

Det finansielle systems håndtering af miljø

Inge Røpke, professor MSO, Aalborg Universitet

De miljømæssige udfordringer

På det miljømæssige område står vi som samfund over for nogle store udfordringer. Set i et meget langsigtet perspektiv står vi over for en fjerde fase i menneskets [energihistorie](#). De første to faser var alene baseret på vedvarende energi: jæger-samlersamfundet på biomasse og det førindustrielle landbrugssamfund desuden på trækdyr, vind- og vandkraft. Den tredje fase, industrisamfundet, tilføjer de fossile brændsler, der bliver den helt dominerende energikilde og stadig er det. På grundlag af de fossile brændsleres fantastiske egenskaber er antallet af mennesker forøget betydeligt, og levestandarden i dele af verden er steget dramatisk. Udviklingen har samtidig ført en lang række miljøproblemer med sig, der risikerer at undergrave livsbetingelserne for mennesker, for slet ikke at tale om betingelserne for andre arter, der udryddes i stor stil. Den store [udfordring](#) i dag er, at samfundet skal omstilles til et nyt energigrundlag – en fjerde fase i menneskets energihistorie – fordi brugen af de fossile brændsler skaber klimaforandringer. Udfordringen bliver ekstra stor, fordi omstillingen skal foregå samtidig med håndteringen af de mange andre miljøproblemer, der trænger sig på. Ud over de miljømæssige udfordringer står det globale samfund over for store sociale udfordringer, der f.eks. afspejles i formuleringen af FN's verdensmål.

En afgørende betingelse for en fornuftig håndtering af de mange udfordringer er, at en stor del af samfundets biofysiske ressourcer anvendes til at løse problemerne. De biofysiske ressourcer omfatter energikilder, råstoffer, jord og vand samt arbejdskraften, både de fysiske kræfter og den intellektuelle energi. Mængden af naturressourcer er begrænset ikke mindst af det vilkår, at overudnyttelse risikerer at undergrave de livsopretholdende systemer (økosystemer, vandkredsløb, næringsstofkredsløb, atmosfærens sammensætning osv.). Knapheden betyder, at samfundets socioøkonomiske systemer helst skal dirigere ressourcerne derhen, hvor de bidrager til at løse de vigtigste opgaver.

Det finansielle system er et af de centrale socioøkonomiske systemer, der bestemmer, hvad de biofysiske ressourcer bliver brugt til. I de senere år er der kommet stigende fokus på behovet for at reformere det finansielle system, sådan at det bliver bedre til at dirigere ressourcerne henimod aktiviteter, der understøtter omstillingen til et nyt energisystem og løsningen af forskellige miljøproblemer.

Den officielle interesse for at fremme det finansielle systems bidrag til bæredygtig udvikling går i hvert fald tilbage til 1992, hvor UNEP (FN's miljøprogram) i forlængelse af Rio-konferencen etablerede et såkaldt finansielt initiativ, UNEP FI (The United Nations Environment Programme Finance Initiative). Det udmøntede sig bl.a. i formuleringen af nogle principper for ansvarlige investeringer og ansvarlig forsikring, men initiativet fik meget begrænset gennemslagskraft. Siden har miljø nok været på dagsordenen med forskellige mindre initiativer som f.eks. den første grønne obligation i 2007, men først efter indgåelsen af den globale klimaaftale på Paris-konferencen i 2015 er der kommet mere skred i interessen. I perioden 2015-2017 er der således kommet en lang række publikationer om, hvordan det finansielle system i højere grad kan komme til at bidrage til bæredygtig omstilling. Organisationer som [UNEP](#), EU's High-Level Expert Group on [Sustainable Finance](#), tænketanken [Bruegel](#), [EBF](#) (European Banking Federation) og en sammenslutning af flere kritiske stemmer som Finance Watch og Global Alliance for Banking on Values har udgivet [rapporter](#) om emnet.

Problemforståelser

EU-rapporten om [Sustainable Finance](#) giver en god illustration af både problemforståelser og løsningsforslag inden for mainstream. Først er det værd at bemærke rapportens påpeging af, at statslige politikker på miljøområdet ofte gør det vanskeligt for det finansielle system at inddrage hensyn til bæredygtighed. Det mest oplagte problem er den alt for lave beskatning af kulstofudledninger, der reelt opfordrer investorerne til fortsat at investere i de fossilt baserede teknologier frem for i udviklingen af alternativer. Desuden er statslige politikker til subsidiering af de nye teknologier ofte underlagt skiftende politiske vinde, så investorerne oplever, at grundlaget for deres beregninger af støtte, priser, forrentning osv. undergraves. Det er simpelthen mere sikkert at investere i det kendte. Hvis der er et politisk ønske om, at den finansielle sektor skal understøtte bæredygtig omstilling, må ambitionerne afspejle sig i mere klare politiske prioriteringer og signaler på miljøområdet.

Inden for rammerne af det finansielle system selv påpeger rapporten det centrale problem, at tidshorisonten for investorer typisk er meget kortere end den, der er nødvendig for at håndtere samfundets væsentlige udfordringer. Igennem længere tid er kortsigtethed blevet institutionaliseret i det finansielle system i en sådan grad, at selv investorer med en lang tidshorisont som pensions- og forsikringselskaber foretager investeringer ud fra et fokus på kortsigtet afkast. Rapporten kommer dog ikke nærmere ind på den historiske baggrund for kortsigtetheden, der er forbundet med finansialiseringen af økonomien fra 1980'erne og frem. Kort fortalt var perioden præget af en væsentlig svækkelse af lønmodtagerne i forhold til arbejdsgiverne efter krisen i 1970'erne og af en stigende betydning af finansielle aktører på bekostning af de aktører, der beskæftigede sig med produktion. Det betød, at virksomhedslederne i højere grad koncentrerede sig om at varetage ejernes interesse i at opnå størst muligt afkast og nedprioriterede hensyn til andre interessenter som ansatte og samfundet i bredere forstand. I den økonomiske debat afspejlede det sig i begrebet 'shareholder value', der sigter på at maksimere det udbytte, man kan få som aktionær gennem afkast og især gennem kursstigninger. Aktionæren ses som en finansiell investor, der tjener sine penge på at handle med aktiver snarere end på at være involveret i udviklingen af en virksomhed gennem en lang periode. Skiftet i forståelsen af aktionærens rolle hang bl.a. sammen med den stigende betydning af store institutionelle investorer som kapitalfonde og pensionsfonde, der først og fremmest fokuserede på forrentning af kapitalen. Imidlertid er en virksomheds ledelse typisk interesseret i virksomhedens overlevelse på langt sigt, også selvom det koster noget på kort sigt at investere i forskning og udvikling, nyt udstyr, medarbejderudvikling, relationer til lokalsamfundet osv. For at få virksomhedsledelserne til at opprioritere aktionærernes interesse i størst muligt udbytte på kort sigt førte 'shareholder value'-tankegangen til nye aflønningssystemer for ledelserne i form af aktieoptioner og bonuser knyttet til afkast og aktiekurser. Fokuseringen på det kortsigtede afkast blev efterhånden institutionaliseret i krav til aktieselskaber om kvartalsregnskaber, ligesom forskellige finansielle institutioner i stigende grad blev sammenlignet med hinanden på grundlag af kortsigtet afkast. Som EU-rapporten bemærker, er denne prioritering kontraproduktiv for langsigtede investorer som pensionselskaber, men pensionselskabernes formuer administreres ofte af formueforvaltere, der konkurrerer på kortsigtet afkast. Selv når pensionselskaberne ønsker at lægge vægt på langsigtet afkast, kan det være vanskeligt at gennemføre. Problemet forstærkes af reguleringen, der ofte stiller krav om, at pensionselskaber skal prioritere afkast frem for andre hensyn. I de senere år er nogle få pensionselskaber dog begyndt at bryde med dette mønster ved enten selv at engagere sig i investeringerne eller ved at stille krav til formueforvalterne om at anlægge et langsigtet perspektiv.

Kortsigtetheden forstærkes af det syn på risiko, der dominerer i det finansielle system. Risiko drejer sig her først og fremmest om aktivers likviditet, altså om hvorvidt de vil kunne sælges på kort sigt uden at tabe i værdi. Derimod er der stort set intet fokus på langsigtet risiko som f.eks. de risici, der knytter sig til investeringer i udvindingen af fossile brændsler eller til aktiviteter, der er baseret på brugen af fossile brændsler. Hvis det lykkes at udvikle bedre og billigere konkurrerende teknologier, eller hvis politikerne bliver presset til at tage klimaproblemet alvorligt, kan de fossilt baserede aktiviteter miste værdi meget

hurtigt, og aktiverne blive til 'strandede aktiver'. Desuden kan finansielle institutioner, der investerer i miljøskadelige aktiviteter, løbe en risiko for, at deres omdømme lider skade. Også på dette område forstærker reguleringen kortsigtetheden ved f.eks. at kræve, at en stor del af pensionskassernes aktiver skal være likvide.

Ud over problemet med kortsigtethed fremhæver rapporten problemet med at identificere de investeringer, der kan understøtte samfundsmæssige målsætninger bl.a. på det miljømæssige område. Selvfølgelig for de investorer, der ønsker at investere langsigtet og grønt, er det ikke oplagt, hvad de skal investere i. Der mangler markeder, der synliggør de grønne investeringsmuligheder.

Løsningsforslag knyttet til kortsigtethed og risiko

Udgangspunktet for løsningsforslag inden for mainstream er den tankegang, at det gælder om at skabe bedre overensstemmelse mellem på den ene side investorernes interesser mht. afkast og risiko og på den anden side samfundets interesser i bæredygtig omstilling. Det står klart i EU-rapporten, at denne overensstemmelse ikke kommer af sig selv: "Frie markeder" klarer ikke problemet automatisk – politisk formning af markederne er nødvendig.

For at gøre noget ved kortsigtetheden lægger rapporten op til at omforme de institutionelle regler, der fastholder kortsigtetheden. Der er allerede taget skridt til at fjerne kravet til aktieselskaber om kvartalsrapportering, men det har ikke haft meget effekt, for "markedet kræver det" stadig. Et mere langsigtet sæt af forslag drejer sig om at ændre perspektivet på risiko. En metode består i at stille krav til aktieselskaber og finansielle institutioner om, at de skal rapportere, i hvilken grad de er udsat for risiko i forbindelse med fossilt baserede aktiviteter: Er der med andre ord risiko for, at deres aktiver bliver til 'strandede aktiver'? Rapporteringen (disclosure) skal bidrage til at skærpe virksomheders, institutioners og markeders opmærksomhed på denne form for risiko, som også tilsynsmyndighederne skal begynde at beskæftige sig med. Samtidig skal mandatene for finansielle institutioner som pensionskasser og forsikringselskaber ændres, så der lægges mindre vægt på likviditetsrisiko og mere vægt på risikoen for 'strandede aktiver'.

Desuden foreslås det, at rapporteringen skal omfatte virksomhedernes indsats i forhold til miljømæssige og sociale målsætninger (ESG, Environmental, Social and Governance). For at gøre rapporteringen meningsfuld skal der udvikles standarder for, hvordan den skal foretages, hvilke indikatorer der er relevante osv. Også her skal mandatene for pensions- og forsikringselskaber ændres, så de i højere grad får pligt til at understøtte samfundsmæssige målsætninger gennem deres investeringsstrategi. I den forbindelse skal der stilles krav om, at bestyrelserne har medlemmer med ekspertise i bæredygtighedsspørgsmål. Der foreslås også krav til formueforvaltere om, at de skal være i dialog med deres kunder om kundernes ESG-præferencer – altså om f.eks. et pensionselskab lægger vægt på at bidrage til bæredygtig omstilling. Det nævnes også som nyttigt, hvis investorerne i højere grad engagerer sig i de virksomheder, de investerer i, og dermed erstatter det finansielle markedes kontrolmekanismer med aktivt ejerskab. Blandt de mere luftige forslag er en idé om at beskytte de virksomheder, der tager langsigtede beslutninger, mod presset fra de finansielle markeder, men metoden konkretiseres ikke.

Fremme af grønne investeringer

Hvis grønne investeringer skal fremmes, er det nødvendigt for investorerne at vide, hvad der er grønt. EU-rapportens svar på den udfordring er især udviklingen af markeder for grønne obligationer og andre værdipapirer. Den Europæiske Investeringsbank udstedte den første grønne obligation i 2007, men endnu er markedet meget uudviklet. Rapporten foreslår en lang række tiltag med henblik på styrkelse af markedet:

- Der skal udvikles klassifikationssystemer for bæredygtighed som grundlag for mærkning af grønne investeringspapirer, gerne i samarbejde mellem finansielle institutioner og interessenter med viden om bæredygtighed.
- Både private og stater skal kunne udstede grønne obligationer.
- Grønne lån skal kunne pakkes og sekuritiseres, så bankerne kan refinansiere grønne lån på kapitalmarkederne. Nogle behov for lån til f.eks. energirenovering af bygninger eller finansiering af elbiler er for små til at være relevante for institutionelle investorer, men i pakket form kan lånene danne grundlag for relevante værdipapirer. Tilsvarende kan meget store lån til infrastruktur splittes op og pakkes.
- Handelen med papirerne såvel som spredning af information om dem skal organiseres på børser og andre platforme.
- Kreditvurderingsbureauerne skal integrere de grønne aspekter i deres vurdering af papirerne. Det er vigtigt, at grønne obligationer kan opnå en høj rating, så de bliver acceptable for pensions- og forsikringselskaber at investere i.
- Bankerne skal opmuntres til at købe grønne papirer gennem vægtningsreglerne for kapitalkrav. Det kan enten gøres med vægtningsfaktorer, der mindsker kapitalkravet for grønne obligationer, eller gennem faktorer, der straffer 'brune' investeringer gennem skærpede krav.
- Der skal etableres tilsyn med grønne investeringer.

Ud over grønne obligationer og andre værdipapirer foreslår rapporten forskellige metoder til at skabe grønne projekter, som investorerne kan investere i. Som en næste fase af Juncker-planen for investeringer i EU kunne der etableres en organisation, Sustainable Infrastructure Europe, til udvikling af infrastrukturprojekter, der kunne matches med investorer. Der kan også arbejdes med øget offentlig-privat samarbejde, hvor staten går ind med garantier især i projekter, hvor der er et stort element af innovation.

Mere generelt foreslås en øget indsats for at fremme uddannelse i bæredygtighed inden for den finansielle sektor, udarbejdelse af nationale planer for finansiering af bæredygtig omstilling samt oprettelse af et European Observatory for at følge og fremme udviklingen på området.

Kritiske stemmer i mainstream-diskussionen

Der er en række organisationer, der følger og kommenterer udviklingen inden for den finansielle sektor i EU. Det drejer sig f.eks. om Finance Watch, Sustainable Finance Lab, Global Alliance for Banking on Values, SOMO (The Centre for Research on Multinational Corporations) og Bruegel, som jeg her kalder de (mere eller mindre) kritiske stemmer. Organisationerne eller personer knyttet til dem har [kommenteret](#) de forslag, EU (og andre) har fremsat for at styrke finansieringen af bæredygtig omstilling. Den væsentligste kommentar er nok, at miljø ikke bør ses som en niche. Hvis bæredygtig omstilling for alvor skal på dagsordenen, er det nødvendigt med mere gennemgribende forandringer af det finansielle system, der rækker langt ud over fokuseringen på at modificere det nuværende system, så det i højere grad inddrager relevante risici og understøtter grønne investeringer. Denne pointe indgår også i UNEP's publikationer, hvor problemforståelsen er bredere end i EU's rapport. UNEP fremhæver i sin [rapport](#) om det finansielle system og bæredygtighed fra 2015, at den finansielle sektor er blevet for stor og kompleks, at indtjeningen på finansielle transaktioner ikke understøtter realøkonomien, at kreditmængden er blevet for stor pga. skattefavoriseringen af lån frem for aktiekapital, at bankernes gearing er for høj, og at det finansielle system bidrager til øget ulighed.

I tråd med den brede tilgang inddrager de kritiske stemmer forslag, der ikke umiddelbart handler om finansiering af bæredygtighed. F.eks. foreslås det at fjerne den skattemæssige favorisering af gældsfinansiering og at skærpe kapitalkravene til bankerne for at mindske den systemiske risiko. Når bankerne er bedre kapitaliseret, vil det samtidig gøre dem mindre sårbare og dermed bedre i stand til at

påtage sig mere langfristede risici og forpligtelser. Hvis mulighederne for at tjene penge på rent finansielle konstruktioner desuden begrænses, kan højere kapitalkrav udmærket forenes med øget udlån til realøkonomien.

De kritiske stemmer lægger også stor vægt på behovet for [diversifikation](#) i den finansielle sektor. Gennem den lange periode med finansialisering siden 1980'erne har det finansielle system været præget af stigende koncentration og øget homogenisering, og tendensen blev yderligere skærpet efter finanskrisen i 2007-2008, hvor en del mindre banker blev opslugt af større. Reguleringen af bankerne har bidraget til den stigende koncentration, dels fordi de større banker får implicite subsidier ved at være too-big-to-fail og derfor kan låne billigere end mindre banker, dels fordi de større banker kan benytte deres egne systemer til beregning af risikovægte og dermed reelt bliver underlagt lavere kapitalkrav end de mindre banker. De kritiske stemmer foreslår afskaffelse af de stores privilegier kombineret med tiltag, der aktivt understøtter lokale banker, kooperative banker, værdibaserede banker, crowdfunding-platforme, filantropiske fonde for forskning og innovation samt statslige banker med fokus på grønne investeringer. En af metoderne til at fremme diversitet er at gøre reguleringen mere simpel for de små og enkle institutioner, der har fokus på bæredygtighed.

Når det kommer til de mere specifikke bæredygtighedsforslag, bakker de kritiske stemmer op om EU's forslag et langt stykke ad vejen, men de ser gerne forslagene skærpet og udbygget. F.eks. understreges det, at brugen af risikovægte til at fremme bankers finansiering af grønne investeringer ikke må bruges til at mindske kapitalkravene, og det diskuteres, om det er bedre at bruge et andet instrument som f.eks. afgifter på ikke-bæredygtige bankaktiver, der så kan bruges til at finansiere garantier på grønne værdipapirer. Der er opbakning til øget samarbejde mellem offentlige og private investorer. Det vil være nyttigt med statslig understøttelse af udlån til udvikling af umodne grønne teknologier og sektorer gennem garantier og skattemæssige incitamenter, ligesom offentlige investeringer i en tidlig fase kan lede over i privat finansiering i en senere fase. Forslaget om Sustainable Infrastructure Europe ses som en mulighed for at understøtte et mere mangfoldigt økosystem af partnere, der arbejder med finansiering af bæredygtighed, ved at stille ekspertise til rådighed og fungere som katalysator for samarbejde.

De kritiske stemmer ser også gerne, at borgerne involveres mere aktivt i bæredygtige investeringer, og at der udvikles investeringsprojekter, der egner sig til deltagelse fra en bred skare af investorer. Det kræver en ændring af reguleringsregimet, hvor borgerne i øjeblikket mest anskues som potentielle spekulanter (traders), der skal beskyttes mod risici, som de ikke forstår. Reguleringen bør ændres, så borgerne i højere grad ses som potentielle investorer, der gerne vil bidrage til langsigtede forandringer ved at indskyde mindre beløb.

De kritiske stemmer kommenterer ikke direkte sekuritisering i publikationerne om bæredygtighed, men i andre sammenhænge fremgår det klart, at der er stor skepsis over for EU's planer for "simpel, transparent og standardiseret sekuritisering". Som Finance Watch [skriver](#), er kommissionens forslag hverken simpelt eller transparent. Det er derfor højst problematisk, når grønne hensyn (ligesom hensynet til finansiering af små og mellemstore virksomheder) bruges til legitimering af problematiske sekuriseringsmetoder. Det kan være udmærket at pakke lån, sådan som det blev gjort i det danske realkreditsystem, hvor der skulle være direkte overensstemmelse mellem de ydede lån og de udstedte obligationer (et balanceprincip, der udfordres i disse år), men når lånene danner grundlag for komplekse derivater, skabes systemisk risiko.

Ud over et øget fokus på uddannelse inden for bæredygtighed lægger de kritiske stemmer også vægt på behovet for at ændre kulturen i den finansielle sektor bl.a. gennem ændrede incitamenter for ledelsen. Andre mere specifikke forslag drejer sig om introduktion af loyalitetsaktier, hvor aktionærer opnår fordele som en loyalitetsdividende eller mere indflydelse gennem øget stemmeret, når de beholder aktier over en

længere periode. Endelig kan nævnes mere løse diskussioner af, hvordan fjendtlige overtagelser af virksomheder med en langsigtet strategi kan undgås.

Se indlægget "Forrentning i et biofysisk perspektiv" for et mere radikalt perspektiv.