



31. mars 2021

Innspill til ekspertgruppe ledet av Martin Skancke

Vi har tre innspill til ekspertgruppen som skal vurdere hvordan klimaendringer, klimapolitikk og det grønne skiftet kan påvirke SPU.

1. *Klargjøre begrepet «investeringer»*

På norsk brukes begrepet «investeringer» (i) om investeringer i nye produksjonsmidler, forskning, utvikling mm.; og (ii) om porteføljeinvesteringer som er overføring av eierskap til produksjonsmidlene. Gjennom SPU foretar vi investeringer i den andre betydningen av ordet.

For å gjennomføre «det grønne skiftet», må investeringer av type (i) ha en annen karakter enn de historisk har hatt. I velfungerende, konkurranseutsatte finansielle markeder er det imidlertid langt fra opplagt at en enkeltaktørs investeringer av type (ii) vil ha direkte betydning for investeringer av type (i).

Det er fint om utvalget er klare på dette punktet, og rydder opp i noen av misforståelsene som den begrepsmessige tvetydigheten synes å gi opphav til.

2. *Etablere et analytisk utgangspunkt for diskusjonen*

Verdien av et foretak er verdien av foretakets forventete neddiskonterte kontantstrømmer. Om porteføljevalg i SPU skal påvirke foretaks verdsettelse, og med det deres kapitalkostnad, må det skje gjennom å påvirke enten kontantstrømmene til foretakene eller diskonteringsratene som benyttes i konkurranseutsatte kapitalmarkeder.

Det er usannsynlig at valg som blir tatt i forvaltningen av SPU påvirker foretaks kontantstrømmer. Om valgene som blir tatt i forvaltningen av SPU skal påvirke prising,

og dermed foretakenes kapitalkostnader, må det derfor skje ved at porteføljevalg i SPU påvirker diskonteringsfaktorene som benyttes i internasjonale kapitalmarkeder.

Det er grovt sett to måter porteføljevalg i SPU kan påvirke verdsettelsen av foretak:

- (a) Ved å gi «dårlige foretak» en høyere diskonteringsfaktor, mao. gjøre det dyrere for disse foretakene å hente ny fremmed- og egenkapital.

Hypotetisk sett kan for eksempel uttrekk og eksklusjon bidra til at «dårlige foretak» får en høyere diskonteringsfaktor/kapitalkostnad. Den logisk nødvendige konsekvensen av en høyere diskonteringsfaktor/kapitalkostnad, er imidlertid at forventet risikojustert avkastning for de som eier aksjene/egenkapitalen, går opp.

Om det finnes opportunistiske, profittsøkende investorer i finansielle markeder og disse investorene observerer at «dårlige foretak» har høyere forventet risikojustert avkastning på kapitalen enn andre foretak, og at de allokterer sine porteføljer deretter, vil effekten av uttrekk og eksklusjoner for foretaks kapitalkostnader antakelig være neglisjerbar.

- (b) Ved å finansiere «gode foretak» slik at disse får en lavere diskonteringsfaktor, og dermed bidra med billigere kapital enn det andre markedsaktører er villige til å gjøre.

For børsnoterte foretak, der SPU kun eier en liten andel av foretaket, kan et slikt forsøk på redusere diskonteringsfaktoren helt eller delvis nøytraliseres hvis opportunistiske, profittsøkende investorer trekker seg ut av foretak hvor SPU forsøker å redusere diskonteringsfaktoren, og dermed forventet avkastning.

For unoterte foretak, der SPU eier hele eller en stor andel av foretaket, vil situasjonen kunne være en annen. Da kan valg som SPU tar, kunne føre til at prosjekter som ikke ellers ville ha blitt gjennomført, faktisk materialiseres. Men en logisk nødvendig konsekvens av en lavere diskonteringsfaktor/kapitalkostnad, er imidlertid også lavere forventet avkastning.

I sum så synes det som om SPU alene har begrensede muligheter til å påvirke diskonteringsfaktorene for børsnoterte foretak, slik at «dårlige foretak» får høyere kapitalkostnad enn «gode foretak». Imidlertid kan vi ta valg som kan bidra til at unoterte «gode foretak» får lavere kapitalkostnad. Konsekvensen av de valgene vi må ta for at slike unoterte «gode foretak» får lavere kapitalkostnad, er imidlertid at vi får lavere forventet risikojustert avkastning.

Hvis en tilstrekkelig stor andel av verdens investorer har en klimabasert investeringsprofil, vil mulighetene til å påvirke foretakenes kapitalkostnader kanskje kunne være bedre.

Det vil være verdifullt om utvalget kan etablere et klart, logisk konsistent rammeverk for å diskutere hvorvidt og hvordan valgene som blir tatt i forvaltningen av SPU kan påvirke finansieringskostnadene til foretak og prosjekter.

Om utvalget skulle mene at porteføljevalg som blir tatt i forvaltningen av SPU, faktisk kan påvirke kapitalkostnadene til foretak uten å gå utover den forventete risikjusterte avkastningen på SPU, vil det være klargjørende om utvalget dokumenterer hvilke imperfeksjoner ved internasjonale kapitalmarkeder som sannsynliggjør at det finnes en slik årsakssammenheng. Om utvalget skulle mene at en stor gruppe av investorer med en klimabasert investeringsprofil sammen vil kunne påvirke foretakenes kapitalkostnader, bør det støttes av dokumentasjon som viser hvor stor andel av verdens investorer som denne gruppen må omfatte, og hvorfor en slik investeringsprofil ikke blott vil innebære en formuesoverføring fra fond som SPU til opportunistiske, profittsøkende investorer.

3. *Finansiell klimarisiko og «selvregulering»*

Det har de siste årene vært stadig større fokus på om klima- og transisjons-/overgangsrisiko er priset som en risikofaktor i finansielle markeder. I denne sammenheng:

- (a) Det synes å være et utbredt syn at å beskytte porteføljer mot klimarisiko bidrar til å redusere faren for en klimakatastrofe, noe som er høyst tvilsomt. Finansiell sikring av en portefølje er vesensforskjellig fra å bekjempe global oppvarming.

På dette punktet er det fint om utvalget er presise og klargjørende.

- (b) Enkelte argumenterer for at uregulerte finansmarkeder vil korrigere for eksterneffekter av økonomisk aktivitet, slik som for eksempel klimaendringer, ved «selvregulering».¹

En investor med en bredt sammensatt portefølje av verdipapirer kan ha incentiver til å internalisere eksterneffekter mellom bedrifter, men ikke eksterneffekter

¹Et nylig eksempel: *I prefer capitalists self-regulate [on climate impacts]; capitalism understands [climate change] and we're moving forward. We're moving forward because it's good for business*; <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-12/the-risk-of-letting-big-finance-write-its-own-climate-rules>

som rammer andre grupper. Hvis det er én ting økonomer vet både fra teori og empiri, så er det at aktører i desentraliserte markeder ikke korrigerer for slike eksternaliteter. Politisk økonomi lærer oss videre at aktører har sterke incentiver til å motarbeide effektiv offentlig regulering under dekke av at de vil drive «selvregulering».

Påstander om selvregulering kan sammen med markedsføring av «bærekraftige spareprodukter» bidra til å undergrave effektiv innsats mot klimaendringer. Grunnen til dette er at slike aktiviteter av mange kan bli oppfattet som et substitutt for å sørge for at reguleringer som faktisk kan bremse og reversere klimaendringene, blir gjennomført.

Det er fint om utvalget presenterer en faglig basert diskusjon av disse spørsmålene.

- (c) Flere vitenskapelige arbeider har påvist tegn til at klimarisiko er priset i finansielle markeder. Et eksempel er «Do Investors Care about Carbon Risk?» av Patrick Bolton og Marcin Kacperczyk.²

I tillegg til å gi en oversikt over denne litteraturen, vil det være fint om utvalget kan være klare på to enkle finansielle innsikter:

- i. Det følger *ikke* direkte fra at det blir avdekket at en faktor (som klimarisiko) er priset, til at den bør over- eller undervektes av investorer. Tvert imot er det sterke faglige argumenter for at investorer i utgangspunktet bør være nøytralt vektet.
- ii. Grunner til å avvike fra nøytral vektning er å finne i investorers øvrige formue og risikotoleranse. Uten at vi har gjennomført noen tilstrekkelig analyse, kan det ikke uten videre utelukkes at Norge som nasjon er bedre rustet enn de fleste til å bære klimarisiko. En implikasjon fra studier som viser at klimarisiko er priset, kan derfor kanskje være at Norge bør overvekte foretak med stor klimarisiko.

Vi håper utvalget vil gi gode teoretiske og empiriske analyser av dette spørsmålet.

Espen Henriksen
Inst. for finansiell økonomi

Espen R. Moen
Inst. for samfunnsøkonomi

Gisle J. Natvik
Inst. for samfunnsøkonomi

²https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26968/w26968.pdf