodellen (CAPM) fastsetter forventet avkastning i markedet basert på systematisk risiko (Berk & DeMarzo, 2014, s. 401).

$$r_a = r_f + \beta_e(r_M - r_f)$$

Der

β_e = Usystematisk risiko for SIB obligasjonen

r_M = Forventet markedsavkastning

$r_M - r_f$ = Risikopremie

I praksis vil det være svært vanskelig å benytte CAPM for SIB. For det første fordi CAPM plasserer aktiva basert på systematisk risiko og forventet avkastning. For SIB finnes det verken markedsdata eller historiske tall til å estimere systematisk risiko. Det vil også være mangelfullt å estimere avkastning basert på risiko alene da ingen investorer investerer i SIB kun for å oppnå finansiell avkastning. For det andre er det unøyaktig å bruke CAPM da modellen forutsetter likviditet, noe SIB ikke har.

Sammenlignbare investeringer

For obligasjoner er en vanlig metode å benchmarke risiko eller beta gjennom kredittratingsselskaper. Kredittratingsselskaper som eksempelvis Standard & Poor's og Moody's rangerer obligasjoner etter sannsynlighet for misligholdelse. Denne typen standardiserte rangeringer vil gi en god pekepinn på beta og risikoklasse og dermed indikere et passende avkastningskrav. Samtidig vil en full kredittvurdering være svært kostbart og tidkrevende så lenge SIB ikke handles på markedet. Det vil også være krevende å sammenligne

kredittratingen med andre selskaper, all den tid SIB ikke er sammenlignbart med verken vanlige obligasjoner eller vanlige aksjer. (Berk & DeMarzo, 2014, s. 188)

Det vil være tilsvarende utfordrende å finne sammenlignbare investeringer for egenkapital. Fordi SIB er komplekse kontrakter med store variasjoner er det vanskelig å finne et prosjekt eller et verdipapir med lignende utbetalingsstruktur og risiko. Det vil med andre ord være svært krevende å bruke sammenlignbare investeringer for å estimere en SIBs avkastningskrav.

Ingen systematisk risiko

Et tredje alternativ er å vurdere systematisk risiko lik null. Fordi det underliggende aktivumet i en SIB er det sosiale tiltaket vil beta antakeligvis være lavere enn for investeringer i selskapsaksjer og –obligasjoner. De sosiale utfallene vil sannsynligvis ikke være sterkt korrelert med svingningen i markedsavkastningen fordi de i stor grad er uavhengige av konjunktursvingninger. Noen sosiale utfall, som for eksempel arbeidsledighetstiltak, vil derimot kunne ha større systematisk risiko. På generelt grunnlag vil derimot de fleste sosiale utfall variere lite med kortsiktige endringer i markedsavkastningen. Dermed kan beta for SIB i mange tilfeller estimeres til null slik at egenkapitalkravet settes lik den risikofrie renten.

$$r_E = r_f$$

Likevel vil det være unaturlig å sette avkastningskravet lik risikofri rente fordi SIB i seg selv er risikable da de er nye og utestede. Det bør også kompenseres for likviditetsrisiko da de ikke kan selges eller avsluttes før forfall. Å sette systematisk risiko lik null er dermed ikke et egnet alternativ.

Sjablongmessig påslag for risiko

Et siste alternativ er å legge på et sjablongmessig påslag for risiko på den risikofrie renten. PwCs undersøkelse om risikopremien i det norske markedet fra 2015 viste blant annet at de fleste investorer legger et påslag på avkastningskravet for små selskaper og for kontrollposter i aksjeselskaper. Resultatet av undersøkelsen underbygger at investorene legger påslag på avkastningskravet for risiko som ikke reflekteres i systematisk risiko. (PricewaterhouseCoopers AS, 2015)

Risikopremien for SIB bør inneholde påslag for risiko som følge av lav likviditet og at SIB er en ny, utested og fremmed modell. I tillegg kan det være en ekstra risiko at utbetalingen fra SIB

bygger på prosjektets sosiale, ikke økonomiske resultater. Det innebærer økt usikkerhet fordi prosjektet ikke har noen underliggende positive inntekter, kun fremtidige potensielle kostnadsbesparelser. I tillegg må avkastningskravet reflektere en sammenlignbar tidshorisont på grunn av mangel på likviditet.

$$r_E = r_f + \text{risikopremie}$$

Nøyaktig hvor høy risikopremien bør være varierer mellom ulike SIB og ulike investorer. Til sammenligning oppgir Tatenda Nyamuda, investment associate i D. Capital, at benchmarken i dagens sosiale investeringsmarked er omtrent 5-8% avkastning⁵. Det sosiale fondet responsAbility Global Microfinance Fund har på sin side et mål om 3-5% årlig avkastning i løpet av en fem års periode (responsAbility, 2016). Det tyder på at risikopremien i markedet kan ligge på mellom 3% og 8% fratrukket risikofri rente.

$$\text{risikopremie} = \text{Markedsavkastning (3 - 8\%)} - r_f$$

C.2.3.2 Vurdering av forventet kontantstrøm

Prisingsmodellene for obligasjoner og aksjer viser at det er nødvendig å kunne estimere forventede fremtidige utbetalinger (Berk & DeMarzo, 2014, s. 316).

$$\text{Forventet utbetaling} = E[R] = \sum_R p_R * R$$

Den forventede utbetalingen er summen av alle mulige utbetalinger (R), multiplisert med sannsynligheten for at den gitte utbetalingen oppstår. Sannsynligheten for at utbetalingene i kontantstrømmen blir som lovet avhenger av usystematisk, prosjektspesifikk, risiko. For å estimere forventet avkastning i SIB-kontrakter er det dermed nødvendig å vurdere den usystematiske risikoen. (Berk & DeMarzo, 2014, s. 421)

Vurdering av usystematisk risiko i SIB

I følge The Brookings Institution vurderes usystematisk risiko subjektivt for hver unike obligasjon. Det bør tas hensyn til ulike variabler som kompleksiteten og kvalitet på den sosiale

⁵ Informasjonen er hentet inn gjennom telefonsamtale den 17.03.2015

utfordringen, tjenesteleverandøren, prosjektet, metoden og målgruppen. Historiske erfaringer med lignende prosjekter og samme tjenesteleverandør kan også være en verdifull indikator. Likevel vil historiske resultater ikke kunne gi et fullgodt bilde av fremtiden da mange faktorer kan variere. Det er dermed opp til investor og/eller bindeledd å selv vurdere og gjennomgå alle suksessfaktorer. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 29)

Andrea Phillips fra Goldman Sachs, en av investorene i SIB i USA, fortalte på SOCAP konferansen i 2014 at risikoen ved å investere i SIB kan deles inn i tre hovedkategorier. Investeringsrisikoen består av suksessrisiko (impact risk), gjennomføringsrisiko (implementation risk) og bevilgningsrisiko (appropriation risk). Bevilgningsrisikoen er risikoen for at myndighetene betaler tilbake til investorene når prosjektet avsluttes og kan vurderes ved kredittevaluering gjennomført av et uavhengig kredittratingselskap. De andre to risikoene kan kreve en mer omfattende gjennomgang.

Suksessrisiko

Suksessrisikoen er risikoen for at prosjektet gir det sosiale resultatet som er nødvendig for å oppnå finansiell utbetaling. Hvordan suksessrisikoen bør vurderes varierer stort fra case til case da utformingen og målingen av prosjektene er ulike. For en SIB vil risikoen for suksess kunne bygge på tidligere erfaringer med det aktuelle prosjektet, tidligere leveranser fra den aktuelle tjenesteleverandøren eller tidligere resultater fra prosjekter på den aktuelle målgruppen. Den kan også avhenge av organiseringen og utformingen av SIB-avtalen. Videre vil også suksessrisikoen i stor grad avhenge av måltallet for sosialt resultat. Noen prosjekter vil ha en mer homogen målgruppe, eksempelvis barn som dropper ut av skolen, slik at effekten av det sosiale tiltaket blir relativt forutsigbar. I andre prosjekter kan målgruppen variere kraftig, eksempelvis ved barnevernssaker, og den totale effekten av det sosiale tiltaket kan dermed være mer volatil. I sum innebærer en vurdering av suksessrisiko en vurdering av kvaliteten på tiltakene som skal gjennomføres.

Gjennomføringsrisiko

Gjennomføringsrisiko er risikoen for at tjenesteleverandører og bindeledd klarer å utføre prosjektet som planlagt. Også gjennomføringsrisikoen vil til en viss grad vurderes ulikt fra SIB til SIB da den avhenger av avtalestrukturen. Elementer som alltid bør vurderes er tjenesteleverandørens kapasitet til å oppskalere og kompetanse til å gjennomføre et omfattende prosjekt. Tjenesteleverandørens gjennomføringsevne avhenger også i stor grad av samarbeidet

og oppfølgingen med eventuelle bindeledd og myndighetene. En annen del av risikoen er uforutsette hendelser som økonomisk nedgang, naturkatastrofer eller politiske endringer som kan terminere eller endre prosjektet. Oppsummert evalueres gjennomføringsrisiko ved kvaliteten og sammensetningen på prosjektledelsen, i tillegg til potensielle eksterne hendelser.

C.3 Estimering av sosial avkastning

I denne delen utledes metode for å estimere den sosiale avkastningen med bakgrunn i rammeverk for estimering av social return on investment (SROI). Det diskuteres hvorvidt dette kan benyttes i en SIB.

C.3.1 Hva er sosial avkastning?

Sosial avkastning kan generelt defineres som den endringen i sosial effekt som oppstår som følge av et prosjekt eller en aktivitet. Mens den sosiale effekten er den totale netto verdien som skapes av prosjektet, er den sosiale avkastningen den relative endringen. Den sosiale avkastningen avhenger derfor av hva som er sammenligningsgrunnlaget. En investor vil for eksempel kunne måle sosial effekt relativt til investert kapital, mens en veldedig organisasjon kanskje vil måle sosial effekt relativt til tidligere år. På samme måte vil det også variere hva ulike aktører definerer som sosial effekt. Der en finansiell investor kan måle sosial effekt som kostnadsbesparelser kan en veldedig organisasjon måle finansiell effekt som økt selvfølelse hos deltakerne. Det samme prosjektet kan derfor få svært ulik sosial avkastning avhengig av hvordan den måles.

$$\text{Sosial avkastning} = r_s = \frac{\text{Sosial effekt}}{\text{Sammenligningsgrunnlag}}$$

C.3.1.1 Social return on investment

En måte å estimere sosial avkastning på er ved bruk av social return on investment (SROI). SROI er en metode for å forstå den miljømessige, sosiale og offentlige økonomiske verdien som blir skapt av organisasjoner i tillegg til den finansielle verdien som påløper eierne (Bieman, et al., 2005, s. 4). SROI metoden består av et estimert avkastningstall og en analyse der begge

deler er ansett som like viktige. Avkastningstallet estimeres som nåverdien av skapt sosial verdi over investeringskostnad. Analysen skal rapportere om sosial avkastning slik at det er mulig å forstå bakgrunnen for avkastningstallet og organisasjonens faktiske skapte sosiale verdi (Bieman, et al., 2005). Social Value UK definerer SROI på følgende måte:

SROI measures change in ways that are relevant to the people or organisations that experience or contribute to it. It tells the story of how change is being created by measuring social, environmental and economic outcomes and uses monetary values to represent them. This enables a ratio of benefits to costs to be calculated. (Social Value UK, 2012, s. 8)

$$SROI = \frac{\text{Nettonåverdi av skapt sosial verdi}}{\text{Investeringskostnad}}$$

Det finnes flere rammeverk og prinsipper utledet for å rapportere og estimere riktig SROI. Selv om rammeverkene bygger på samme idé, mangler det global konsensus om hvordan sosial avkastning skal estimeres. Dette hindrer sammenligning av prosjekter og organisasjoner som skaper sosial verdi. Fordi metoden er fleksibel er det enkelt å manipulere tallene slik at den sosiale avkastningen tilsynelatende virker større. Samtidig er det utfordrende å utarbeide et generelt sett med regler og proxyer for estimering av sosial verdi som skal kunne gjelde for alle typer prosjekter.

EU-kommisjonens ekspertgruppe for sosialt entreprenørskaps (GECES) gruppe for «Impact measurement» lanserte en felles europeisk metode i 2014. Denne metoden vil bli brukt av «European Social Entrepreneurship Funds» og «the Programme for Employment and Social Innovation» for å sammenligne prosjekter (GECES Sub-group on Impact Measurement, 2014, s. i). The SROI Network har også etablert en generell guide for hvordan SROI kan estimeres basert på de prinsipper som blir benyttet i praksis (Social Value UK, 2012). En potensiell fare med generelle metoder er at det er rom for individuelle tolkninger. Dette kan føre til at det i praksis oppstår store sprik i beregning av sosial avkastning avhengig av hvem som bruker rammeverket (Bieman, et al., 2005, s. 5). Per dags dato er det med andre ord nyttig å bruke SROI for å vurdere et prosjekt, men vanskelig å benytte SROI som sammenligningsgrunnlag for ulike prosjekter.

C.3.2 Hvordan måle sosial avkastning?

Det tas her utgangspunkt i fire ulike rammeverk for estimering av SROI for å sammenfatte de viktigste stegene, prinsippene og vurderingene som må tas ved estimering av sosial avkastning. Utledningen bygger på rammeverkene «A Guide to Social Return on Investment» utgitt av The SROI Network i 2012, «Proposed Approaches to Social Impact Measurement» utgitt i 2014 av EU-Kommisjonens GECES, «A framework for approaches to sroi analysis» utgitt av en SROI working circle med åtte eksperter på området i 2005 og The Voxtra Foundations metode for å kvantifisere sosial avkastning.

C.3.2.1 De viktigste stegene i en SROI analyse

De fire rammeverkene viser at en SROI analyse i hovedsak består av fem faser som vist i figur C.3.2.1.



Figur C.3.2.1 - De fem viktigste fasene i en SROI analyse

Fase 1 – Få oversikt over prosjektet, dets omgivelser og analysen

Samtlige rammeverk har en innledende fase til SROI analysen som i hovedsak handler om å strukturere og skaffe oversikt over analysen. Både GECES og Bieman et. al. fokuserer på viktigheten av å klargjøre målet for og bruken av analysen før oppstart. Målet kan påvirke hvilke elementer som bør drøftes i analysen. Det vil for eksempel være stor forskjell på å måle et prosjekt etter at det er ferdig og på å prospektere et fremtidig prosjekt (GECES Sub-group on Impact Measurement, 2014, ss. 22-23). Videre inngår det i oppstartsfasen at det bør foretas en interessentanalyse og en definisjon av analysens omfang (Bieman, et al., 2005). GECES påpeker også at det bør utarbeides relevante måle- og evalueringsmetoder i denne fasen (GECES Sub-group on Impact Measurement, 2014, ss. 22-23).

Fase 2 – Datainnsamling av innsatsfaktorer og resultat

Etter at det er etablert hvordan analysen skal foretas beskriver de ulike rammeverkene at det er nødvendig å inngå en fase der man henter inn og beskriver informasjon om hvordan prosjektet gjennomføres. The SROI Network fremhever at denne delen bør beskrive «The Theory of Change», altså hvordan prosjektet omdanner innsatsfaktorer til resultater (Social Value UK, 2012, s. 29). På samme måte påpeker Bieman et. al. at man bør kartlegge verdikjeden for å skape forståelse for hvordan prosjektet skaper sosial verdi (Bieman, et al., 2005, s. 18).

Det neste skrittet i andre fase er å analysere innsatsfaktorene og aktivitetene brukt i prosjektet. Innsatsfaktorene skal representere prosjektets kostnader. Noen kostnader, eksempelvis lønnskostnader og rentekostnader, kan være enkle å estimere. Andre, eksempelvis frivillig arbeid eller disponering av eiendeler, kan kreve en mer omfattende verdsettelsesprosess (Social Value UK, 2012, s. 31). Det sosiale investeringsfondet Voxtra vektlegger at finansieringen og dens investorer, avkastningskrav og utbetaling må analyseres som en del av ressursene brukt i prosjektet (Voxtra, 2009). For å skaffe et klart bilde av prosjektets faktiske kostnader er det også viktig å samle inn data om skapte inntekter utover den sosiale verdien. Både Voxtra og Bieman et. al. inkluderer en analyse av inntekter for alle interessenter. Analyse av inntekter, som for eksempel renter eller kostnadsbesparelser for interessenter, vil gjøre det mulig å finne prosjektets netto kostnader.

Basert på beskrivelsen av hvordan det sosiale prosjektet skaper verdi må det måles hvilke resultater som har blitt skapt. Det er viktig at alle sosiale effekter av prosjektet kvantifiseres slik at de blir mulig å verdsette. Noen effekter, for eksempel antall arbeidsledige som har fått jobb,

er enkle å kvantifisere. Andre, eksempelvis økt selvfølelse, er vanskeligere å måle. Resultatmålingen må derfor bygge på forhåndsbestemte indikatorer og måltall som kan representere den skapte sosiale verdien. Målet med denne prosessen er å få nok informasjon til å kunne verdsette den skapte sosiale verdien. Resultatene som måles i denne delen av fase to er de direkte utfallene av prosjektet for prosjektets målgruppe, ikke eventuelle indirekte effekter (Voxtra, 2009, s. 1). (Social Value UK, 2012, s. 33)

Fase 3 – Analysere resultatene

Etter at resultatene er kvantifisert og målt opp må de verdsettes for å kunne estimere SROI. Med verdsettelse menes det at det må settes en finansiell verdi på de oppnådde sosiale effektene. Da verdien av de sosiale effektene er subjektiv er det vanskelig å finne en pris på dem i markedet. The SROI Network foreslår at de sosiale effektene kan verdsettes ved finansielle proxyer som kostnadsbesparelse eller ved undersøkelser basert på betinget verdsettelse, avslørt preferanse eller flyttekostnads- eller tidsevalueringsmetoden (Social Value UK, 2012, s. 47).

I tillegg til å verdsette resultatene må de også valideres og justeres for eventuelle eksternaliteter og tilleggsfaktorer. Målet med justeringene er å sørge for at den estimerte sosiale verdien kun representerer resultatet av den intervensjonen som måles. I følge The SROI Network må resultatet justeres for eventuell dødvekt, forskyvning, attribusjon og frafall (Social Value UK, 2012, s. 56).

Justering for dødvekt innebærer at resultatet må justeres for eventuelle effekter som hadde forekommet uavhengig av prosjektets suksess. Måling av dødvekt krever sammenligning med referansegruppe eller andre benchmarks for å estimere den forventede utviklingen uten prosjektet. Videre må det justeres for eventuelle forskyvningseffekter, altså muligheten for at prosjektet har forflyttet det sosiale problemet til eksempelvis et annet geografisk område. Ved forskyvning må eventuelle negative sosiale utfall trekkes fra det totale resultatet. (Social Value UK, 2012, s. 56)

Estimering av attribusjon er en estimering av hvor stor andel av det sosiale resultatet som direkte skyldes prosjektet som måles. Dette er særlig viktig dersom det pågår flere prosjekter samtidig eller dersom det tidligere har vært gjennomført prosjekter som fortsatt har effekt. The SROI Network foreslår at man kan bruke historiske data, intervjuer med interessenter og konsultere med andre prosjekter og organisasjoner for å forsøke å estimere attribusjon (Social Value UK,

2012, s. 59). Ved flere investorer vil det også være viktig å estimere hvor stor andel av det sosiale resultatet som kan attribueres til hvilken investor. Dette vil avhenge av størrelsen på investeringen, men også investeringens krav og sammensetningen av kapital i prosjektet. (Voxtra, 2009, s. 61)

Ved estimering av den totale sosiale effekten må det tas hensyn til resultatets durasjon. Resultatet av at en person kommer i arbeid vil eksempelvis kunne måles som nåverdien av alle årene han eller hun er i arbeid. På grunn av resultatenes tidsdimensjon er det nødvendig å estimere eventuell frafall av effekt med tiden. Det kan for eksempel tenkes at noen av deltakerne vil falle tilbake til arbeidsledighet etter prosjektets slutt. (Social Value UK, 2012, s. 61)

Fase 4 – Estimere sosial verdi og beregne SROI

Når resultatene er analysert kan den estimerte sosiale verdien beregnes som den verdsatte sosiale verdien justert for dødvekt, forflytning, attribusjon og frafall. Estimert netto sosial effekt kan deretter estimeres som nåverdien av de sosiale verdiene som skapes i fremtiden fratrukket nåverdien av kostnaden av innsatsfaktorene (Social Value UK, 2012, s. 68).

$$\text{Netto sosial verdi} = \text{NV sosial verdi} - \text{NV kostnader}$$

Ved å bruke de estimerte nåverdiene vil det være mulig å beregne den sosiale avkastningen (SROI). SROI defineres av The SROI Network som forholdet mellom de to estimerte nåverdiene (Social Value UK, 2012, s. 68):

$$\text{SROI} = \frac{\text{NV sosial verdi}}{\text{NV kostnader}}$$
$$\text{Netto SROI} = \frac{\text{Netto sosial verdi}}{\text{NV kostnader}}$$

Alle rammeverkene definerer SROI som forholdet mellom den skapte sosiale verdien og investert beløp der den skapte sosiale verdien er den som blir utledet i steg 2-3. Hvilket tall som brukes som nevner varierer derimot fra rammeverk til rammeverk. The SROI Network estimerer den til nåverdien av kostnader, mens Bieman et. al. og Voxtra estimerer den til kun finansiell investeringskostnad ved prosjektets start.

Da mange av variablene er svært usikre estimerer kan det være lurt å gjøre en sensitivitetsanalyse for SROI som viser hvordan avkastningen endres med endring av forutsetningene (Social Value UK, 2012).

Fase 5 – Rapportering og oppfølging

GECES, Bieman et. al. og The SROI Network påpeker at både rapportering og oppfølging er viktig etter at analysen er gjennomført. Rapportering bør skje både internt og eksternt og tilpasses organisasjonens interesser. Det kan også være nyttig å verifisere rapporten av en uavhengig part for å sikre kvaliteten på analysen. I tillegg vil det være interessant å fortsette å måle resultater etter at prosjektet er avsluttet for å fortsette å måle endringen i sosial nytte hos målgruppen i fremtiden. (Bieman, et al., 2005), (GECES Sub-group on Impact Measurement, 2014), (Social Value UK, 2012)

C.3.2.2 Prinsipper

I tillegg til metodene for å beregne sosial avkastning er det utarbeidet flere prinsipper for analysen. Formålet med prinsippene er å skape en viss standard og konsistens i måten SROI beregnes. Prinsippene gir retningslinjer for de vurderingene og forutsetningene som tas ved beregning av SROI. (Social Value UK, 2012, s. 4)

The SROI Network har valgt 7 prinsipper som i hovedsak beskriver god metode for å gjennomføre en SROI analyse. De legger vekt på at det er viktig å ikke overestimere den sosiale effekten prosjektet står ansvarlig for og å ha en transparent metode. (Social Value UK, 2012, s. 96)

Bieman et al. har utarbeidet ett sett med 10 prinsipper som overordnet skal karakterisere analysen og beregningen av sosial avkastning for alle ledd i rammeverket. Det uttrykkes at analysen må være gjennomførbar for organisasjonen, tilgjengelig og forståelig, nøyaktig, mulig å replikere for å sammenligne resultater, transparent, troverdig, integrere andre måleverktøy for sosial verdi, unngå misbruk eller misledende analyser, være en åpen kilde til læring for andre og være nyttig for beslutningstakere. (Bieman, et al., 2005, s. 8)

C.3.2.3 Kritiske vurderinger ved bruk av SROI rammeverk

I tillegg til rammeverket for å estimere sosial avkastning finnes det en rekke kritiske faktorer som må vurderes for de sosiale prosjektene. Med utgangspunkt i de fire rammeverkene brukt

tidligere er det nødvendig å foreta en analyse av kvantifisering og verdsettelse av prosjektet generelt, vurdering av risiko og en vurdering av avkastningskrav.

Kvantifisering og verdsettelse

Som supplement til SROI analysen, bør det gjøres en vurdering av viktigheten av kvantifisering og verdsettelse og hvilke faktorer som skal inkluderes eller ikke. Det er eksempelvis vanskelig å verdsette verdien av forbedret helse eller selvfølelse og det er ikke sikkert det er nødvendig eller viktig å verdsette disse faktorene. Samtidig bør det anerkjennes at ikke alle sosiale prosjekter bør måles i kostnadseffektivitet. Viktigheten av å gjøre en innsats for saker som alvorlige menneskerettighetsbrudd eller store sosiale utfordringer kan være stor nok i seg selv, uavhengig av kostnaden eller effektiviteten til prosjektet. (Voxtra, 2009, s. 3)

Risikovurdering

Det bør også, særlig ved prospektering av sosiale resultater, foretas en vurdering av risiko. Analysen vil gi mer verdi til beslutningstakere dersom den kan estimere sannsynlighetene for ulike sosiale utfall. Det er essensielt å kvantifisere eller diskutere sannsynligheten for at de sosiale resultatene ikke oppnås, for at det oppstår negative resultater og for at prosjektet drives med finansiell stabilitet. Samtidig kan det være nyttig å vurdere hvilke kritiske faktorer som må være tilstede for å unngå risiko, og hvilke hendelser som kan endre prosjektets resultat. (GECES Sub-group on Impact Measurement, 2014, s. 23)

Vurdering av avkastningskrav

Til slutt påpekes det av Bieman et. al. og Voxtra at en SROI analyse bør vurdere hvilket avkastningskrav som er mest hensiktsmessig. En vanlig praksis som nevnes er å bruke risikofri rente som samsvarer med prosjektets tidshorisont (Bieman, et al., 2005, s. 31). Samtidig har The Copenhagen Consensus forsøkt å sette en standard rente på 5-6% for sine analyser av skapt velferd (Voxtra, 2009, s. 3). Det argumenteres også for å bruke en høyere rente for å neddiskontere sosial verdiskapning. En høyere rente vil gjøre avkastningen mer sammenlignbar med andre bedriftsøkonomiske og finansielle vurderinger og samtidig favorisere prosjekter som skaper størst verdier på kort sikt (Voxtra, 2009, s. 3). Uansett hvilket avkastningskrav som brukes er det viktig å gjennomføre en sensitivitetsanalyse i rapporten for å belyse prosjektets økonomiske soliditet (Bieman, et al., 2005, s. 31).

C.3.2.4 Kritikk av rammeverket

Selv om man etablerer et felles rammeverk og prinsipper for estimering av SROI, er det likevel umulig å oppnå en 100% korrekt analyse. Med stor kompleksitet i de sosiale intervensjonene og et stor antall andre faktorer som spiller inn på den sosiale situasjon, er det vanskelig å standardisere SROI analyser. Dette fører til stor usikkerhet i både data og antakelser og til at det ikke gir mening å sammenligne SROI for ulike prosjekter (Voxtra, 2009, s. 1). Den estimerte sosiale avkastningen må derfor alltid sees i sammenheng med prosessen den har blitt estimert med for å gi meningsfull informasjon (Bieman, et al., 2005, s. 4).

I tillegg til å gi en svært usikker analyse påpeker GECES i sin rapport at det også finnes en rekke fallgruver ved måling som kan svekke resultatet av SROI analysen og skifte prosjektets fokus. Først og fremst vil måling av prosjektets målgruppe kunne endre adferd, noe som vil svekke resultatets validitet. Videre kan måling føre til at prosjektkoordinatoren velger et skjevt utvalgt med større sannsynlighet for å nå målene, eller manipulerer resultatene for å få dem til å virke bedre enn de egentlig er. Målingen vil også kunne skifte fokus bort fra den faktiske sosiale effekten prosjektet skal ha for målgruppen og lokalsamfunnet, over til målbare indikatorer som kanskje ikke er verdiskapende i seg selv. Ved å benytte målbare indikatorer over tid mister man i tillegg fleksibilitet til å endre målingen ettersom det sosiale miljøet endres, noe som kan gi dårlige indikatorer for skapt sosial effekt. Stort fokus på kvantifisering og måling kan også gå på bekostning av forståelse av hvordan prosjektet skaper verdi og ta for mye ressurser sammenlignet med nytten av målingen. Til slutt påpekes det også at måling og kvantifisering kan føre til overbyråkratisering som både tar mye ressurser og kan forsinke beslutningstiden for viktige prosjekter. Det er dermed en stor risiko for å bruke mye penger på å måle noe som man uansett er ganske sikre på at har en positiv effekt. I verste fall kan kostnadene til måling gå på bekostning av midlene satt av til å gjennomføre prosjektet. Oppsummert vil stort fokus på måling og evaluering av sosial avkastning kunne gå på bekostning av den sosiale verdien prosjektet skaper. (GECES Sub-group on Impact Measurement, 2014, ss. 24-25)

C.3.3 Hvordan bør sosial avkastning måles for SIB?

C.3.3.1 Hva gjøres i nåværende SIB?

Grunntanken bak SIB er at myndighetenes fremtidige kostnadsbesparelser skal generere finansiell avkastning til investorene. Ved å bruke de sosiale resultatene som indikator på fremtidige kostnadsbesparelser vil dermed investors finansielle avkastning samsvare 100% med det sosiale resultatet. I utgangspunktet vil dermed kun myndighetenes kostnadsbesparelser inngå i estimeringen av sosial avkastning for Social Impact Bonds (Social Finance UK, 2009). I motsetning til full SROI analyse vil dermed ikke en SIB systematisk gå gjennom og estimere all den sosiale verdien som prosjektet skaper for alle interessenter. Dette kan føre til at den faktiske sosiale avkastningen av en SIB blir kraftig undervurdert (Robertson, 2012, s. 3). Samtidig bygger også evaluering og måling av det sosiale resultatet i SIB på en rekke prinsipper og metoder, for eksempel for validering av resultatet, som finnes igjen i rammeverkene for SROI analyse.

Som diskutert i vurderingen av finansiell avkastning kan SIB utbetalingene enten struktureres som renter og tilbakebetaling av investert kapital eller som gitte utbetalinger for sosiale resultater. Ved gitte utbetalinger reflekterer summen den prisen myndighetene er villige til å betale for ulike typer utfall og er estimert gjennom en analyse av hvor store kostnadsbesparelser det gitte resultatet vil lede til. Med andre ord vil sosial avkastning beregnes gjennom et måltall, for eksempel antall unge som deltar på arbeidsledighetskurs, som igjen skal representere en fremtidig kostnadsbesparelse. Denne metoden tar dermed ikke sikte på å beregne faktisk sosial verdiskapning eller SROI. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, ss. 17-18)

Ved bruk av renter og pålydende vurderes oftere resultatet av prosjektet ved å sammenligne målgruppen med en kontrollgruppe. Den sosiale avkastningen settes dermed til den prosentvise endringen i målgruppen justert for endringene i kontrollgruppen. Også her vil dermed sosial avkastning måles ved hjelp av en indikator som i stor grad representerer myndighetenes forventede kostnadsbesparelse. Hvilken indikator som bruker er derimot svært varierende fra prosjekt til prosjekt. Denne typen SIB-kontrakter kan i større grad følge prinsippet om å måle en bredere definisjon av skapt sosial verdi. Denne metoden forsøker å justere det sosiale resultatet for attribusjon og dødvekt på samme måte som rammeverket for SROI. (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 19)

Oppsummert benyttes det ikke full SROI analyse i vurdering av dagens SIB. Sosial avkastning estimeres ved bruk av målbare indikatorer for myndighetenes kostnadsbesparelse. Rapporten utgitt av The Brookings Institution påpeker viktigheten av å velge riktig mål og indikator og hvordan dette skal knyttes til finansiell avkastning for investor da det legger grunnlaget for beregning av prosjektets risiko (Gustafsson-Wright, Gardiner, & Putcha, 2015, s. 29).

C.3.3.2 Bør SROI analyse benyttes til å estimere sosial avkastning i SIB?

Det finnes flere utfordringer ved å bruke full SROI analyse for å estimere sosial avkastning i Social Impact Bonds. Det første problemet er at SROI analysen inkluderer sosial avkastning som ikke representerer frigjøring av kapital i fremtiden. Dersom den sosiale og den finansielle avkastningen til enhver tid skal være likestilt vil dermed utbetalingen til investorer bli større enn den finansielle gevinsten til myndighetene ved bruk av SROI. På denne måten vil SIB bli et tapsprosjekt for utstederne. Dette kan potensielt gjøre SIB til en dyrere måte å finansiere sosiale tiltak på enn eksempelvis lånefinansiering. Det kan også føre til større risiko for at myndighetene ikke kommer til å klare å tilbakebetale investorene. På den andre siden vil det være mulig å avvike fra praksisen om at finansiell avkastning og sosial avkastning skal være likestilt ved å knytte den finansielle avkastningen til en andel av den sosiale avkastningen eller til et annet måltall.

En annen ulempe med SROI er at rammeverket er så generelt at det gir rom for å manipulere resultatet. Dersom SROI skal legge grunnlaget for finansiell avkastning vil dette kunne skape stor risiko for investor og usikkerhet knyttet til resultatenes legitimitet. I tillegg er full SROI analyse en tidkrevende prosess og som ikke vil kunne benyttes til løpende vurderinger. Det er derfor ikke mulig å bruke SROI ved periodevise eller løpende utbetalinger.

Samtidig er det også flere fordeler ved å bruke SROI i SIB. Stephanie Robertson argumenterer i sin artikkel «Valuing Change Financed by Social Impact Bonds» for å bruke SROI for å fremheve hele den sosiale verdiskapningen for alle interessenter, ikke bare myndighetenes kostnadsbesparelse. En SROI analyse vil gi interessentene et bedre innblikk i prosjektets faktiske resultat og gi tjenesteleverandørene anerkjennelse for den jobben de gjør. Når alle faktorer tas hensyn til vil det også øke sannsynligheten for prosjektets suksess og dermed redusere risiko for at investor ikke oppnår finansiell avkastning. Robertsen fremhever at man

ved å fokusere på sosial verdiskapning heller enn kostnadsbesparelse vil kunne forbedre samarbeidet på tvers av offentlige enheter og fokusere på å løse horisontale sosiale utfordringer. (Robertson, 2012, s. 3)

En annen fordel ved bruk av SROI heller en enkeltindikatorer for måling av sosial avkastning er at det hindrer mange av fallgruvene ved måling som tidligere beskrevet fra GECES. Man vil eksempelvis til en viss grad unngå skjevt utvalg av målgruppe og manipulering av data for å nå målet. Ved SROI kan man også unngå at alt fokuset i prosjektet havner på en indikator for sosial verdi, heller enn på å skape sosial verdi i seg selv.

Oppsummert vil det være mulig å benytte full SROI analyse ved estimering av sosial avkastning i SIB. Det kan derimot skape stor usikkerhet knyttet til tallenes legitimitet og utgjøre en ekstra risikofaktor for investor. Det vil også være krevende å benytte SROI måling løpende for SIB som har periodevise utbetalinger.

Bruk av prinsipper fra SROI rammeverk i SIB

I tillegg til selve rammeverket kan det også være aktuelt for SIB å bruke de samme prinsippene som SROI analysene. Prinsippene utarbeidet av Bieman et. al. gjenspeiler etiske retningslinjer for hvordan analysen av sosial avkastning bør foretas. I hovedsak handler de om å forsøke å estimere så korrekt og transparent som mulig, noe som i stor grad også bør benyttes ved evalueringer i SIB uavhengig av hvilket måltall på sosial avkastning som brukes.

Vurdering av kvantifisering og verdsettelse, risiko og avkastningskrav

Uavhengig av om SIB benytter SROI analyse eller ikke, vil det uansett være viktig å gjøre de samme vurderingene. For SIB er det særlig viktig å vurdere hvilke faktorer som skal kvantifiseres og verdsettes og hvilke indikatorer som skal brukes da det er en essensiell del av kontrakten. Det vil her være nødvendig å samarbeide med alle partene, myndighetene, tjenesteleverandørene og investorene, for å finne ut hvordan man skal måle sosial avkastning dersom man ikke benytter SROI.

I samarbeid med de andre partene må også SIB foreta en vurdering av risiko før kontraktinngåelse. Oppfattelsen av prosjektets sannsynlighet for suksess vil i stor grad påvirke organiseringen og målingen av finansiell avkastning. Det antas at investorer vil kreve større finansiell avkastning per sosial avkastning dersom risikoen for suksess er stor.

Avhengig av hvilken målemetode som brukes er det også nødvendig å vurdere hvilket avkastningskrav som skal brukes for å neddiskontere sosial verdi i SIB. Dersom sosial verdi kun settes til fremtidig strøm av kostnadsbesparelser for myndighetene, vil det være opp til myndighetene å finne en passende neddiskonteringsrate som gjenspeiler pengenes tidsverdi. Ved SROI er analysen vanskeligere da det innebærer en neddiskontering av kvantifisert og verdsatt sosial verdi som vanligvis ikke kan beskrives i penger. Det vil derfor være krevende å finne riktig avkastningskrav som gjenspeiler verdien av at de sosiale resultatene skapes nå heller enn i fremtiden.

C.3.3.3 Konklusjon: Hvordan måle sosial avkastning i SIB?

Oppsummert vil det være mulig å benytte full SROI analyse for estimering av sosial avkastning i SIB. Det kan derimot skape stor usikkerhet knyttet til tallenes legitimitet og utgjøre en ekstra risikofaktor for investor. Det vil også være vanskelig å benytte SROI måling løpende for SIB som er strukturert med løpende utbetalinger. På den andre siden kan det være gunstig for SIB å gjøre en full SROI analyse ved sluttvurderingen for å skape et bilde av total sosial verdiskapning uten å knytte den direkte til finansiell avkastning.

Måling av resultatene i SIB bør følge de samme prinsippene som SROI analyse og etterstrebe korrekte og transparente tall på sosial avkastning. Det bør også gjøres grundige vurderinger av hvilke faktorer som skal kvantifiseres og verdsettes og ikke, av prosjektets risiko og av bruk av avkastningskrav. Selv om SIB-kontraktene ikke måler sosial avkastning som SROI, bør fortsatt de valgte måleindikatorene være gode indikatorer på den sosiale verdien som skapes.

$$\begin{aligned} \text{Sosial avkastning} &= \text{Årlig endring i måleindikator} \\ r_s &= \Delta MI \end{aligned}$$

Del D – Casegjennomgang

Som diskutert gjennom oppgaven er dagens SIB-marked svært variert og mangler standardisering. Det er også relativt få obligasjoner i omløp og enda færre har utgitt offentlig informasjon om hvordan finansiell og sosial avkastning beregnes i avtalen. Mangel på sammenfattende data gjør det vanskelig å teste om beslutningskriteriene utledet i del B gjør seg gjeldende i praksis. For å vurdere hvordan en SIB-avtale kan analyseres med beslutningskriteriene i praksis vil det derfor gjennomgå et case.

D.1 Totalmodell

For å skape en naturlig struktur for gjennomgåelse av case er uttrykkene utledet i del B og C oppsummert under.

D.1.1 Beslutningskriterier for de ulike aktørene i en SIB-avtale

Alle partene vil inngå SIB dersom begge beslutningskriterium er oppfylt.

Beslutningskriterium 1

$$NNV(SIB) > 0$$

Beslutningskriterium 2

$$U = f(\text{fordeler, ulemper}) > 0$$

Filantropiske investorer

Beslutningskriterium 1

$$r_F > r_a$$

Beslutningskriterium 2

$$U = f(r_F, r_S, u_1, u_2, u_3, u_4, u_5, u_6, u_7) > 0$$

Kommersielle investorer

Beslutningskriterium 1

$$r_F > r_a$$

Beslutningskriterium 2

$$U = f(r_F, r_S, u_1, u_2, u_3, u_4) > 0$$

Myndighetene

Beslutningskriterium 1

$$NNV(SIB) = \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{Inntekt} - \text{kostnad}}{(1+r_a)^t} > 0$$

Beslutningskriterium 2

$$U = f(NNV(SIB), u_1, u_2, u_3, u_4, u_5)$$

Tjenesteleverandørene

Beslutningskriterium 1

$$NNV(SIB) = \sum_{t=1, \infty}^T \frac{\text{Inntekt} - \text{kostnad}}{(1+r_a)^t} > 0$$

Beslutningskriterium 2

$$U = f(NNV(SIB), u_1, u_2, u_3, u_4, u_5, u_6)$$

D.1.2 Estimering av avkastning i SIB

Finansiell avkastning for investor

$$r_F = IRR \text{ av } E[KS]$$

Sosial avkastning

$$r_S = \Delta MI$$

Alternativavkastning

$$r_a = r_f + \text{risikopremie}$$

D.2 Case-gjennomgang av Newpin Social Benefit Bond

Newpin Social Benefit Bond

Newpin Social Benefit Bond (Newpin SBB) er den første SIB-avtalen som er utstedt i Australia. Obligasjonen har en løpetid fra 30. juni 2013 til 30. september 2020 og er dermed ikke avsluttet og evaluert enda. Bindeleddet, Social Venture Australia (SVA), utgir svært mye informasjon både i form av investorprospekt i forkant av utstedelsen og årlige investorrappporter underveis. Stor åpenhet om lønnsomheten og strukturen i SIB-avtalen gjør det mulig å gjøre en case-gjennomgang av Newpin SBB med bakgrunn i uttrykk og teori utledet tidligere i oppgaven.

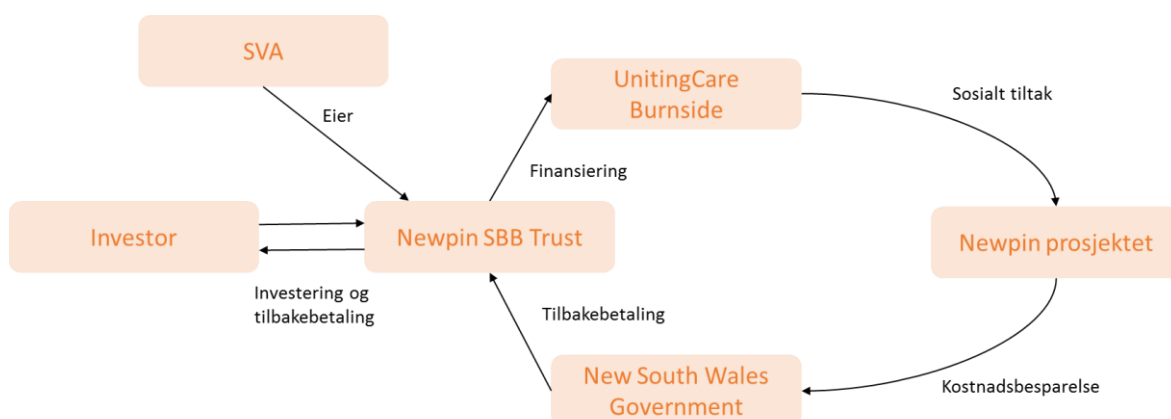
D.2.1 Introduksjon til caset

Newpin SBB har som formål å skape og støtte opp om trygge familier slik at flere barn unngår å bli plassert utenfor hjemmet på grunn av omsorgssvikt. Prosjektet har tre målgrupper; familier med barn under fem år som har vært plassert utenfor hjemmet i minst tre måneder, familier med barn under fem år som har blitt vurdert som i faresonen for omsorgssvikt og familier med barn under fem år som er identifisert med behov for støtte for å unngå risiko for omsorgssvikt. Tiltaket er et intensivt terapeutisk kurs på 12-18 måneder for familiene med hjelpesenter for mødre og fedre. (Social Ventures Australia, 2015, s. 5)

Newpin SBB er en utvidelse og oppskalering av et allerede eksisterende Newpin prosjekt organisert av den ideelle organisasjonen UnitingCare. Obligasjonen har som formål å opprette 10 nye hjelpesentre, tilby kurs til over 700 familier og gjenforene over 400 barn med familiene sine i New South Wales. (Social Ventures Australia, 2015, s. 5)

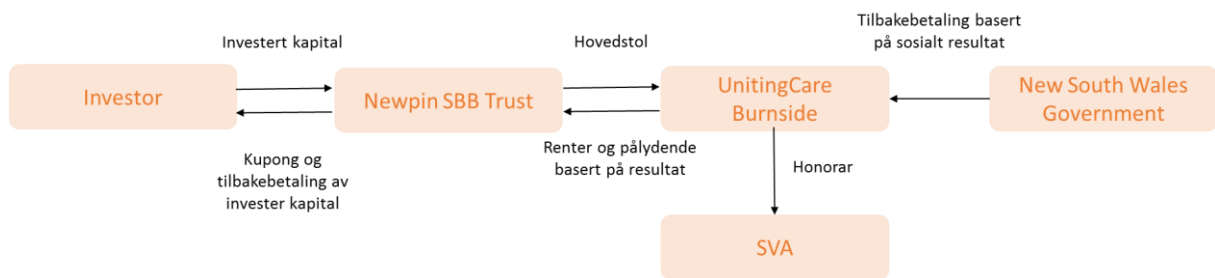
D.2.1.1 Aktørene i avtalen

I Newpin SBB finnes det fire hovedaktører som vist i figur D.2.1.1. UnitingCare Burnside opererer som tjenesteleverandør, New South Wales Government som myndighet og Social Venture Australia (SVA) som bindeledd. Investorene er ikke offentlig oppgitt. Som bindeledd er det SVA som utsteder og administrerer kontrakten. I dette tilfellet har SVA opprettet en stiftelse, Newpin SBB Trust, som videre har avtaler med de andre aktørene. Newpin SBB er organisert som en individuell kontrakt der kun et sosialt prosjekt på et bestemt geografisk område er utstedt. (Social Ventures Australia, 2013, s. 7)



Figur D.2.1.1- Struktur i Newpin Social Benefit Bond

D.2.1.2 Struktur for avtalens kontantstrømmer



Figur D.2.1.2 - Struktur for kontantstrømmer i Newpin SBB

Mellom investor og stiftelsen

Obligasjonen i Newpin SBB er utformet som en låneavtale mellom investor og stiftelsen der investorene vil motta årlig kupong. Dersom det påløper renter på kapital i stiftelsen vil disse bli refundert direkte til investor. Utbetaling av kupong og tilbakebetaling av investert kapital til investor avhenger 100% av kontantstrømmen fra tjenesteleverandør til stiftelsen. Hver enkelt investor vil bli betalt en kupongandel tilsvarende sin andel av total kapital investert. (Social Ventures Australia, 2015, s. 24)

Mellom stiftelsen og tjenesteleverandøren

Avtalen mellom stiftelsen og tjenesteleverandøren, heretter «UC Loan Deed», innebærer at UnitingCare mottar en hovedstol satt til 100% av investert kapital til å gjennomføre Newpin prosjektet. Dersom avtalen avsluttes før forfall må UnitingCare tilbakebetale minst 75% av hovedstol de første 4 årene og minst 50% av hovedstol de siste 3 årene. Tilbakebetalingen går til investorene gjennom stiftelsen. Stiftelsen, UnitingCare og myndighetene i New South Wales har under ulike forutsetninger rett til å si opp avtalen. UC Loan Deed fastsetter at tjenesteleverandøren må betale årlige renter til stiftelsen avhengig av prosjektets resultat. Renten er satt til minimum 5% de første tre årene og maks 15% årlig over kontraktens løpetid. Tilbakebetaling av hovedstol er 100% dersom den sosiale avkastningen er 55% eller høyere. (Social Ventures Australia, 2015, s. 25)

Mellom tjenesteleverandøren og myndighetene

Avtalen er inngått mellom «the Minister for Family and Community Services for and on behalf of the Crown in right of the State of New South Wales» og UnitingCare. Avtalen avklarer viktige forhold som prosjektets spesifikke tiltak, måling og evaluering, styring og forsikring.

Tilbakebetalingen fra myndighetene til UnitingCare bygger på antall barn gjenforent med familiene korrigert for attribusjon. Med korrigering for attribusjon menes som utledet i del C.3.1 at det trekkes fra det antallet barn som var forventet å bli gjenforent med familiene sine uavhengig av prosjektets utfall. Tilbakebetalingen fra myndighetene til UnitingCare og tilbakebetaling av hovedstol til stiftelsen er dermed ikke basert på samme resultatmål. (Social Ventures Australia, 2015, s. 27)

Mellom tjenesteleverandør og bindeledd

UnitingCare betaler SVA et fast årlig honorar for et fastsatt sett med arbeidsoppgaver og leveranser (Social Ventures Australia, 2015, s. 27).

D.2.2 Estimering av sosial avkastning

D.2.2.1 Gjenforeningsrate som måleindikator

I del C.3 ble det konkludert med at SIB bør bruke årlig endring i en valgt måleindikator som mål på sosial avkastning. I tillegg ble det konkludert med at målingen burde følge prinsippene for SROI analyse og velge en måleindikator som reflekterer den skapte sosiale verdien.

$$r_s = \Delta MI$$

I Newpin SBB blir årlig sosialt resultat målt etter andelen barn gjenforent med familiene sine ved slutten av regnskapsåret. Sosialt resultat måles som den kumulative gjenforeningsraten.

$$r_s = \frac{\text{Gjenforent}}{\text{Gjenforent} + \text{ikke gjenforent}}$$

Med gjenforent menes her antall barn der familien fikk tilbake omsorgen for barnet i løpet av det siste året. Måltallet måler kun tilfeller der familien var involvert i et Newpin hjelpesenter for mødre. Antall barn som ikke ble gjenforent er de tilfellene der familiene var involvert, men familien ikke fikk tilbake omsorgen for barnet. Antall barn telles kun i tilfeller der barnevernet har godkjent deltakelsen i programmet og gjenforeningsraten blir verifisert av en uavhengig part. (Social Ventures Australia, 2015, s. 29)

Måltallet gir en god indikator på prosjektets suksess i den ene målgruppen, men måler ikke resultater i de tilfellene der Newpin prosjektet forsøker å forebygge at barn blir plassert utenfor familien i første omgang. Den måler heller ikke tilfeller der familiene deltar på hjelpesentre for fedre. Måltallet tar dermed ikke hensyn til den sosiale verdien som blir skapt utenfor familiene for eksempel for besteforeldre, lokalsamfunn og venner. Det mangler også en vurdering av attribusjon og dødvekt i målingen. Med andre ord gir gjenforeningsraten en god indikasjon på prosjektets suksess, men er ikke nødvendigvis en god indikasjon på den totale skapte sosiale verdien. Newpin SBB bør derfor vurdere å gjøre en full SROI analyse for å estimere prosjektets totale sosiale effekt etter at prosjektet er avsluttet.

D.2.2.2 Estimering av forventet sosial avkastning

Den sosiale avkastningen er vanskelig å estimere, men basert på tidligere tall har SVA utarbeidet en oversikt over de mest sannsynlige gjenforeningsratene.

Gjenforeningsrate	Beskrivelse
75 %	Ekstremt høyt resultat
70 %	Høyt resultat
65 %	SBB resultatmål
60 %	Svakt resultat
55 %	Dårlig resultat
50 %	Ekstremt dårlig resultat
45 %	SBB Termineres
35 %	Verst tenkelig utfall

Tabell D.2.2.1 - Scenario for sosial avkastning i Newpin SSB. Hentet fra (Social Ventures Australia, 2013, s. 16).

Estimeringen bygger på tidligere erfaringer fra Newpin programmet i New South Wales. UnitingCare har selv satt et mål om 65% gjenforeningsrate over prosjektets 7 år. De siste fem årene før utstedelsen av Newpin SBB var gjenforeningsraten i den samme målgruppen omtrent 60%. Tall fra 2012 alene viser derimot en gjenforeningsrate på 74%. SVA vurderer at tallene fra 2012 gir et bedre estimat for fremtiden da det ble gjennomført store strukturelle endringer i

Newpin prosjektet i perioden 2010-2012 som førte til sterk vekst i gjenforeningsraten. (Social Ventures Australia, 2013, s. 15)

D.2.3 Estimering av finansiell avkastning

Det vil her gjennomgå hvordan finansiell avkastning bør estimeres for Newpin SBB og deretter regnes på hva den forventede finansielle avkastningen er for investorene.

D.2.3.1 Valg av verdsettelsesmodell

		Prisingsmodell for estimering av finansiell avkastning			
		Nullkupongobligasjon	Kupongobligasjon	Dividendemodellen	Totalkapitalverdimodellen
Egenskaper ved utbetaling til investor i SBB	Utbetalings-struktur	(1) Renter og tilbakebetaling avhenger av sosialt resultat	(1) Renter og/eller tilbakebetaling avhenger av sosialt resultat	(2) Gitte beløp for gitte sosiale resultater.	Kombinasjon av utbetalingsstruktur (1) og (2)
	Tidspunkt for utbetaling	Alt utbetales ved forfall	Utbetaling periodevis og ved forfall	Periodevis, ved måloppnåelse og/eller ved forfall	Periodevis, ved måloppnåelse og/eller ved forfall
	Pålydende	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall	Ingen pålydende	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall
	Forventet tilbakebetalt beløp ved forfall	En rentekomponent og forventet tilbakebetaling av investert beløp	Forventet tilbakebetaling av investert beløp	Summen av forventede utbetalinger innenfor maktgrensen som utbetales ved forfall	Forventet tilbakebetaling av investert beløp samt summen av renter og summen av forventede utbetalinger for måloppnåelse som betales ved forfall.
	Maktgrense for utbetalt beløp	Maktgrense for total utbetaling	Maktgrense for total utbetaling	For individuelle deltakere og for prosjektet totalt sett	Maktgrense for total utbetaling
	Modell	$I_0 = \frac{E[I]}{(1+r_F)^n}$	$I_0 = E[CPN] \cdot \frac{1}{r} \left(1 - \frac{1}{(1+r_F)^N}\right) + \frac{E[I]}{(1+r_F)^N}$	$P_0 = \sum_{n=1}^N \frac{Div_n}{(1+r_E)^n}$	$I_0 = \left[\sum_{n=1}^N \frac{E[CPN_n]}{(1+r_F)^n} \right] + \frac{E[I]}{(1+r_F)^N} + \sum_{n=1}^N \frac{E[R]_n}{(1+r_F)^n}$

Tabell D.2.3.1 – Valg av verdsettelsesmodell for Newpin SBB

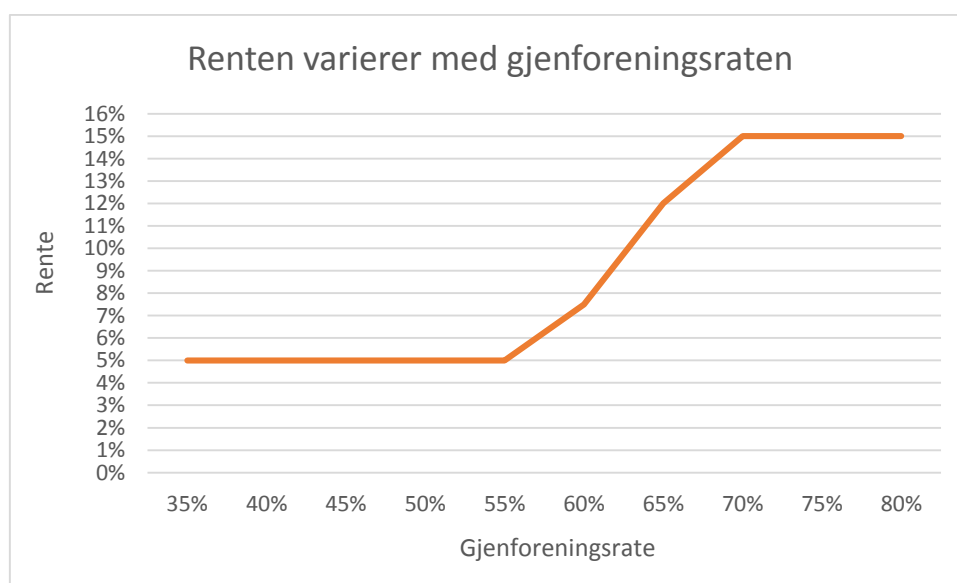
I Newpin SSB avhenger både renter og tilbakebetaling av investert beløp av det sosiale resultatet. Dette taler for å benytte en obligasjonspriseringsmodell for å beregne finansiell avkastning. I tillegg utbetales årlige renter som tilsvarer bruk av kupongobligasjonsmodellen. For å estimere finansiell avkastning ved bruk av kupongobligasjonsmodellen må variablene investert kapital, forventet kupongutbetaling og forventet tilbakebetalt kapital estimeres.

D.2.3.2 Beregning av kupongbetalinger

Renten utbetales fra UnitingCare til stiftelsen den 30. september hvert år. Første utbetaling ble gjennomført i 2014, 14 måneder etter at kontrakten ble utstedt. Renten beregnes med en gitt formel og avhenger av gjenforeningsraten. Konstantene i formelen er satt slik at investorene får en passende avkastning, og UnitingCare en passende kostnad, for alle mulige gjenforeningsrater. Det finnes ingen forklaring på hvordan konstantene er utledet. (Social Ventures Australia, 2015, s. 29)

$$r_t = 3\% + [0,9 * (gjenforeningsrate_t - 55\%)]$$

Renten settes med en desimal og er 0% dersom den kumulerte gjenforeningsraten ikke overstiger 55% etter de første tre årene. Renten kan maksimalt være 15%. Hvordan renten vil variere med gjenforeningsraten er illustrert i figur D.2.3.1. Figuren viser at Newpin SBB har en avkastningsprofil med begrenset nedside og oppside. Mellom minimum og maksimum varierer renten med den gitte formelen.



Figur D.2.3.1 – Forholdet mellom renteutbetaling og gjenforeningsrate

Kupongutbetalingen til investor estimeres som kumulert rente fratrukket alle tidligere utbetalinger (Social Ventures Australia, 2015, s. 29). Kupongen får dermed den samme profilen som renten i figur D.2.3.1.

$$CPN_t = \left(\text{Hovedstol} * r_t * \frac{n}{365} \right) - \text{tidligere kupongutbetalinger}$$

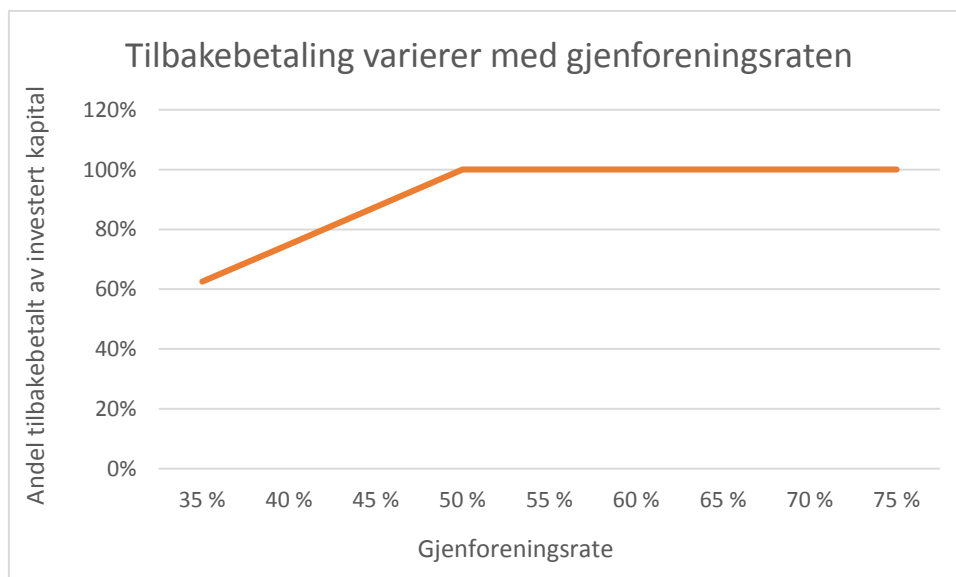
Der $n = \text{totalt antall dager fra utstedelse til dato for rentebetaling}$

D.2.3.3 Beregning av tilbakebetaling

Forventet tilbakebetaling ved forfall som andel av investert kapital estimeres også med et gitt forhold til gjenforeningsraten. Også her er konstantene i formelen satt for å gi en passende tilbakebetaling for alle nivåer av gjenforeningsrate og det finnes ingen forklaring på hvordan konstantene er utledet. (Social Ventures Australia, 2015, s. 31)

$$\frac{E[I]}{I_0} = 50\% + [2,5 * (\text{Gjenforeningsrate} - 35\%)]$$

Ved forfall vil tilbakebetalt kapital være minimalt 50% av investert kapital og maksimalt 100%. Som illustrert i figur D.2.3.2. medfører formelen at andel av tilbakebetalt beløp ved forfall reelt sett vil være 100% så lenge gjenforeningsraten er høyere enn 50%.



Figur D.2.3.2 – Forholdet mellom tilbakebetaling som andel av investert kapital og gjenforeningsrate

D.2.3.4 Kontantstrøm

Kontantstrømmen til investor i Newpin SBB estimeres ved modellen for kuponobligasjonsprising.

$$KS = -I_0 + \left[\sum_{n=1}^N \frac{E[CPN_n]}{(1+r_F)^n} \right] + \frac{E[I]}{(1+r_F)^N}$$
$$KS = -I_0 + \frac{E[CPN_1]}{(1+r_F)^{1,25}} + \frac{E[CPN_2]}{(1+r_F)^{2,25}} + \frac{E[CPN_3]}{(1+r_F)^{3,25}} + \frac{E[CPN_4]}{(1+r_F)^{4,25}} + \frac{E[CPN_5]}{(1+r_F)^{5,25}} + \frac{E[CPN_6]}{(1+r_F)^{6,25}}$$
$$+ \frac{E[CPN_7]}{(1+r_F)^{7,25}} + \frac{E[I]}{(1+r_F)^{7,25}}$$

Kontantstrømmens internrente som angir den finansielle avkastningen, avhenger av kuponutbetalingene og tilbakebetaling av investert kapital som igjen avhenger av den sosiale avkastningen.

D.2.3.5 Ulike scenario for avkastning

De ulike tilfellene for finansiell avkastning avhenger direkte av den sosiale avkastningen. Den påfølgende estimeringen av finansiell avkastning vil derfor bygge på scenarioene skissert av SVA i tabell D.2.2.1. Det forutsettes for utregningen av finansiell avkastning at gjensforeningsraten er konstant over prosjektets levetid, selv om dette er lite sannsynlig da gjensforeningsraten trolig vil variere fra år til år. Internrenten vil bli høyere dersom den årlige gjensforeningsraten jevnt over stiger enn dersom den faller i løpet av prosjektet. Til tross for dette vil gjensforeningsraten her bli holdt konstant for å fremheve lønnsomheten ved ulike scenario.

Tabell D.2.2.1 viser ni ulike scenarioer for gjensforeningsrate. Ved tre av tilfellene er gjensforeningsraten 45% eller lavere, hvilket kan føre til terminering i løpet av de fire første årene. Det vil derfor utledes to scenarioer: et med tidlig terminering for de tre laveste gjensforeningsratene og et der prosjektet løper til forfall.

Scenario 1: Terminering ilt de første fire årene

Det finnes ulike regler for terminering av ulike grunner. Ved tilfeller der terminering skyldes en gjenforeningsrate på under 45% vil kupongutbetalingen og tilbakebetaling avgjøres med gitte formler. Ved tidlig terminering som skyldes andre årsaker en gjenforeningsraten vil det alltid tilbakebetales 100% av investert kapital.

Kupongrenten settes med samme formel som tidligere. For gjenforeningsrate på 45% eller lavere tilsvarer dette en negativ kupongutbetaling. De første 3 årene vil dermed kupongen bli satt til minimumskravet på 5%.

Tilbakebetaling av investert kapital settes ved følgende formel.

$$\frac{E[I]}{I_0} = 75\% + [1,25 * (Gjenforeningsrate - 35\%)]$$

Som vist i tabell D.2.3.2 fører formelen til at investor i verste tilfelle kan tape 25% av investert kapital. Ved 45% gjenforeningsrate blir tapet 12,5%.

Gjenforeningsrate	45 %	40 %	35 %
Andel tilbakebetalt	87,50 %	81,25 %	75 %

Tabell D.2.3.2 – Andel tilbakebetalt av investert kapital ved terminering

Kontantstrømmen vil variere avhengig av i hvilket år prosjektet termineres. Eksempelet nedenfor viser kontantstrømmen dersom prosjektet termineres i år 4.

$$KS = -I_0 + \frac{5\% * I_0}{(1 + r_F)^{1,25}} + \frac{5\% * I_0}{(1 + r_F)^{2,25}} + \frac{5\% * I_0}{(1 + r_F)^{3,25}} + \frac{87,5\% * I_0}{(1 + r_F)^{4,25}}$$

Kontantstrømmens internrente er estimert for de ulike gjenforeningsratene og alle mulige scenarioer for terminering.

	Gjenforeningsrate		
	45 %	40 %	35 %
Terminering år 1	-5,00 %	-10,10 %	-15,30 %
Terminering år 2	-0,60 %	-3,50 %	-6,60 %
Terminering år 3	1,20 %	-0,80 %	-2,90 %
Terminering år 4	2,20 %	-0,60 %	-1,00 %
Uten terminering	-1,40 %	-3,70 %	-6,50 %

Tabell D.2.3.3 – Internrente ved ulike scenario for terminering

Tabell D.2.3.3 viser at i et verst tenkelig scenario vil investor tape 15,3% av investert kapital. De største tapene forekommer dersom prosjektet termineres tidlig. Ved å la prosjektet løpe de første tre årene vil investors tap bli lavere på grunn av minimumsrenten på 5%. Det er derfor mest lønnsomt for investorene å terminere prosjektet i år 4.

Scenario 2: Prosjektet termineres ikke før forfall

Tabellen under viser hvordan internrenten vil variere med ulike gjenforeningsrater basert på kontantstrømmen utledet tidligere. Dersom målet om 65% gjenforeningsrate oppnås vil investor motta en årlig finansiell avkastning på 12%. Den maksimale renten er 15%.

Gjenforeningsrate	50 %	55 %	60 %	65 %	70 %	75 %
Finansiell avkastning	0,60 %	3,10 %	7,50 %	12 %	15 %	15 %

Tabell D.2.3.4 – Internrente ved ulike scenarioer for gjenforeningsrate

Hvilket scenario er mest sannsynlig?

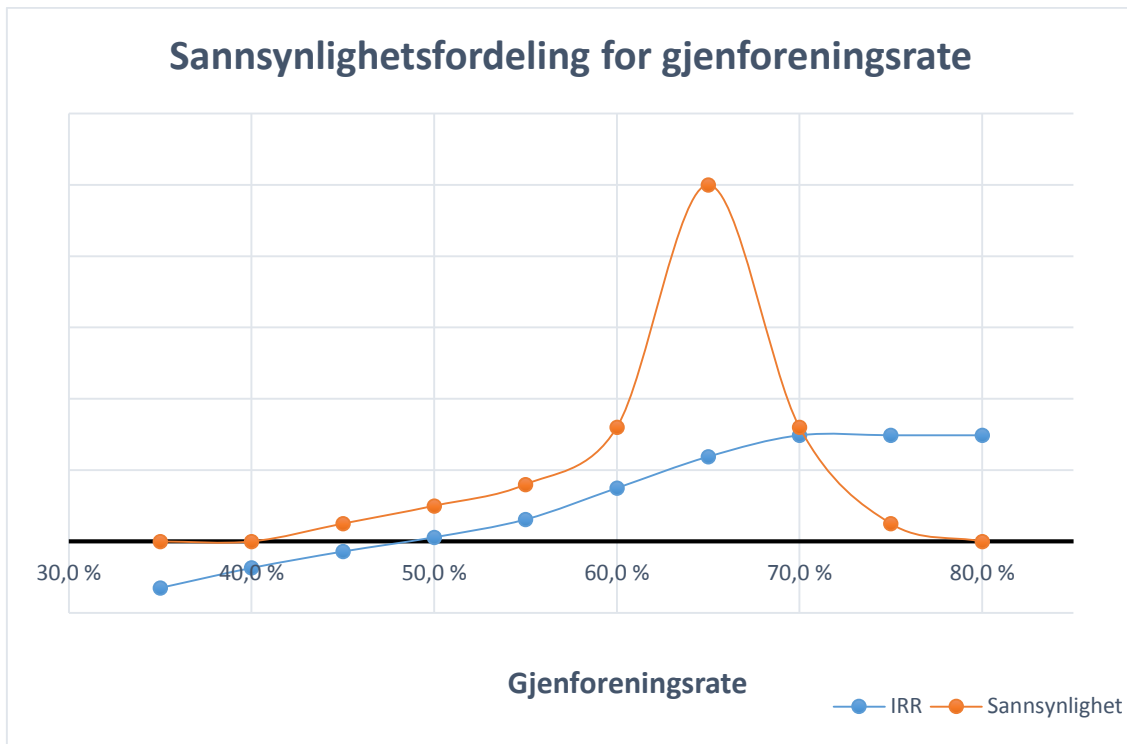
På grunn av få tidligere erfaringer og mangel på data er det utfordrende å estimere hva den sosiale avkastningen i prosjektet kommer til å bli. Sannsynligheten avhenger som utledet i del C av prosjektets usystematiske risiko og dermed av risikoen for suksess. Faktorer som påvirker risikoen er kvaliteten og erfaringen til UnitingCare, men også utvalget av familier som hjelpes. Investor oppfordres derfor til selv å gjøre seg opp en subjektiv mening om den forventede gjenforeningsraten. (Social Ventures Australia, 2013, s. 35)

Et naturlig estimat er at prosjektets rate vil ende opp mellom 75% og 45%. Det er rimelig å anta en maksimumsgrense på 75% fordi det er lite sannsynlig at prosjektet vil oppnå en høyere gjenforeningsrate enn den i rekordåret 2012. Årsaken til dette er at Newpin SBB vil føre til en stor oppskalering i tjenestetilbudet som på kort sikt kan føre til redusert kvalitet. Det er en risiko for at UnitingCare ikke vil kunne opprettholde kompetansenivået til de ansatte, kvaliteten på kursene eller oppfølgingen av familien som deltar i prosjektet når prosjektet utvides kraftig på kort tid. Det er også en risiko for at et større prosjekt må inkludere et større spekter av familier som kan bidra til at problemene blir mer utfordrende å løse. I sum gjør disse faktorene at 2012 raten på 74% antakeligvis er den maksimale oppnåelige raten.

Det er også logisk at 45% er den laveste oppnåelige raten da prosjektet på dette nivået kan bli terminert for å begrense tapet. Tabell D.2.3.3 viser at tapet for investor blir lavest i år 4 fordi investor da får utbetalt alle minimumskupongene på 5% i år 1-3. Det er dermed mest sannsynlig at prosjektet blir terminert i år 4 dersom raten er 45% eller lavere.

Mellom intervallet fra 45% til 75% er det mest sannsynlig at gjenforeningsraten ender opp omtrent lik målet på 65%. Dette blir bekreftet fra årsrapporten fra 2015 som viser en foreløpig kumulert gjenforeningsrate på 61,6%. For de første familiene som deltok i programmet ligger raten an til å bli mellom 62% og 67% (Social Ventures Australia, 2015). Utover dette antas sannsynlighetsfordelingen å være jevnt fordelt over og under målet, innenfor de oppgitte grensene.

Med disse argumentene vil gjenforeningsratens sannsynlighetsfordeling være omtrent som vist i figur D.2.3.3 og gi en forventet finansiell avkastning på 10,24%.



Figur D.2.3.3 – Mulig sannsynlighetsfordeling for gjenforeningsrate

D.2.3.6 Forventet finansiell avkastning

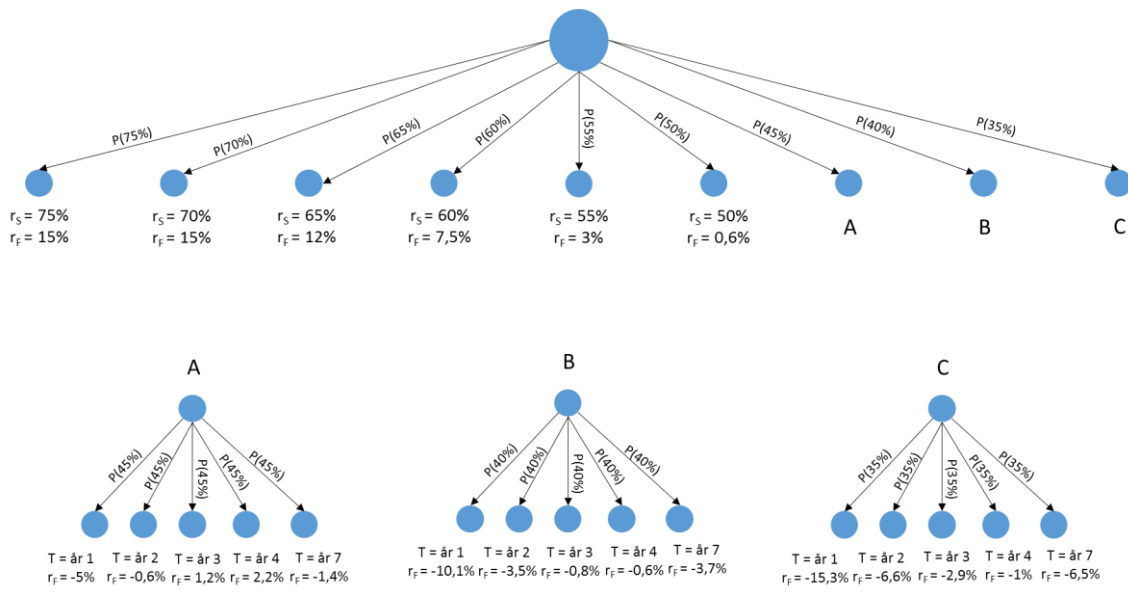
Den forventede finansielle avkastningen er summen av den finansielle avkastningen for alle mulige utfall multiplisert med sannsynligheten for utfallet.

$$E[r_F] = \sum P(r_S) * r_F(r_S)$$

Der

$$r_S = \text{Mulige gjenforeningsrater listet i tabell D.2.1.1}$$

De mulige utfallene med tilsvarende finansiell avkastning er illustrert i et sannsynlighetstre i figur D.2.3.4.



Figur D.2.3.4 – Sannsynlighetstre for finansiell avkastning

Dersom det er 100% sannsynlighet for at Newpin SBB termineres i år 4 ved 45% gjennforeningsrate eller lavere og de resterende sannsynlighetsfordelingene er som i figur D.2.3.1, vil den forventede avkastningen være 10,34%.

$$r_F = 10,34\%$$

D.2.4 Vil det lønne seg for investorene?

D.2.4.1 Beslutningskriterium 1

For at Newpin SBB skal lønne seg for investorene må alternativavkastningen være lavere enn den forventede finansielle avkastningen. I praksis avhenger derfor beslutningen av investors risikopremie.

$$r_F > r_a$$

$$10,34\% > r_f + \text{risikopremie}$$

$$\text{risikopremie} < 10,34\% - r_f$$

Ved utgangen av juni 2013 var renten på 10 års australske statsobligasjoner 3,8% ifølge tradingeconomics.com (Trading Economics, 2016). Tilsvarende lå renten på 7 års australske statsobligasjoner på 3,35% 1. juli 2013 ifølge investing.com (Investing.com, 2016). Da Newpin

SBB har en løpetid på 7,25 år vil risikofri rente antakeligvis være omtrent 3,39%⁶. Investeringen er derfor lønnsom dersom risikopremien er lavere enn 6,95%⁷.

$$r_f = 3,39\%$$

$$\text{risikopremie} < 6,95\%$$

Akkurat hvor stor risikopremien er vil variere fra investor til investor. Stor usikkerhet knyttet til estimering av gjenforeningsraten, at Newpin SBB er et helt nytt prøveprosjekt med SIB i Australia og svært lav likviditet taler for at risikopremien blir relativt høy. I følge Elyse Sainty, direktør for Impact Investing i SVA, antas en risikopremie på omtrent 5% dersom 50% av kapital er risikabel. Dersom 100% av investeringen er risikabel vil risikopremien øke opp mot 10%⁸. Hun presiserer likevel at risikopremien vil variere fordi investorene har svært ulike forventninger og prioriteringer. Filantropiske investorer vil ha en lavere risikopremie enn kommersielle da de verdsetter den sosiale avkastningen høyere. Da kun 25-50% av kapitalen er risikabel i Newpin SBB er det dermed sannsynlig at den gjennomsnittlige risikopremien er 5% eller lavere, noe som betyr at investeringen er lønnsom.

$$\text{risikopremie} = 5\%$$

$$5\% < 6,95\%$$

Til tross for at SVA oppgir en risikopremie i markedet på 5% kan flere investorgrupper anse risikoen som høyere. Investorer kan også ha en annen vurdering av sannsynlighetene for oppnådde gjenforeningsrater som kan gi en lavere forventet finansiell avkastning. For disse investorgruppene vil ikke investeringen være lønnsom.

Til sammenligning ble det i del C.2.1 vist at avkastningen i andre sosiale fond ligger på mellom 3-8%. Relativt til disse alternativene er dermed Newpin SBB en veldig lønnsom investering. På den andre siden kan også denne benchmarken tyde på at estimatet om en finansiell avkastning på 10,34% er for høyt.

⁶ $r_f = 3,35 + (((3,8 - 3,35) / 3) * 0,25) = 3,39$

⁷ $r_F - r_f = 10,34 - 3,39 = 6,95$

⁸ Informasjon er hentet fra e-postutveksling med Elyse Sainty

D.2.4.2 Beslutningskriterium 2

Det andre kriteriet er at forventet netto nytteverdi av Newpin SBB's finansielle og sosiale avkastning, samt andre fordeler og ulemper, er positiv.

$$U = f(r_F, r_S, \text{andre fordeler, ulemper}) > 0$$

Filantropiske investorer

Filantropiske investorer får positiv nytteverdi av fordelene nettverkseffekter, positiv PR, resirkulering av kapital, fokus på forebygging, mulighet til å bidra med kunnskap og samarbeid med myndighetene. Da den totale investorkapitalen er satt før utstedelse, obligasjonen ikke har resirkulering av kapital og investorene ikke direkte kommer til å samarbeide med myndighetene, vil kun investorene få fordelene av positiv PR, fokus på forebygging og mulighet til å bidra med kunnskap i dette tilfellet. I tillegg vil tilleggs kostnader kunne gi negativ nytteverdi. Da alle andre faktorer enn tilleggs kostnader er positive er det sannsynlig at også den totale nytteverdien er positiv.

$$U_{\text{Filantropisk}} = f(r_F, r_S, \text{Positiv PR, Fokus på forebygging, Mulighet til å bidra med kunnskap}) > 0$$

Kommersielle investorer

Kommersielle investorer får positiv nytteverdi av fordelene nettverkseffekter, positiv PR og utvikling av ny modell. På samme måte som for filantropiske investorer vil nettverkseffektene i dette tilfellet trolig falle bort. I tillegg kan kommersielle investorer oppleve ekstra administrasjonskostnader som en ulempe. Hvorvidt investeringen er lønnsom eller ikke avhenger derfor av hvordan investor vurderer nytten av fordelene og ulempen. Da den forventede finansielle og sosiale avkastningen er positiv vil sannsynligvis de totale fordelene overgå kostnaden av administrasjonskostnadene. Det er derfor svært sannsynlig at den totale nytteverdien er positiv.

$$U_{\text{Kommersiell}} = f(r_F, r_S, \text{Positiv PR, Utvikling av ny modell, Administrasjonskostnader}) > 0$$

Konklusjon

Det vil sannsynligvis være lønnsomt for både filantropiske og kommersielle investorer å investere i Newpin SBB. Resultatet avhenger sterkt av sannsynlighetsfordelingen for gjenforeningsraten og investors risikopremie.

D.2.5 Vil det lønne seg for myndighetene?

D.2.5.1 Beslutningskriterium 1

I følge SVA vil myndighetene få omtrent \$95 millioner AUD i kostnadsbesparelser. Omtrent 50% av disse er estimert fortjeneste for myndighetene i New South Wales. I sum vil derfor myndighetenes NNV være positiv med omtrent \$47,5 millioner AUD. (Social Ventures Australia, 2013, s. 6)

$$NNV = \sum_{t=1, \infty}^T \frac{Inntekt}{(1+r_a)^t} - \sum_{t=1, \infty}^T \frac{kostnad}{(1+r_a)^t} > 0$$

$$NNV = \$95M * 50\% = \$47,5M$$

Estimatene til SVA virker nesten litt for positive. Dersom myndighetene generelt vil kunne oppnå 50% gevinst av forebyggende tiltak er det påfallende at forebygging ikke i større grad blir prioritert i dag. Samtidig oppgis det i investor prospektet at myndighetene må betale UnitingCare 50 millioner ved full suksess. I tillegg påløper antakeligvis andre politiske og administrative kostnader tilknyttet Newpin SBB som utledet i del B.3.2. Det virker derfor lite sannsynlig at New South Wales kan oppnå 50% gevinst på Newpin SBB.

I tillegg avhenger myndighetenes lønnsomhet sterkt av prosjektets resultat. Hvordan kostnadsbesparelsene og utbetalingen til UnitingCare estimeres som funksjon av gjenforeningsraten er derimot ikke offentlig tilgjengelig. Risikoen for at prosjektet ikke blir like suksessfullt som forventet vil kunne drive den forventede lønnsomheten ytterligere ned.

D.2.5.2 Beslutningskriterium 2

I tillegg til lønnsomheten kan myndighetene også få positiv nytte av skapt sosial verdi, økt samarbeid, økt prosjekteffektivitet og overføring av investeringskostnad. Overføring av investeringskostnad kan både være positiv og negativ, avhengig av myndighetene i New South Wales sine alternative finansieringsmuligheter. Det er også en risiko for negativ PR. Da den sosiale avkastningen og lønnsomheten er forventet å være høy, vil sannsynligvis den totale nytteverdien være positiv til tross for negativ PR.

$$U = f \left(\begin{array}{l} NPV(SIB), r_S, \text{\Okt Samarbeid, \Okt prosjekteffektivitet,} \\ \text{Overføring av investeringskostnad, Negativ PR} \end{array} \right) > 0$$

Nytteverdien drives sterkt av høy forventet lønnsomhet. Dersom den forventede gevinsten viser seg å egentlig være lavere enn estimert av SVA, kan dette føre til redusert og i verste fall negativ nytteverdi.

D.2.6 Vil det lønne seg for tjenesteleverandørene?

D.2.6.1 Beslutningskriterium 1

I følge SVA's analyser vil UnitingCare motta omtrent \$50 millioner AUD av myndighetene samt \$7 millioner AUD i investert kapital fra investorene over prosjektets løpetid. På kostnadssiden er prosjektet estimert å koste 41 millioner. I tillegg må UnitingCare ved suksess tilbakebetale investert kapital på 7 millioner, samt betale renter til stiftelsen og honorar til SVA. Den estimerte kontantstrømmen er oppstilt i tabell D.2.6.1. (Social Ventures Australia, 2013, s. 28)

År	0	1	2	3	4	5	6	7	Sum
Inntekter									
Utbetaling fra myndighetene	7,14	7,14	7,14	7,14	7,14	7,14	7,14		50
Investert kapital fra investor	1	1	1	1	1	1	1		7
Sum inntekter	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14	8,14		57
Kostnader									
Prosjektkostnader		5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	5,86	41
Tilbakebetaling til investor								7,00	7
Renter til Newpin Trust (10,34%)		0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	0,72	5
Honorar SVA		0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,36
Sum kostnader		6,63	6,63	6,63	6,63	6,63	6,63	13,63	53,43
Overskudd UnitingCare	8,14	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51	-13,63	3,57

Tabell D.2.6.1. – Kontantstrømoppstilling for UnitingCare

I kontantstrømoppstillingen er det forutsatt at alle inntekter og kostnader spres jevnt over prosjektets løpetid. Inntekter er antatt å bli innbetalt i begynnelsen av året, mens kostnadene er antatt å føres ved årets slutt. I del B.2.3 ble det vurdert at tjenesteleverandørene burde neddiskontere kontantstrømmen med risikofri rente. I Australia har den risikofrie ettårs renten variert mellom 2,3% og 1,7% siden utstedelsen av Newpin SBB (Investing.com, 2016). Med anslag om at den risikofrie renten er omtrent 2% vil dette gi UnitingCare et forventet overskudd på 4,64 millioner AUD.

$$NNV(SIB) = \$4,64 \text{ MAUD}$$

Med dette estimatet vil beslutningskriterium 1 være oppfylt for tjenesteleverandøren og avtalen være lønnsom. Likevel kan det påløpe andre kostnader som ikke er inkludert i dette estimatet. Utledningen i del B.3.3. viste eksempelvis til at UnitingCare kan måtte ta hensyn til kostnader av voksesmerter og den eventuelle kostnaden av å mislykkes. Det er også sannsynlig at de vil benytte et høyere avkastningskrav for å kompensere for suksessrisikoen. Til tross for dette vil nettonåverdien fortsette å være positiv, så lenge UnitingCares kostnader ved forfall er lavere enn summen av inntektene i de syv første årene.

D.2.6.2 Beslutningskriterium 2

I tillegg til et positivt overskudd er tjenesteleverandørene forventet å få en positiv nytteverdi av økt konkurranse, økt sosial effekt, økt motivasjon hos de ansatte, fokus på forebygging og langsiktig finansiering. Samtidig kan de få en negativ nytteverdi som følge av kannibalisering. Det er høyst sannsynlig at tjenesteleverandørene som ideell organisasjon har størst nytteverdi av økt sosial avkastning. Så lenge de forventer å nå målet sitt om 65% gjenforeningsrate vil derfor netto nytteverdien sannsynligvis være positiv.

$$U = f \left(\begin{array}{l} NPV(SIB), r_s, \text{Økt konkurranse, Økt sosial effekt, Økt motivasjon hos ansatte,} \\ \text{Fokus på forebygging, Langsiktig finansiering, Kanniablisering} \end{array} \right) > 0$$

D.2.7 Oppsummering

Oppsummert er det forventet at Newpin SBB vil skape både positivt økonomisk resultat og positiv nytteverdi for alle de tre aktørene i avtalen. Estimaten inneholder dog stor usikkerhet og er svært sårbare for endringer i den forventede gjenforeningsraten.

D.3 Oppsummering og overordnet konklusjon fra bruk av totalmodell

Ved å benytte beslutningskriteriene utledet i del B på de tre hovedpartene i Newpin SBB ser vi at det med stor sannsynlighet vil lønne seg for alle parter å inngå avtalen. Dette er også partenes beslutning i virkeligheten da obligasjonen ble utstedt med følgende vilkår i juni 2013.

Beslutningskriterium 1 er mulig å benytte for alle aktørene ved å gjennomgå prosjektets avtalte kontantstrømmer. Det er derimot stor risiko knyttet til estimatet for alle parter, da kontantstrømmene vil avhenge sterkt av den oppnådde gjenforeningsraten. Uten sammenlignbare historiske data vil estimert suksessrate inneholde mye usikkerhet. Dersom noen av aktørene har et mer pessimistisk anslag til sannsynlighetsfordelingen vil lønnsomheten falle. For investorene avhenger lønnsomheten også stort av den enkelte investors vurdering av risikopremien.

Beslutningskriterium 2 er krevende å benytte uten dypere innsikt i de tre partene. Vurdering av nytteverdien organisasjonene eller individene får av ulike faktorer er en subjektiv analyse. Så lenge prosjektet er forventet å være både økonomisk lønnsomt og å produsere gode sosiale resultater er derimot dette forventet å overgå eventuelle andre ulempers negative nytteverdi.

I sum viser caset at det er mulig å benytte de to beslutningskriteriene, men at det krever gode analyser for fremtidige kontantstrømmer, risiko for suksess og aktørenes nyttefunksjoner for å kunne gi verdifull informasjon.

Avsluttende oppsummering og konklusjon

Oppsummering

Formålet med oppgaven var å introdusere SIB for det norske investormarkedet og å analysere hvordan obligasjonen kan skape verdi for de ulike partene i avtalen.

Del A viste hvordan SIB-obligasjonene er strukturert per dags dato og påpekte ulike scenario for fremtidig utvikling av instrumentet. Oppsummert viste gjennomgangen at SIB-markedet er i sterk vekst, men at det fortsatt spriker i mange retninger. Med dagens variasjon og uforutsigbarhet vil ikke SIB kunne oppnå vekst i stor skala. For at SIB skal kunne bli et tilgjengelig instrument for flere investorgrupper må utviklingen gå i retning av et standardisert og regulert marked.

Oppgavens del B.1 analyserte hvem de ulike partene i dagens SIB-marked er. Diskusjonene viste at 78% av investorene i dagens SIB-marked kan kategoriseres som rent filantropiske og at over halvparten av alle investorene var stiftelser. Videre ble det utledet at i de fleste tilfellene er myndighetene en offentlig institusjon på statlig nivå og tjenesteleverandøren en ideell organisasjon.

Insentivanalysen i del B.2 viste at filantropiske og kommersielle investorer, myndigheter og tjenesteleverandører har ulike incentiver til å inngå en SIB-avtale. Samtidig er alle partene i avtalen til en viss grad motivert av å skape sosiale resultater og av å bidra til å utvikle en ny og innovativ finansieringsmodell for forebyggende tiltak.

Basert på incentivene utledet i del B.2 ble det i del B.3 utledet at aktørene i hovedsak bør benytte to beslutningskriterier for å vurdere om de bør inngå en SIB eller ikke. Det første kriteriet er at alle partene må ha en finansiell positiv netto nåverdi av prosjektet. Det andre kriteriet er at aktørens netto nytteverdi av kombinasjonen av finansiell og sosial avkastning, samt alle andre fordeler og ulemper ved SIB-kontrakten må være positiv.

Del C analyserte de finansielle egenskapene ved SIB for å drøfte estimering av finansiell avkastning og avkastningskrav. For estimering av finansiell avkastning ble det utarbeidet et rammeverk for valg av prisingsmodell. Finansiell avkastning blir deretter satt til internrenten til prosjektets forventede kontantstrøm. Det ble konkludert med at alternativavkastningen bør settes lik risikofri rente med et sjablongmessig påslag for risiko.

Videre i del C ble det drøftet hvorvidt SROI kan brukes til å måle sosial avkastning i SIB. Konklusjonen viste at det bør bli valgt en måleindikator for sosial avkastning, men at målingen bør følge de samme prinsippene i SIB som i SROI analyse.

Avslutningsvis viste del D at det var mulig å benytte de to beslutningskriteriene i praksis på caset «Newpin Social Benefit Bond». Konklusjonen på caset er at kontrakten var lønnsom for alle parter. En svakhet ved det utviklede rammeverket er dog at det er umulig å estimere aktørenes subjektive nytteverdi av prosjektets totale fordeler og ulemper.

Konklusjon

Oppgaven har gjennom de fire delene bidratt til å gi en omfattende beskrivelse og utledning av SIB som instrument og partene som inngår i kontrakten. Oppgaven viser at det er svært mange variabler som svarer på problemstillingen «*Når lønner det seg å inngå en Social Impact Bond?*». Hovedkonklusjonen er at det lønner seg når obligasjonen er økonomisk lønnsom og gir positiv nytteverdi for alle parter.

Den investerte kapitalen i SIB har en kombinasjon av egenskaper som gjør at den verken kan kategoriseres som egenkapital eller gjeld. Obligasjonens finansielle avkastning må derfor estimeres som internrenten til den enkelte SIBs forventede kontantstrøm. Den forventede kontantstrømmen avhenger av prosjektets sannsynlighet for suksess og dermed av usystematisk risiko. Alternativavkastningen kan ikke estimeres med markedsdata så lenge SIB ikke handles og bør derfor settes til risikofri rente med et sjablongmessig påslag for systematisk risiko. Lønnsomheten for myndighetene og tjenesteleverandørene bør estimeres som nettonåverdien av prosjektets forventede kontantstrøm neddiskontert med alternativavkastningen.

Nytteverdien avhenger av partenes subjektive nyttefunksjoner av kombinasjonen av finansiell og sosial avkastning, samt partenes andre fordeler og ulemper ved å inngå en SIB-kontrakt. Prosjektets sosiale avkastning kan estimeres ved en måleindikator og bør evalueres med en SROI analyse ved prosjektets slutt. De andre fordelene og ulempene ved å inngå en SIB-kontrakt varierer mellom partene. Eksempler på disse kan være PR effekter, nettverkseffekter eller administrasjonskostnader. Fordi de subjektive nyttefunksjonene ikke er kjent er det kun aktørene selv som kan vurdere om det lønner seg å inngå en Social Impact Bond.

Implikasjoner

Arbeidet med oppgaven, har gitt stor innsikt i et nytt og spennende marked. På bakgrunn av disse innsiktene vil jeg derfor komme med forslag til videre utvikling av SIB som instrument og til videre forskning og utredning på området.

Forslag til videre utvikling av SIB

Som diskutert i del A.3 hindres veksten i SIB til en viss grad på grunn av manglende standardisering. Det er flere utfordringer knyttet til estimering av lønnsomheten av SIB som skaper stor usikkerhet om resultatene. Etter min mening må disse utfordringene løses for at flere investorer skal få muligheten til å investere i SIB.

Standardisert avkastningsmodell

Det første forslaget er å standardisere kontraktene til å kun bruke en av de to hovedmodellene for tilbakebetaling til investor. Enten versjonen med sosiale utbetalinger per sosiale utfall eller versjonen med tilbakebetaling og kupong. En kombinasjon av de to modellene skaper store variasjoner i markedet og gjør det umulig å sammenligne resultater for ulike SIB. Ved å bruke kun en modell kan SIB måles og vurderes på samme måte slik at investor kan danne seg et bilde av avkastningen i markedet.

Publisering av nøkkeltall

Det andre forslaget er at alle SIB må publisere nøkkeltall for sosiale og finansielle resultater. Nøkkeltall vil gjøre det mulig å over tid anskaffe et stort nok datagrunnlag til å analysere avkastning og risiko i SIB basert på en rekke variabler.

Objektiv vurdering av risiko

Det tredje forslaget er å få et uavhengig organ, eksempelvis et kredittratingselskap, til å analysere risikoen ved ulike SIB. En objektiv vurdering av obligasjonens risiko og sannsynlighet for å mislykkes, vil gjøre det enklere for investorer å prise obligasjonene og estimere risikopremie. Det vil også gi et bedre vurderingsgrunnlag for å sammenligne investeringer i SIB opp mot andre investeringer.

Likestille sosial og finansiell avkastning

Det tredje forslaget er å likestille sosial og finansiell avkastning 100%. Forslaget fører til at den totale nytteverdien for investor blir den samme uavhengig av om investoren legger størst vekt på sosial eller finansiell avkastning. Ved at avkastningene likestilles vil den totale nytteverdien opplevd av SIB variere mindre mellom ulike investorkategorier. Det vil gjøre det enklere å objektivt vurdere om en SIB investering er lønnsom.

I sum vil de fire forslagene gi mer konsistente måter å organisere og vurdere SIB på. Det vil gjøre dem mer sammenlignbare med hverandre og enklere å prise. En utvikling i denne retningen kan føre til at SIB til slutt kan handles mellom alle typer investorer.

Forslag til videre forskning

En av de store hovedutfordringene i SIB-markedet er mangelen på data. Inntil nok data for flere år og flere obligasjoner er samlet inn vil det være begrenset hva det er mulig å utrede. Likevel er det interessant å prøve å foreta spørreundersøkelser og intervju med parter og potensielle parter i SIB-kontrakter for å forsøke å estimere en gjennomsnittlig nyttefunksjon for aktørene. Dette vil kunne gi innsikt i den eksakte vurderingen av obligasjonenes nytteverdi. Videre vil det også være viktig å utrede hvordan SIB kan innføres i Norge og hvordan de i så fall bør struktureres.

Avslutningsvis vil jeg påpeke at SIB er i en svært tidlig fase av utviklingen. Det betyr at nye utfordringer, forskningsspørsmål og utredninger vil fortsette å dukke opp i lang tid fremover. Jeg gleder meg til å følge med på hvordan og hvor Social Impact Bonds ender opp fremtiden.

Bibliografi

- Association of Chartered Certified Accountants (ACCA). (2015, August 17). *When does debt seem to be equity?* Hentet fra: <http://www.accaglobal.com/ie/en/student/exam-support-resources/professional-exams-study-resources/p2/technical-articles/when-does-debt-seem-to-be-equity-.html>
- Berk, J., & DeMarzo, P. (2014). *Corporate Finance, third edition, global edition*. Essex: Pearson Education Limited.
- Bertelsen, M. (2015, Januar 5). *Vedder på Fengselsfugler*. Hentet fra: <http://www.dn.no/nyheter/utenriks/2015/01/05/2155/Samfunn/vedder-p-fengselsfugler>
- Bieman, B., Bonini, S., Emerson, J., Nicholls, J., Olsen, S., Robertson, S., . . . Tolmach, R. (2005, Mai). *A framework for approaches to sroi analysis*. Hentet fra: https://ccednet-rcdec.ca/sites/ccednet-rcdec.ca/files/ccednet/pdfs/2005-050624_SROI_Framework.pdf
- Callanan, L., Jonathan, L., & Mendonca, L. (2012). *From Potential to Action: Bringing social impact bonds to the US*. United States: McKinsey & Company.
- Center for Global Development & Social Finance. (2013, Oktober 7). *Investing in Social Outcomes: Development Impact Bonds*. Hentet fra: <http://international.cgdev.org/sites/default/files/investing-in-social-outcomes-development-impact-bonds.pdf>
- DAMVAD AS. (2012). *Utredning om Sosialt Entreprenørskap*. Oslo: Nærings- og Handelsdepartementet.
- Farmer, L. (2015, August 3). *Are Governments 'Paying for Failure' With Social Impact Bonds?* Hentet fra: <http://www.governing.com/topics/finance/gov-social-impact-bonds.html>
- Ferd Sosiale Entreprenører . (2012). *Innspill til høring om utredning om sosialt entreprenørskap og videre arbeid*. Lysaker: Ferd.
- Flamholtz, E. G., & Randle, Y. (2007). *Growing Pains: Transitioning from an Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm*. San Francisco: Jossey-Bass.
- GECEs Sub-group on Impact Measurement. (2014, Februar 16). *Proposed Approaches to Social Impact Measurement in European Commission legislation and in practice relating to: EuSEFs and EaSI*. Hentet fra: http://ec.europa.eu/internal_market/social_business/docs/expert-group/social_impact/140605-sub-group-report_en.pdf
- Godeke Consulting. (2012). *Building a Healthy & Sustainable Social Impact Bond Market: The Investor Landscape*. New York: Rockefeller Foundation.
- Government of the Netherlands. (2016, Februar 23). *Ministry of Social Affairs and Employment*. Hentet fra: <https://www.government.nl/ministries/ministry-of-social-affairs-and-employment>

- Government of the United Kingdom. (2013, April 19). *Center for Social Impact Bonds*. Hentet fra: https://data.gov.uk/sib_knowledge_box/sib-definition
- Grace, K. (2015, August 12). *Top Trends and Challenges in Impact Investing For Investors*. Hentet fra: Darc Matter Research Center: <https://www.darcmatter.com/blog/top-trends-and-challenges-in-impact-investing-for-investors/>
- Gustafsson-Wright, E., Gardiner, S., & Putcha, V. (2015). *The Potential and Limitations of Impact Bonds*. Washington D.C.: The Brookings Institution.
- Horesh, R. (1988). *Social Policy Bonds*. Blenheim, New Zealand: Agribusiness and Economics Research Unit Lincoln College Canterbury.
- Horesh, R. (2015, Oktober 10). *News*. Hentet fra: <http://socialgoals.com/news.html>
- Instiglio. (2016, Juni 5). *Sibs Worldwide*. Hentet fra: <http://www.instiglio.org/en/sibs-worldwide/>
- Investing.com. (2016, Juni 05). *Australia 7-year bond yield*. Hentet fra: <http://www.investing.com/rates-bonds/australia-7-year-bond-yield-historical-data>
- Justis- og beredskapsdepartementet. (2014, Desember 19). *Meld. St. 12 (2014-2015), Utviklingsplan for kapasitet i kriminalomsorgen*. Oslo: Justis- og beredskapsdepartementet.
- Kotler, P., & Keller, K. L. (2009). *Marketing Management*. Upper Saddle River, N. J. : Pearson Prentice Hall.
- Kvam, A. (2015, Mars 18). *Ansvarlige investeringer - trender og utfordringer*. Hentet fra: Fondsdagene : http://vff.no/assets/Presentasjoner/2015/Anne-Kvam_-Fondsdagen-2015.pdf
- Miller, C. (2015, Mars 29). *Can Social Impact Bonds Really Have Big Impact?* Hentet fra: The Chronicle of Philanthropy: <http://www.payforsuccess.org/resources/can-social-impact-bonds-really-have-big-impact>
- Mitchell, R. K., Agle, B. R., & Wood, D. J. (1997, Oktober). *Toward a Theory of Stakeholder Identification and Saliency: Defining the Principle of Who and What Really Counts*. Biarcliff Manor, New York: Academy of Management Review, s. 853-886.
- Nicholls, A., & Tomkinson, E. (2013). *The Peterborough Pilot Social Impact Bond*. Oxford: Saïd Business School, Oxford University.
- Norges Bank. (2006, August 23). *www.norges-bank.no*. Hentet fra: Ord og uttrykk: <http://www.norges-bank.no/Ord-og-uttrykk/#O>
- Norges Bank Investment Management. (2015). *Performance and Risk, Government Pension Fund Global*. Norges Bank Investment Management.

- Palandjian, T., & Hughes, J. (2013, Desember 19). *The Social Impact Bond Market: Three Scenarios for the Future*. Hentet fra: Stanford Social Innovation Review: http://ssir.org/articles/entry/the_social_impact_bond_market_three_scenarios_for_the_future#bio-footer
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2009). *Microeconomics*. Upper Saddle River, N. J. : Pearson Prentice Hall.
- Pindyck, R. S., & Rubinfeld, D. L. (2013). *Introduksjon til Mikroøkonomi*. Essex: Pearson Education Limited.
- PricewaterhouseCoopers AS. (2015). *Risikopremien i det norske markedet 2015*. Oslo: PwC & Norske Finansanalytikeres Forening.
- responsAbility. (2016, juni 10). *responsAbility Global Microfinance Fund*. Hentet fra: <http://www.responsability.com/investing/data/docs/en/13542/2-Page-Global-Microfin-2015-E-Rel-5.pdf>
- Robertson, S. (2012). *Valuing Change Financed by Social Impact Bonds*. Calgary, Canada: SiMPACT Strategy Group .
- Schewe, O. (2014, Mars 27). *Social Business*. Hentet fra: <http://www.dn.no/talent/2014/03/27/Blogg/sosial-business>
- Smedley, T. (2015, Desember 10). *Do social impact bonds really work for charities?* Hentet fra: The Guardian: <http://www.theguardian.com/voluntary-sector-network/2015/dec/10/do-social-impact-bonds-really-work-for-charities>
- SoCentral. (2014, Mars 19). *Social Impact Bonds i Norge* . Hentet fra: <http://socentral.no/2014/03/19/social-impact-bonds-i-norge/>
- Social Finance UK. (2009). *Social Impact Bonds, Rethinking finance for social outcomes*. London: Social Finance UK.
- Social Finance UK. (2016, May 19). *Impact Investment Market*. Hentet fra: <http://www.socialfinance.org.uk/about-us/impact-investment-market/>
- Social Value UK. (2012, Januar). *A Guide To Social Return on Investment*. London: UK Cabinet Office.
- Social Ventures Australia. (2013, April). *Information Memorandum, Newpin Social Benefit Bond*. New South Wales: Social Ventures Australia.
- Social Ventures Australia. (2015, Juni 30). *Newpin Social Benefit Bond, Annual Investor Report*. Hentet fra: <http://socialventures.com.au/assets/Newpin-SBB-Investor-Report-2015-web.pdf>
- Stortingets Justiskomiteé. (2015, Juni 2). *Innst. 305S (2014-2015)*. Hentet fra: <https://www.stortinget.no/no/Saker-og-publikasjoner/Publikasjoner/Innstillinger/Stortinget/2014-2015/inns-201415-305/>

- The Social Impact Investment Taskforce. (2014). *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets*. London: Established under the UK's presidency of the G8. Hentet fra: <http://www.socialimpactinvestment.org/about.php>
- Toonkel, J. (2015, Mars 24). *Wall Street not giving up on U.S. social impact bonds*. Hentet fra: <http://www.reuters.com/article/us-usa-socialbonds-idUSKCN0Q22GF20150728>
- Trading Economics. (2016, Juni 05). *Australia Government Bond 10Y*. Hentet fra: <http://www.tradingeconomics.com/australia/government-bond-yield>
- Tverin, A. (2013, Mai 16). *Towards a new Social Corporate Finance Theory?* Hentet fra: <http://www.socialfinance.org.uk/towards-a-new-social-corporate-finance-theory/>
- UiO. (2012). *Høringsuttalelse fra Universitetet i Oslo vedrørende rapport om sosialt entreprenørskap i Norge og videre arbeid med feltet*. Oslo : Det matematisk-naturvitenskapelige fakultetet ved Universitetet i Oslo.
- Unge Høyres Landsforbund. (2014, Mai 3). *Ja til velferdsobligasjoner*. Hentet fra: <http://ungehoyre.no/nyheter/les/n/ja-til-velferdsobligasjoner/>
- Voxtra. (2009, Oktober). *Voxtra's methodology for quantifying social returns, A short note*. Oslo: Voxtra .
- Wilson, R. (2016, Mars 2). *Gov.uk*. Hentet fra: The growth of social investment in the UK: Rob Wilson Speech: <https://www.gov.uk/government/speeches/the-growth-of-social-investment-in-the-uk-rob-wilson-speech>