

Artikel 1: Norway's \$1tn wealth fund set to cut oil and gas stocks

1. Artiklen handler om baggrunden for og effekterne af den norske oliefonds beslutning om sælge en del af sine olierelaterede aktie-investeringer.
2. Der er to overordnede vinkler på denne artikel:
 - a. Klassisk risikoreduktion gennem spredning
 - b. Bæredygtige investeringer
3. Ud fra de to ovennævnte vinkler er der flere relevante aspekter at grave lidt dybere i. Uanset hvad man vælger at fokusere på, er det væsentligt at balancere sin perspektivering. Artiklen gengiver ganske klart at risikospredning var den oprindelige – og fortsat en helt central – begrundelse for investeringsbeslutningen. Det er dermed uheldigt ikke at prioritere perspektiveringen af dette aspekt og fokusere på den grønne vinkel – selvfølgelig især hvis den grønne vinkel er det eneste man vælger at perspektivere.
 - a. Det er nok relevant at få sat størrelserne lidt i perspektiv: Der er tale om 7,5 mia USD der skal sælges, set i forhold til en aktieportefølje på over 600 mia, hvoraf olierelaterede investeringer udgør samlet knap 40 mia. De absolutte tal er store, men relativt set er det faktisk ikke så dramatisk en omlægning – godt 1% af de aktierelaterede investeringer berøres, ca 20% af de olierelaterede
 - b. Den stærke besvarelse evner også at sætte beslutningen i relation til det simple faktum, at hele oliefondens eksistens jo alene skyldes skatteindtægter på lige netop olieproduktion. Man kunne dermed argumentere for at oliefonden faktisk aldrig burde have investeret i ren olieproduktion, da oliefondens formål er at skabe et indtægtsgrundlag for Norge den dag de ekstraordinære skatteindtægter fra olieproduktionen bortfalder. Dermed burde diversifikation væk fra olie-relaterede virksomheder vel have ligget i fondens strategi fra starten?
 - c. Den gode besvarelse fanger også, at salget af olierelaterede aktier primært rammer den type selskaber, der ligner Norges nationale aktivitet mest, nemlig "dedicated upstream" selskaber, og viger uden om de større, mere diversificerede selskaber som ifølge artiklen sandsynligvis er dem der vil investere mest i grøn energi – underforstået: blandt olieselskaberne. Dette bringer os til den mere bæredygtige vinkel:
 - d. Det er de selskaber (dedicated upstream) der intuitivt må anses for de "mest sorte" der sælges fra. Og de "sorte på vej mod at blive grønne" (de større mere diversificerede selskaber der sandsynligvis vil investere i grøn energi) der beholdes. Den stærke besvarelse fanger denne nuance og bruger den som eksempel på de ESG-relaterede måleproblemer: I dette tilfælde: Er det status eller forventet udvikling/effekt, der investeres efter? Dette kan bruges som afsæt til en diskussion og problematisering af impact assessment og dermed sofistikations-hierarkiet inden for ESG.
 - e. Diskussionen kan løftes op på det nationale plan: Norge er i et dilemma mellem på den ene side at være vesteuropas største olieproducent, og på den anden side at opfatte sig som miljøbevidst og endda som et land der ser sig selv berettiget til at have en mening om andre landes adfærd på miljøområdet. I denne større sammenhæng er investeringsbeslutningen selvfølgelig stadig interessant, men dog af marginal betydning. Her kan igen kædes sammen med at hele grundlaget for oliefonden jo er olieindtægter. Så

når de vil markere sig som grønne kunne man måske sammenligne det med Nobels fredspris, der uddeles på baggrund af en formue tjent på at sælge dynamit.

- f. Det bør nok også bemærkes, at mens der er ros for beslutningen, så får oliefonden på puklen for oprindeligt at have begrundet den ud fra en ren risikobetragtning. Kynisk kunne man derfor anføre, at det er knap så vigtigt hvorfor man agerer som man gør, men meget vigtigt hvordan man udadtil begrunder det, hvis man ønsker fuld ”grøn” effekt af sine investeringsbeslutninger.

Artikel 2: Klimarisici truer global finansiell stabilitet

1. Artiklen omhandler et initiativ fra en gruppe centralbanker og tilsyn om at indarbejde klimarisici i finansiell risikostyring.
2. Det centrale aspekt i denne artikel ud fra et kapitalmarkedsperspektiv er integrationen mellem den politisk motiverede ESG-bølge på den ene side og den mere nøgterne risiko/stabilitets tilgang som centralbanker og tilsyn typisk – og også i denne sammenhæng – repræsenterer.
3. Dette kan perspektiveres på flere måder
 - a. Det centrale aspekt, som den gode besvarelse skal afspejle, er at de omtalte aktører alene har et nøgternt risiko/stabilitets-sigte med deres initiativer. De er ikke ude på at redde verden i al almindelighed – de er alene fokuseret på hvad der skal til af udvikling i risikostyring for at sikre finansiell stabilitet. Det spiller fint ind i den overordnede, politiske bæredygtighedsdebat, men udgangspunktet og sigtet er et andet, og den skelnen skal besvarelsen afspejle.
 - b. Pudsigt nok stiller aktørerne i denne artikel sig positivt overfor netop det som Oliefonden i den første artikel kritiseres for. Der kritiseres Oliefonden for at agere grønt ud fra en ”kynisk” risikobetragtning, og det er netop det som centralbankerne og tilsynene ønsker: De finansielle institutioner skal holde op med at betragte bæredygtighed som et CSR/medie/markedsføringstunt, og i stedet have miljørisici indarbejdet som en central del af deres risikostyring – de skal lige netop investere grønt af hensyn til risiko og stabilitet. At lave denne kobling mellem de to artikler ville være virkelig elegant!
 - c. Som et aberdabei, som artiklen udmærket fanger, så er det værd at bemærke, at Danmark ikke er med i front på dette område men tilsyneladende har en noget mere fodslæbende tilgang end lande vi ofte sammenligner os med (Sverige og Holland) samt større spillere (Frankrig, Tyskland, UK og ikke mindst Kina) som vi jo ofte føler os pænt hævet over når det kommer til klima- og bæredygtighedsdagsordenen.
 - d. Det vil også være relevant at bemærke, at den problemstilling myndighederne her kaster sig over naturligvis også rammes af de måleproblematikker, som rammer ESG, men en sådan perspektivering alene er ikke så interessant .

Artikel 3: Det er tid til ro og finansiell regulering

1. Artiklen er et debatindlæg, der argumenterer for øget regulering af den finansielle sektor, konkret for øget regulering af derivater og høj-frekvent handel.
2. Artiklen rummer flere aspekter med konkret relevans for kapitalmarkedet. Først og fremmest den overordnede diskussion om mere eller mindre regulering og de (sær)interesser der gør sig

gældende. Dette kan udvides til en mere generel diskussion af kapitalmarkedets funktion, og snævres ind til en konkret diskussion om bl.a. brug og funktion af derivater, shorthandel og (computergenereret) højfrekvent handel.

3.

- a. Artiklens præmis er, at efter årtiers deregulering er det tid til øget regulering. Denne præmis bør anfægtes i og med at der næppe har været nogen periode i historien med så kraftig regulering af den finansielle sektor som vi har oplevet i kølvandet på den finansielle krise. Det kan bestemt argumenteres, at der i perioden fra midt-80'erne til midt-90'erne skete en ganske kraftig deregulering af den finansielle sektor på globalt plan, til en vis grad drevet af skabelsen af det indre marked for kapital i EF. Det kan også argumenteres, at den efterfølgende ensretning af en række delområder af finansiell regulering som vi så fra midt 90'erne til midt-00'erne for visse lande og visse sektorer indebar en deregulering, men det er visselig svært at sige, at vi gennem årtier har haft en kontinuert deregulering af den finansielle sektor. Den stærke besvarelse afspejler denne forståelse for historien i finansiell regulering.
- b. Dette fører til den næste diskussion, om det nuværende niveau af regulering er tilstrækkeligt? Dette har både tekniske og politiske aspekter. Man bør som minimum forholde sig til, at der er indenfor de sidste ti år er indført to væsentlige lovkomplekser (EMIR og MiFID II) der i væsentlig grad netop regulerer derivatmarkederne, og at dette i samspil med den fortsatte udvikling i kapitalkravene og de risikovægte derivat-forretninger tildes har medført ganske store ændringer i markedernes funktion og markedsdeltagerne adfærd. Den fulde effekt af disse ændringer har vi næppe set endnu, så et grundlæggende spørgsmål må være, om der skal indføres mere regulering inden vi har set effekten af den nuværende?
- c. Dette bør følges op af en konkret diskussion af hhv. brugen af derivater, shorthandel og algoritmehandel og en eksemplificering af samfundsgavnlig vs. knap så samfundsgavnlig effekt af disse produkter. Styrken i besvarelsen vil bl.a. ligge i hvor godt denne diskussion afspejler den studerendes forståelse for principielle anvendelser af disse produkter. Det vil her være relevant at referere fx til Kommunekredits anvendelse af derivater, Tilsynets analyse af shorthandel og bogens forskellige illustrationer af at anvendelsen af derivater er et prisbilligt alternativ til omlægning af positioner, givet de markedsimperfektioner som bl.a. nationale infrastrukturomkostninger medfører.
- d. En relevant, men svær diskussion er et andet af artiklens kritikpunkter, nemlig at finansiell regulering formuleres og diskuteres i en snæver kreds af interessenter, der alle har disse markeder som deres levevej. Dette udgør iflg. artiklen et demokratisk problem. Dette er nok primært en politologisk diskussion man skal passe på med at bruge for meget tid på, men man kan nok komme med en relevant betragtning om det generelle problem som kompleksiteten i en række sektorer udgør – herunder i særdeleshed den finansielle. På den ene side er der behov for tydelig politisk stillingtagen til, hvilken retning man ønsker for udviklingen på de finansielle markeder. På den anden side skal denne lovgivning udmøntes i konkret regulering af nogle mekanismer, der er så komplekse, at det kræver en dyb indsigt at skrue sammen, så man faktisk opnår den ønskede effekt. Dette kan illustreres med eksempler fra EMIR eller MiFID på lovgivning, der ikke har haft den ønskede effekt.

- e. Afslutningsvis vil den stærke besvarelse nok nævne, at EU kommissionen i sit lovkatalog inden for finansiel bæredygtighed har præsenteret forskellige mulige tiltag til at gøre op med "short-term'ism", hvilket spiller pænt ind i forfatterens synspunkt omkring algorithmehandel.

Artikel 4: Leo laver lucky strike med billige rekordlån fra danske banker

1. Artiklen handler om hvordan Leo Pharma har finansieret en 11 mia stor finansieringspakke.
2. Der er forskellige aspekter med kapitalmarkedsrelevans:
 - a. Danske (og en norsk) bank vinder foran en række europæiske banker – hvorfor?
 - b. Hvordan skrues den samlede pakke sammen? Hvilke typer lån er der tale om, og hvordan må priserne på disse elementer formodes at spille sammen med elementernes placering i kredithierarkiet?
 - c. Et aspekt af begge ovenstående, der nok fortjener særlig opmærksomhed er den specielle rolle realkreditten spiller
 - d. De forskellige aktørers rolle
 - e. Erhvervsobligationen som alternativ
3. Til perspektivering af a) er der i tre aspekter, som den gode besvarelse bør komme ind på:
 - a. Danske/nordiske banker er tættere på kunden og kan derfor sandsynligvis komme med en mere præcis risikovurdering – og kommercielt retfærdiggøre et evt nedslag pga andre forretninger de kan få fra kunden
 - b. Der står eksplicit at de danske banker er ovre finanskrisen og er stærkt kapitaliserede. Man må formode at der hermed hentydes til at det helt generelle at finanskrisen nu er kommet på afstand og bankerne har haft en del år til at skille sig af med dårlige lån og tjene gode penge igen, dels at den specielle danske skygge finanskrisen havde over de danske banker efter Amagerbankens konkurs er væk, stærkt hjulpet af at Danmark som land og bankerne som sektor anses for økonomisk langt stærkere end landene og bankerne i Sydeuropa, hvorfor de har betydeligt lettere ved at finansiere sig end banker længere sydpå.
 - c. Danske banker råder over realkredit, som er en enestående effektiv finansieringskilde, og gør dem billigere end udenlandske konkurrenter når dansk erhverv (og husholdninger) skal finansieres.

Ydermere vil den gode besvarelse forstå at gengive og forklare sammenhængen mellem kredithierarkiet, produkterne og priserne korrekt. Det må formodes, at realkreditten ligger højest i kredithierarkiet med konkret sikkerhed i fabrik og parkeringshus, og dermed ligger lavest i pris – hjulpet af at det i øvrigt er et effektivt instrument. Dernæst må det formodes, at bankernes lån og kreditfaciliteter ligger, og endeligt kommer aktionærlånet fra den i forvejen største ejer, nemlig Leo-fonden, der jo i forvejen har en betydelig risiko på Leo.

Den stærke besvarelse kan perspektivere erhvervsobligationen som alternativ, herunder om status og udvikling på det danske marked for erhvervsobligationer i internationalt perspektiv, hvad der har drevet væksten og hvad der i Leos tilfælde kunne have gjort en sådan udstedelse relevant, jf pensionskassernes appetit på direkte finansiering.